



# Formuesskattens virkning på unoterte selskap i oppdrettsnæringen

*En case-studie av formuesskattens virkning på fire unoterte selskap i oppdrettsbransjen*

**Siri Helene Halvorsen og Ingrid Garder**

**Veileder: Guttorm Schjelderup**

Masterutredning i økonomisk styring

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.

## Forord

Denne masterutredningen er skrevet høsten 2022 og er et resultat av vårt selvstendige arbeid innen hovedprofilen økonomisk styring ved Norges Handelshøyskole.

Valget av temaet er gjort på bakgrunn av interessante forelesninger i faget Personlig økonomi hvor vi fikk en økt interesse for formuesskatten og dens påvirkning på næringslivet. Vi anså den pågående debatten om formuesbeskatning av oppdrettsselskapene, samt innføringen av det nye reglementet for verdsettelse av konsesjonene i næringen som svært interessant. I samarbeid med vår veileder Guttorm Schjelderup kom vi frem til at en case-studie av formuesskattens påvirkning på unoterte oppdrettsselskaper ville være interessant å gjennomføre. Vi så det også som et positivt bidrag til debatten omkring formuesskatt i oppdrettsnæringen. Formuesskatten er lite forsket på, noe vi fant som svært appellerende.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Guttorm Schjelderup som har vist stor interesse og engasjement, og som til enhver tid har vært tilgjengelig og gitt oss raske tilbakemeldinger. Videre ønsker vi å takke Ernst & Young Tromsø for fine innspill og innholdsrike samtaler omkring tematikken. Vi ønsker også å takke alle andre som har kommet med gode innspill og råd underveis i prosessen. Avslutningsvis ønsker vi å takke forelesere og medstudenter for noen fine og lærerike år ved Norges Handelshøyskole.

Bergen, desember 2022

---

## Sammendrag

I denne masterutredningen har vi tatt for oss formuesskattens påvirkning på den finansielle situasjonen til de fire oppdrettsselskapene Nordlaks AS, Tysnes Fjordbruk AS, Måsøval AS og Eide Fjordbruk AS. Formuesskatten er et tema som stadig er oppe til debatt, og mange mener den har en negativ innvirkning på norske bedrifter ved at den taper selskapene for kapital. Frem til i år har reglene for formuesbeskatning forskjellsbehandlet aksjonærer i oppdrettsnæringen ettersom oppdrettskonesjoner ervervet før 1998 har blitt holdt utenfor formuesbeskatning. Fra og med 01.01.2022 skal alle konsesjoner nå inkluderes i formuesverdien til oppdrettsselskapene, uavhengig av når de er ervervet. I tillegg er det utarbeidet retningslinjer for verdsettelse av konsesjonene, hvor alle konsesjoner i næringen skal verdsettes til markedspris basert på auksjonspriser. Tidligere har konsesjonene blitt tildelt til svært lave kostpriser, og blitt verdsatt deretter.

Vi har analysert hvordan de nye reglene for formuesbeskatning av konsesjoner potensielt vil påvirke de unoterte oppdrettsselskapenes finansielle stilling fremover, samt om endringene vil føre til økonomiske utfordringer. Vi deler de fire selskapene opp i to grupper hvorav to av selskapene har hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998, og to av selskapene har hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998. Med bakgrunn i de fire selskapenes årsregnskaper analyserer vi hvordan formuesskatten frem til 2022 har påvirket den finansielle situasjonen til de fire selskapene ulikt. Videre analyserer vi hvordan innføringen av de nye reglene for verdsettelse av konsesjoner vil påvirke formuesbeskatningen til selskapene i tiden fremover.

Vi finner at det ikke er grunnlag for å hevde at formuesskatten har en negativ innvirkning på unoterte oppdrettsselskap. På tross av at det tas ut store utbytter fra alle de fire selskapene i perioden, har de hatt en solid finansiell stilling i vår analyseperiode, og vi finner at utbyttene i hovedsak tas ut av andre årsaker enn å betale formuesskatten. Resultatene fra analysen viser imidlertid at det frem til i år har foregått en betydelig forskjellsbehandling i formuesbeskatning av selskapene i oppdrettsnæringen til ugunst for unoterte oppdrettsselskap med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998 og noterte oppdrettsselskap.

---

Resultatene viser videre at innføringen av de nye reglene for formuesbeskatning av konsesjoner og retningslinjene for verdsettelse av konsesjoner ved bruk av auksjonspris vil medføre store økninger i formuesverdi, og dermed en betydelig økning i formuesbeskatningen for alle unoterte oppdrettsselskap uavhengig av når selskapets konsesjoner er ervervet. Vi finner imidlertid størst økning i konsesjonsverdi og dermed formuesverdi for selskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998. Vi finner at gjennomsnittsutbyttet i selskapene i perioden 2017 til 2021 er hele 6,5 ganger større enn den estimerte formuesskatten selskapene i gjennomsnitt vil utløse for aksjonærene ved bruk av de nye reglene fremover. Dette indikerer videre at selv om formuesskatten vil øke betydelig for alle de unoterte selskapene, er de fremdeles godt nok rustet til å takle den, selv om eierne tar ut utbytte av selskapet for å betjene den. Vi konkluderer med at lovendringene i formuesbeskatning av konsesjoner ikke vil føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskaper.

---

# Innhold

<b>FORORD .....</b>	<b>I</b>
<b>SAMMENDRAG.....</b>	<b>II</b>
<b>INNHOOLD .....</b>	<b>IV</b>
<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1 MOTIVASJON .....	1
1.2 PROBLEMSTILLING .....	2
1.3 AVGRENSNING AV OPPGAVEN .....	4
1.4 STRUKTUR PÅ UTREDNINGEN .....	4
<b>2. TEORI OM FORMUESSKATTEN.....</b>	<b>5</b>
2.1 DEN NORSKE FORMUESSKATTEN .....	5
2.2 FORMUESSKATTENS GJELDENE REGLER .....	7
2.3 VERDSETTELSE AV UNOTERTE SELSKAP .....	10
2.4 DEBATTEN OM FORMUESSKATTEN .....	13
<b>3. OPPDRETTSNÆRINGEN.....</b>	<b>16</b>
3.1 HAVBRUKSNÆRINGEN .....	16
3.2 VERDSETTELSE I OPPDRETTSNÆRINGEN .....	17
3.3 AUKSJONER AV OPPDRETTSKONESJONER .....	21
3.4 GRUNNRENTESKATT.....	25
<b>4. METODE .....</b>	<b>28</b>
4.1 CASE-STUDIE.....	28
4.2 DATA.....	29
4.3 KVALITETEN PÅ FORSKNINGEN .....	31
<b>5. PRESENTASJON AV SELSKAPENE.....</b>	<b>32</b>
5.1 NORDLAKS .....	33

---

5.2	TYSNES FJORDBRUK .....	35
5.3	MÅSØVAL .....	37
5.4	EIDE FJORDBRUK .....	39
<b>6.</b>	<b>NØKKELTALLSANALYSE .....</b>	<b>41</b>
6.1	LIKVIDITET OG SOLIDITET .....	41
6.2	LØNNSOMHET .....	52
<b>7.</b>	<b>ANALYSE .....</b>	<b>63</b>
7.1	HVORDAN HAR DE TIDLIGERE VERDSETTELSESREGLENE FOR KONSESJONER PÅVIRKET FORMUESVERDIEN TIL UNOTERTE OPPDRETTSELSESKAPER MED HOVEDVEKT AV KONSESJONER ERVERVET HENHOLDSVIS FØR OG ETTER 1998?.....	63
7.2	HVORDAN VIL DE NYE REGLENE SOM TRÅDTE I KRAFT 01.01.2022 PÅVIRKE UNOTERTE OPPDRETTSELSESKAPER MED HOVEDVEKT AV KONSESJONER ERVERVET HENHOLDSVIS FØR OG ETTER 1998? 66	
7.3	FØRER FORMUESSKATTEN TIL LIKVIDITETSUTFORDRINGER FOR DE UNOTERTE OPPDRETTSELSESKAPENE? 74	
7.4	HYPOTESE: FORMUESSKATTEN HAR VÆRT MER TYNGENDE FOR AKSJONÆRER I OPPDRETTSELSESKAPER MED HOVEDVEKT AV KONSESJONER ERVERVET ETTER 1998 .....	94
7.5	VIL LOVENDRINGEN FOR FORMUESBESKATNING AV KONSESJONER FØRE TIL ØKONOMISKE UTFORDRINGER FOR UNOTERTE OPPDRETTSELSESKAP? .....	95
<b>8.</b>	<b>AVSLUTNING .....</b>	<b>98</b>
8.1	KONKLUSJON .....	98
8.2	SVAKHETER VED OPPGAVEN .....	100
	<b>LITTERATURLISTE .....</b>	<b>104</b>
	<b>FIGURREGISTER.....</b>	<b>109</b>
	<b>TABELLREGISTER.....</b>	<b>112</b>

# 1. Innledning

## 1.1 Motivasjon

Formuesskatten er et omdiskutert tema som engasjerer både politikere, bedriftseiere og privatpersoner. Det siste året har også formuesbeskatningen av oppdrettsnæringen vært heftig debattert. Norge har en stor oppdrettsnæring med en årlig omsetning på mer enn 80 milliarder kroner (Misund, 2022). Eiere av oppdrettsselskaper har tjent seg svært rike, og mer enn hver tiende av Norges 400 rikeste har skapt sin formue gjennom sjømat (Tellefsen, 2022).

For å drive oppdrett av matfisk i Norge trenger man særskilt tillatelse. Inntil 2022 har i praksis kun verdien av oppdrettstillatelser, heretter kalt konsesjoner, som er ervervet fra og med 1. januar 1998 blitt medregnet i formuesverdien og dermed formuesbeskattet. Konsesjoner ervervet før 1998 er fritatt formuesbeskatning, på tross av at det foreligger svært store verdier i konsesjonene. Finansdepartementet peker på at dette skillet i formuesskatteplikt for konsesjoner ervervet før og etter 1998 er svakt begrunnet og vilkårlig favoriserer skatteyttere som eier selskaper med eldre konsesjoner. De peker videre på at praksisen utviklet seg i en tid da skattemessig behandling av konsesjoner generelt, og formuesbeskatning av disse spesielt var uavklart.

Regjeringen har nå avviklet denne praksisen med virkning fra 01.01.2022. Nå skal skillet mellom eldre og nyere konsesjoner oppheves, slik at konsesjonene ervervet før 1998 også skal verdsettes og inngå i formuesverdien til oppdrettsselskapene, og deretter formuesbeskattes på lik linje med andre eiendeler. De har også innført nye retningslinjer for verdsettelse av alle konsesjoner generelt, hvor konsesjonene nå skal verdsettes til markedspris basert på prisen oppnådd på siste auksjon i det aktuelle produksjonsområdet, uavhengig av når konsesjonen ble ervervet. Innføringen av de nye reglene vil i størst grad påvirke unoterte oppdrettsselskap med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998, og som dermed har vært unnlatt fra formuesskatten tidligere. Det vil imidlertid også få stor betydning for unoterte oppdrettsselskap med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998 ettersom konsesjonene frem til 2018 har blitt tildelt til svært lave vederlag, men nå skal verdsettes til markedspris. Innføringen av reglene vil ikke påvirke noterte oppdrettsselskap ettersom de får sin

markedsverdi fastsatt ved pålydende børskurs, hvorav børskursen danner grunnlaget for formuesbeskatning. Dette indikerer at i tillegg til den rabatten unoterte selskap i utgangspunktet har, har forskjellsbehandlingen for formuesbeskatning av konsesjonene som har foregått frem til 2022 medført en ytterligere rabatt for unoterte selskaper i oppdrettsnæringen.

Innføringen av de nye reglene har skapt mye debatt blant oppdrettseiere over hele landet som hevder at det vil gå hardt utover selskapenes likviditet, være til hinder for fremtidige investeringer og vekst, og i verstefall medføre en kapitalnedbygging av selskapet. At bedriftseierne tvinges til å ta ut utbytte fra selskapet for å være i stand til å betjene formuesskatten er et argument som stadig tas opp i debatten om formuesbeskatning. Vi vil i vår utredning undersøke forskjellsbehandlingen som har pågått mellom oppdrettsselskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998. Videre ønsker vi å analysere hvordan de nye reglene for formuesbeskatning vil påvirke de ulike unoterte oppdrettsselskapene, før vi undersøker påstanden om at formuesskatten går hardt utover selskapenes likviditet og fører til en kapitalnedbygging. Dette vil vi gjøre ved å ta utgangspunkt i fire oppdrettsselskaper av ulik størrelse, hvorav to av disse selskapene har hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998, og de andre to hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998.

## 1.2 Problemstilling

Den overordnede problemstillingen for vår masterutredning er:

*Vil lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskap?*

Dette besvarer vi ved hjelp av følgende tre forskningsspørsmål:

*1. Hvordan har de tidligere verdsettelsesreglene for konsesjoner påvirket formuesverdien til unoterte oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998?*



---

Inntil 2022 har i praksis kun oppdrettstillatelser som er ervervet fra og med 1. januar 1998 blitt medregnet i formuesverdien og dermed blitt formuesbeskattet, mens tillatelser ervervet før dette har vært fritatt fra formuesbeskatning. Med dette forskningsspørsmålet ønsker vi dermed å se nærmere på hvorvidt de tidligere verdsettingsreglene for konsesjoner har hatt ulik påvirkning på formuesverdien til oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998, og oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998. Dette vil vi gjøre for å belyse hvorvidt det har foregått en forskjellsbehandling av oppdrettsselskapene frem til nå og for å legge grunnlag for å kunne besvare de neste forskningsspørsmålene, og deretter den overordnede problemstillingen om lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner vil føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskaper.

*2. Hvordan vil de nye reglene for verdsettelse av konsesjoner som trådte i kraft 01.01.2022 påvirke unoterte oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998?*

Regjeringen har med virkning fra 01.01.2022 avviklet praksisen som holdt konsesjoner ervervet før 1998 utenfor formuesbeskatning. Nå skal alle konsesjoner medregnes i formuesverdien, uavhengig av når de er ervervet. I tillegg skal alle konsesjoner som tidligere har blitt verdsatt til kostpris nå verdsettes til markedspris basert på auksjonspriser. I det andre forskningsspørsmålet ønsker vi derfor å undersøke hvordan denne lovendringen vil påvirke oppdrettsselskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998 i tiden fremover. Vi vil analysere hvordan endringen i verdsettelse av konsesjoner vil påvirke formuesskatten selskapet utløser til sine aksjonærer, og hvordan det potensielt vil få en negativ innvirkning på selskapets finansielle situasjon.

*3. Har formuesskatten ført til likviditetsutfordringer for de unoterte oppdrettsselskapene?*

Med det siste forskningsspørsmålet vil vi undersøke de fire selskapenes finansielle situasjon i perioden 2017 til 2021 ved bruk av nøkkeltall. Vi vil se på hvorvidt formuesskatten før innføringen av de nye reglene har medført at aksjonærene har vært nødt til å ta ut utbytte for å betjene den, og om det i sin tur har lagt hindringer for investeringer og vekst i selskapene og

medført kapitalnedbygging. Ved å analysere dette vil vi få et grunnlag for å kunne gjøre videre analyser på hvorvidt formuesskatten basert på de nye verdsettingsreglene vil påvirke selskaperes finansielle situasjon fremover. Vi har i forbindelse med dette forskningsspørsmålet utarbeidet en hypotese;

*Hypotese: Formuesskatten har vært mer tyngende for oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998.*

### 1.3 Avgrensning av oppgaven

Norsk havbruksnæring består i hovedsak av oppdrett av laks, ørret og regnbueørret, og i 2018 sto oppdrett av disse artene for 99,6% av verdien av alt havbruk i Norge. Vi begrenser derfor oppgaven til å kun basere seg på oppdrett av laks, ørret og regnbueørret i sjø og ferskvann. Vi avgrensner oppgaven videre ved å analysere fire norskeide unoterte oppdrettsselskaper som driver med oppdrett av laks, ørret og regnbueørret. Vi analyserer årsregnskapene i den avgrensede perioden 2017 til 2021.

### 1.4 Struktur på utredningen

Utredningen består av ni kapitler og er strukturert på følgende måte: Kapittel 2 gir en gjennomgang av formuesskatten og dens tilhørende verdsettelsesregler, samt mer spesifikt om verdsettelsen av unoterte selskaper. I kapittel 3 beskrives oppdrettsbransjen hvor vi går nærmere inn på verdsettelse i bransjen, og auksjonsteori. Videre i kapittel 4 presenteres metoden vi benytter, samt analysens datagrunnlag. Kapittel 5 gir en presentasjon av oppdrettsselskaperne vi analyserer, hvor vi videre i kapittel 6 presenterer deres finansielle situasjon ved bruk av nøkkeltallsanalyse. Kapittel 7 inneholder analyser av hvert av forskningsspørsmålene, før vi avslutningsvis i kapittel 8 konkluderer og poengterer svakheter ved oppgaven.

## 2. Teori om formuesskatten

Dette kapitlet inneholder innledningsvis en teoretisk gjennomgang av den norske formuesskatten og dens skattepolitiske grunnlag. Deretter følger et delkapittel om formuesskattens gjeldende regler per i dag, etterfulgt av verdsettelsesregler for formuesbeskatning, hvor vi vil gå særlig inn på verdsettelsesreglene for formuesbeskatning av unoterte aksjer. Avslutningsvis vil vi presentere noen sentrale temaer i debatten om den norske formuesskatten, deriblant tematikken rundt kapitalnedbygging og likviditetsutfordringer, og diskriminering av norsk eierskap. Formålet med dette kapitlet er å gi en innføring i teori som benyttes videre i utredningen.

### 2.1 Den norske formuesskatten

#### 2.1.1 Definisjon

Den norske formuesskatten er skatt på netto formue, og skattlegger enkeltpersoners kapitalbeholdning over et gitt bunnfradrag, hvor skatteinntektene fordeles på kommune og stat (Christensen, 2020). Bestemmelsene for den norske formuesskatten reguleres av skattelovens (sktl.) kapittel 4, hvor hovedregelen for beskatningen lyder; «Skattepliktig formue fastsettes til omsetningsverdi pr. 1. januar i skattefastsettingsåret av skatteyterens eiendeler med økonomisk verdi, med fradrag for gjeld som skattyteren hefter for» sktl §4-1.

#### 2.1.2 Skattesubjekter

Skattelovens kapittel 2 regulerer hvem som er skattesubjekter. Av sktl. §2-1 (1) fremgår det at «plikt til å svare skatt har enhver person som er bosatt i riket.». Videre fremgår det av loven at aksjeselskap og allmennaksjeselskap er fritatt for skatt på formue (Skatteloven, 1999, §2-36). Formuesskatten er derfor en skatt som tilfaller fysiske personer. På lik linje med inntektsskatten, er formuesskatten en subjektskatt som ikke skattlegger objektet i seg selv, men skattesubjektets økonomiske interesse i det (Aarbakke og Brudvik 2009).

---

### 2.1.3 Formuesskattens skattepolitiske grunnlag

Grunnlaget for den norske formuesskatten er at den skal bidra til å finansiere kommunal og statlig virksomhet, samtidig som den skal begrense privat etterspørsel og bidra til omfordeling. I Norge har vi et relativt høyt nivå av offentlig finansierte velferdsgoder, som igjen utjevner levestandardene, noe som gjør det nødvendig å opprettholde betydelige skatte- og avgiftsinntekter (NOU 2019: 18 (s. 83-84)). Formue er langt mer ujevnt fordelt enn inntekt, og den norske formuesskatten er ment å ha en sterkt omfordelende virkning. Formuesskatten bidrar til økt vertikal likhet, ved at personer med ulik økonomisk bæreevne beskattes ulikt. Dersom vi fjerner formuesskatten kan skattesystemet bli regressivt for de aller rikeste ettersom disse gjerne sitter på store formuer og relativt sett mindre inntekt. Et regressivt skattesystem innebærer at gjennomsnittlig skattebelastning faller med økende inntekt, det vil si at dersom inntekten øker med ti prosent øker skatten med mindre enn ti prosent. I motsatt tilfelle ville en progressiv skatt øke med mer enn ti prosent dersom inntektene økte med ti prosent. Et regressivt skattesystem vil dermed føre til at skatteyttere med lav arbeidsinntekt og store nettoformuer ikke betaler skatt i henhold til skatteevneprinsippet, som baserer seg på at skatten skal fordeles etter skattesubjektens evne til å bære den, og i verstefall kan de ende opp som nullskatteyttere (Christensen, 2020).

Skatt på bedrifter bør først og fremst rettes inn mot å sikre staten inntekter, og bør i minst mulig grad påvirke forretningsmessige investeringsbeslutninger. Alle reelle skatteinntekter bør skattlegges konsekvent og ensartet for å hindre at ressursbruken blir påvirket av for eksempel skattemotiverte investeringer (Prop. 1 LS (2022-2023), s. 49). Formuesskatten tilfaller enkeltpersoner med formue over et gitt bunnfradrag, uten at personen nødvendigvis har inntekten til å betale den. Formuesskatten kan dermed påvirke bedriften ettersom eieren i enkelte tilfeller må ta ut utbytte av selskapet for å være i stand til å betale skatten. I disse tilfellene må det også betales skatt på utbyttet, som kan gjøre den samlede beskatningen høy.

Ettersom formuesskatten ikke er uniform ved at den treffer ulike formuesobjekter ulikt, vil den i praksis påvirke lønnsomheten, og dermed hvordan man velger å investere formuen sin. Det at formuesskatten påvirker lønnsomhet og investeringer på denne måten kalles en vridningseffekt. Slike vridningseffekter kan medføre effektivitetstap fordi kapitalen ikke kanaliseres dit den har best avkastning for samfunnet (Bjørneby, 2022). I teorien bør en ikke

---

ha slike vridende skatter ettersom det svekker samfunnseffektiviteten, men i praksis kommer en imidlertid ikke utenom vridende skatter for å dekke finansieringsbehovet til det offentlige, og for å oppnå den ønskede omfordelingen av inntekter (NOU 2019: 18 (s. 84-85)).

## 2.2 Formuesskattens gjeldende regler

### 2.2.1 Formuesskattens gjeldende regler

Grunnlaget for beskatning av formue reguleres av Lov om skatt av formue og inntekt av 26.03.1999 nr. 14 (skatteloven). Skatten skal betales til stat og kommune, og det er Stortingets årlige skattevedtak som regulerer satser og bunnfradrag. Det er opp til hver enkelt kommune hva som skal settes som den kommunale formuesskatten, men Stortinget fastsetter en maksimumssats som blir gjeldende dersom kommunen selv ikke vedtar en lavere sats.

Formuesskatten beregnes med utgangspunkt i bruttoformue utover et bunnfradrag, hvorav bruttoformue her omfatter fast eiendom, løsøre, finansformue, immaterielle eiendeler og kontanter. Fradragsretten for gjeld er generell og ikke knyttet til bruttoformuen, og dermed vil all gjeld skatteyter hefter for ved utgangen av inntektsåret være fradragsberettiget. Dersom skatteyter har eiendeler med verdsettelsesrabatt, skal det imidlertid gjøres tilsvarende reduksjon i gjeld tilknyttet disse eiendelene jf. sktl. §4-19 (1). Gjelden skal reduseres sjablonmessig ettersom det er vanskelig å fastsette hvordan eiendelene med verdsettelsesrabatt er finansiert. Gjelden skal beregnes forholdsmessig etter forholdet mellom eiendelen med verdsettelsesrabatt og skatteyers samlede bruttoformue, altså skal gjelden verdsettes med samme prosentsats som eiendelen sktl. §4-19 (2).

### 2.2.2 Endringer i formuesskatten

Med jevne mellomrom reformeres skattesystemet for å være tilpasset den samfunnsmessige utviklingen og de styrende politikernes ønsker om fordeling og finansiering av statsbudsjettet. Tabell 1 viser utviklingen i bunnfradrag og skattesatser for formuesbeskatning i perioden 2017 til 2022.

Tabell 1: Utviklingen i bunnfradrag og skattesatser til henholdsvis kommune og stat, samt total skattesats i årene 2017 til 2022

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bunnfradrag	1 480 000	1 480 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 700 000
Sats kommune	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %
Sats stat	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,25 %
Sats stat (formue over 20 <sup>m</sup> )						0,40 %
Total skatt (stat + kommune)	0,85 %	0,85 %	0,85 %	0,85 %	0,85 %	0,95% / 1,1%

For 2022 vises også innføringen av den nye regelen med økt skattesats til stat for skattytere med nettoformue over 20 millioner.

Som vi ser av Tabell 1 har utviklingen i den norske formuesskatten de foregående årene vært preget av stabile satser og relativt stabilt bunnfradrag frem til 2022. Fra året 2022 skjer det imidlertid betydelige endringer. Her økes bunnfradraget med 200 000 kroner, og satsen til stat øker fra 0,15 prosent til 0,25 prosent. Det ble også innført en høyere sats for skattytere med mer enn 20 millioner kroner i nettoformue. Dette kan blant annet begrunnes med at det i 2022-budsjettet ble startet et arbeid med å styrke skattesystemets direkte bidrag til omfordeling ved å vri skattebyrden over på høye inntekter og store formuer i større grad enn tidligere. Dette kan videre blant annet begrunnes med at Covid-19-pandemien har medført økt behov for å styrke omfordelingen, sikre skatteinntekter og fremme verdiskapning (Bjørneby, 2022). Hovedårsaken til at pandemien førte med seg fordelingspolitiske konsekvenser er blant annet at risikoen for permittering eller oppsigelse under pandemien var høyere jo lavere utdanning, inntekt, timelønn og sosial klassebakgrunn en lønnstaker hadde (Bratsberg et al., 2020).

### 2.2.3 Verdsettelsesregler

Av hovedregelen for formuesbeskatning følger det at skattepliktig formue fastsettes per 1. januar i skattefastsettelsesåret av skattyterens eiendeler med økonomisk verdi, med fradrag for gjeld skattyter hefter for, jf. Skatteloven §4-1. Formuesskatten skal beregnes med utgangspunkt i omsetningsverdi. Med omsetningsverdi menes her markedsverdi, altså hvilken verdi formuesobjektet kan omsettes for i markedet. Utgangspunktet er dermed at den skattemessige verdien av eiendelene er lik markedsverdi, men skatteloven presiserer videre særlige verdsettelsesregler for ulike type eiendeler, hvor blant annet flere eiendeler verdsettes

lavere grunnet verdsettelsesrabatter. Når skattyter har eiendeler med verdsettelsesrabatt reduseres skattyters fradrag for gjeld forholdsmessig etter reglene i skatteloven §4-19 (NOU 2019: 18). Det at formuesverdien ikke er knyttet til en observerbar transaksjon, som utbytte eller gevinst kan gjøre det krevende å fastsette skattegrunnlaget (Bjørneby, 2022). Nedenfor presenterer Tabell 2 utviklingen i verdsettelsesrabatter i perioden 2017 til 2022.

*Tabell 2: Utviklingen i verdsettelsesrabatter i perioden 2017 til 2022*

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Verdsettelsesrabatt	10 %	20 %	25 %	35 %	45 %	25 %

*Primær- og sekundærboliger har andre rabatter enn verdsettelsesrabattene presentert i tabellen.*

Som vi ser av Tabell 2 har det vært en stor økning i verdsettelsesrabatter i perioden 2017 til 2021 hvor den øker fra ti prosent i 2017 til hele 45 prosent i 2021. I 2022 ser vi igjen at rabatten settes ned til 25 prosent. Utviklingen kan blant annet ha sammenheng med regjeringsskiftene i perioden, samt at koronapandemien mot slutten av perioden medførte økt behov for verdiskapning og arbeidsplasser hvor mer gunstige formues-rabatter ble innført som virkemiddel for å stimulere til økt satsning på næring (Skatteetaten, 2022).

Hva gjelder verdsettelse av noterte aksjer fremgår det av skatteloven §4-12 at de skal verdsettes til kursverdien per 1. januar i skattefastsettingsåret med fradrag for gjeldende verdsettelsesrabatt. For unoterte aksjer er det imidlertid ikke noe marked som gir grunnlag for å beregne en slik omsetningsverdi. Det fremgår derfor i skatteloven (1999, § 4-12) at unoterte aksjer verdsettes til aksjens forholdsmessige andel av selskapets samlede skattemessige formuesverdi per 1. januar i inntektsåret, altså året før skattefastsettingsåret. Dette blir så fratrukket den gjeldende verdsettelsesrabatten for unoterte aksjer det respektive året.

I tillegg til disse generelle verdsettelsesreglene har selskaper i primærnæringen, herunder oppdrettsnæringen, noen særregler. Takseringsreglene inneholder oppdaterte satser for verdsettelse av formuesobjekter og inntekts- og fradragssatser, utarbeidet av skatteetaten. Kapittel 3 i takseringsreglene regulerer spesielle verdsettingsregler for primærnæringen, og i henhold til §3-1 skal formuesobjektene verdi settes til omsetningsverdien 1. januar dersom ikke annet er bestemt av forskriften. Videre fremgår det av §3.1.4 bokstav g at på grunn av

---

risikoen for sykdom, skade, svinn etc. skal verdien på oppdrettsfisk settes til 65 prosent av tilvirkningsverdien (skatteetaten, 2021).

## 2.3 Verdsettelse av unoterte selskap

Verdsettelsen av formuesverdien i unoterte aksjeselskap baserer seg på regler som ofte medfører at formuesverdien til selskapet blir verdsatt til en betydelig lavere verdi enn reell markedsverdi. Dette kan igjen føre til lavere formuesverdier og en svært rabattert formuesskatt for eierne av unoterte selskap, sammenliknet med eierne av noterte selskap. Verdsettelsen av formuesverdien til unoterte aksjer er et omdiskutert tema. Blant annet tas det opp som viktig tematikk i det reviderte statsbudsjettet i 2022, og det er også noe Finansdepartementet hevder de skal legge mer vekt på i sitt arbeid fremover. Å likestille beskatningen av noterte og unoterte aksjeselskap slik at ulike aktiva verdsettes etter de samme prinsippene er viktig for å kunne oppnå en nøytral beskatning, og forhindre skattemotiverte investeringer eller andre skattemotiverte handlinger. Scheel-utvalget, et tidligere offentlig skatteutvalg, påpeker at reglene for verdsettelse av formuesverdi av unoterte aksjer skaper en favorisering av virksomhet som drives gjennom unoterte aksjeselskap, og at dette er et punkt hvor den norske formuesskatten svikter (NOU 2014:13).

I delkapittel 2.2.3 presenterte vi de ulike verdsettelsesreglene for henholdsvis noterte og unoterte selskap. Noterte selskap betaler formuesskatt med pålydende aksjekurs som verdsettelsesgrunnlag, mens unoterte selskap verdsettes til den skattemessige verdien av selskapets eiendeler. I praksis innebærer dette at formuesverdien til unoterte selskap fastsettes til selskapets balanseførte eiendeler fratrukket gjeld. Ved å benytte denne balanseførte nettoverdien som verdsettelsesgrunnlag for formuesbeskatning av unoterte aksjer undervurderes selskapets verdi ettersom selskapets markedsverdi i praksis kan være vesentlig større enn den bokførte verdien. Teoretisk kan det forklares ved at markedsverdi representerer bokført verdi pluss forventet diskontert fremtidig nettoavkastning på egenkapital. Dette medfører i sin tur at unoterte aksjer får en stor verdsettelsesrabatt sammenliknet med noterte aksjer, ettersom noterte aksjers reelle markedsverdi medregnet investorers forventning til fremtidig avkastning, er synlig ved pålydende aksjekurs (Bjørneby, 2022; Andresen & Bøe, 2022). Dette legger grunnlag for en mye høyere formuesverdi og dermed høyere formuesskatt

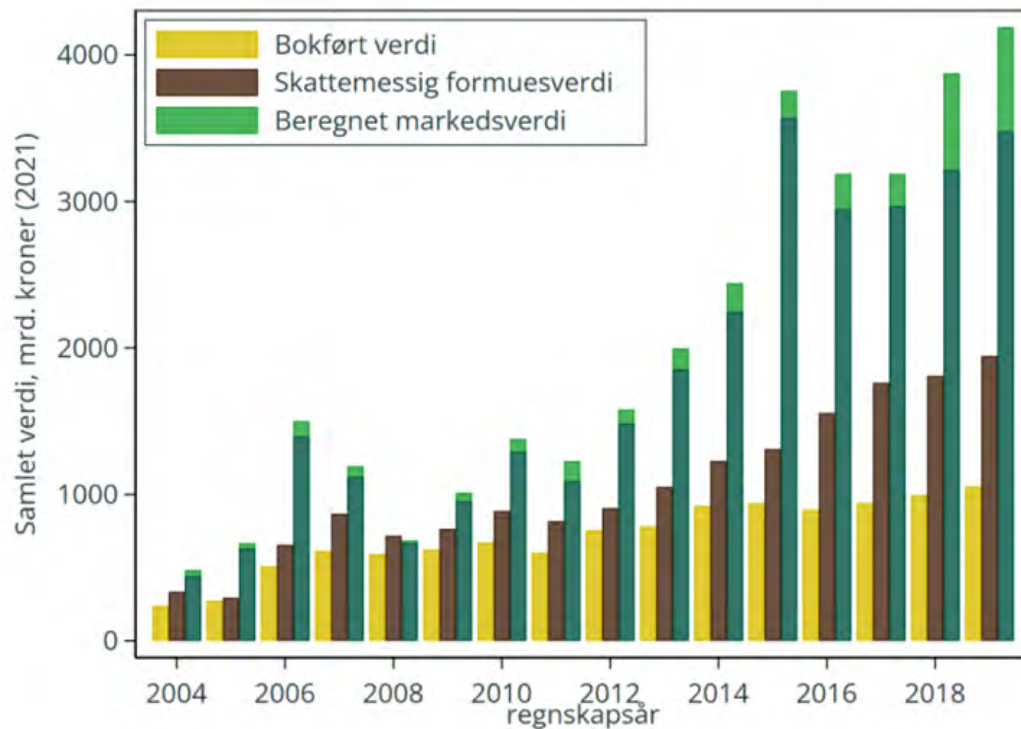


---

for eiere av noterte selskap enn for eiere av unoterte selskap.

Basert på disse antakelsene om at unoterte selskap får en stor verdsettelsesrabatt, utarbeidet Martin Eckhoff Andresen og Erlend Eide Bøe i 2022 en rapport for Statistisk sentralbyrå om verdsettelse av unoterte, norske selskap. De mente det var grunn til å tro at reell formuesverdi i unoterte selskap er vesentlig høyere enn bokført verdi, ettersom eiendelene i unoterte selskap vanligvis verdsettes til anskaffelseskostnad. De skriver videre at selv om avviket mellom bokført verdi og reell markedsverdi kan gå begge veier, er det grunn til å tro at avviket er asymmetrisk ettersom selskaper med lavere reell markedsverdi enn bokført verdi i større grad avvikles enn selskap med motsatt avvik. I tillegg peker de på at insentivene for å klage til Skatteetaten dersom bokført verdi er høyere enn markedsverdi, i mye større grad er til stede enn når forholdene er motsatt. Resultatene av rapporten tyder på at unoterte selskap samlet sett var undervurdert med en faktor på omtrent 1,9 i perioden 2004-2019 sammenlignet med formuesverdi. Dette indikerer at unoterte selskap i gjennomsnitt har en reell markedsverdi som er 1,9 ganger større enn formuesverdien tilsier. De finner videre at aksjonærene for unoterte selskap skattlegges for anslagsvis 35 prosent av aksjens reelle verdi når det tas høyde for verdsettelsesrabatten.

Andresen og Bøe anslår markedsverdien av unoterte selskap ved å beregne forholdet mellom markedspris og bokført verdi i selskap notert på Oslo Børs og Euronext growth-listen i perioden 2004-2019. De understreker at dette bygger på en antagelse om at noterte og unoterte selskap er sammenlignbare. Figur 1 viser samlet beregnet markedsverdi (grønne stolper) av unoterte aksjer eid av norske privatpersoner, sammenlignet med bokført verdi (gule stolper) og skattemessig formuesverdi (brune stolper). Bokført verdi illustrerer de regnskapsmessige verdiene av selskapets eiendeler basert på regnskapsloven, og med regnskapsmessige avskrivninger. Skattemessig formuesverdi er formuesverdien som beregnes for skattemeldingen og baserer seg på skattelovens regler som blant annet innebærer andre regler for avskrivninger av eiendelene.



*Figur 1: Samlet beregnet formuesverdi, 1 000 mrd. kroner  
Fra "Statistisk Sentralbyrå" av M. E. Andresen og E. E. Bø, 2022,  
Verdsetting av unoterte selskaper*

Figur 1 viser en betydelig høyere markedsverdi i forhold til bokført verdi og skattemessig formuesverdi. En følge av disse forskjellene mellom skattemessig formuesverdi og markedsverdi er at det skaper vridninger mot investeringer i aktiva med gunstige formuesverdier slik som nettopp unoterte aksjer. Som følge av dette har formuesskatten blant annet blitt kritisert for å svekke bedrifters insentiver til å børsnotere seg, som igjen medfører et tap av økonomisk effektivitet. Andersen og Bøe påpeker at undervurderingen av unoterte aksjer vil ha uheldige konsekvenser for forskning og statistikk, og skriver at tatt i betraktning at unoterte aksjer i stor grad eies av de rikeste, er en slik verdsetting antakelig med på å redusere den effektive formuesskatten på toppen av fordelingen og dermed øke ulikheten.

Funnene vedrørende denne enorme rabatten for unoterte selskap støttes av flere andre studier, deriblant to masteroppgaver fra NHH, Gobel og Hestdal (2015), og Birknes og Lilland (2018) som finner liknende tall for verdsettelsesrabatten. Gobel og Hestdal (2015) finner at formuesskattegrunnlaget for de unoterte selskapene er på 31,9 prosent av det skattegrunnlaget ville vært dersom selskapene var noterte. Gobel og Hestdal (2015) finner imidlertid også i sin

---

studie at det ikke er grunnlag for å hevde at formuesskatten påvirker insentivene til å gå på børs. De peker på at det må være andre fordeler ved børsnotering, som for eksempel lettere kapitaltilgang og exit-muligheter som veier opp for den betydelig høyere formuesskatten en børsnotering medfører.

## 2.4 Debatten om formuesskatten

### 2.4.1 Kapitalnedbygging og likviditetsutfordringer

Mens kapitalinntekter først skattlegges når de realiseres, sikrer formuesskatten en løpende beskatning uavhengig av realisert inntekt (Saez og Zucman, 2019). Det at skatten må betales uavhengig av realisert inntekt er en av de største kritikkene mot formuesskatten. Kritikere mener formuesskatten kan skape likviditetsutfordringer for bedriften ved at bedriftseieren ser seg nødt til å ta ut utbytte fra selskapet for å betjene den. Denne problemstillingen er høyst relevant for oppdrettsselskapene og har vært belyst i media en rekke ganger den siste tiden i forbindelse med innføringen av lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner som ble gjeldende fra 01.01.2022. Oppdrettskonsesjoner ervervet før 1998 skal nå inkluderes i formuesverdien, og alle konsesjoner skal nå verdsettes til markedspris. I tillegg til dette har også satsene for både formues- og utbytteskatt økt i år. Jan Olav Langeland, leder av oppdrettsnettverket Salmon Group sier til E24 at de nye skattereglene vil være et vesentlig hinder for videre utvikling, ettersom eierne blir nødt til å ta ut store utbytter fra selskapene for å dekke formuesskatten, fremfor å gjøre nødvendige investeringer for næringen og Norges fremtid (Bøhren, 2021).

Liknende uttalelser har kommet fra en rekke misfornøyde eiere av unoterte oppdrettsselskaper den siste tiden, deriblant Ola Braanaas, konsernsjef i Firda Seafood Group som i 2020 tok ut et utbytte på 20 millioner kroner fra sitt holdingselskap. Han sier til E24 at han hvert år tar ut det utbyttet som er nødvendig for å betale sin formuesskatt. Resten av kapitalen som er bygget opp gjennom gode år ligger i holding-strukturen og skal være en ryggrad til å tåle dårlige tider, samt gi muskler til mer offensive grep som oppkjøp eller nødvendige investeringer for vekst. Han hevder videre at de nye skattereglene vil innebære en “utilbørlig tapping” av selskapet.

---

Regjeringen har imidlertid utarbeidet en ordning for å avhjelpe personer med kortsiktige likviditetsutfordringer, og tilbyr utsettelse av betalingen av formuesskatten for personlige skattytere som eier regnskapspliktig virksomhet med negativt årsresultat. Dette gjorde de i inntektsårene 2016 og 2017, og tok det så opp igjen i forbindelse med koronapandemien i 2020. Formålet med ordningen er å avlaste midlertidige likviditetsproblemer ved at eiere av bedrifter skal kunne unngå å ta ut utbytte for å betale formuesskatten i år med negativt årsresultat (Prop. 53 LS (2019-2020)). Det finnes ingen tall for oppslutningen rundt ordningen de siste årene, men i 2017 ble den lite benyttet, og det var kun 36 skattytere som søkte om utsettelse (Flesland, 2017).

Problemstillingen om at skattytere må tære på formuen sin for å betjene formuesskatten avkrefte imidlertid i stor grad av Sakkestad og Skarsgaard (2013). I sin utredning av formuesskattens virkninger på små og mellomstore bedrifter finner de at formuesskatten i praksis ikke fører til likviditetsutfordringer for bedriftene. De finner i tillegg en positiv korrelasjon mellom en økning i formuesskatt og bedret likviditetsgrad, egenkapitalandel og gjeldsgrad. Dette støttes av Apeland og Eilertsen (2020) som også finner positiv korrelasjon mellom økt formuesskatt og gode nøkkeltall. Begge disse studiene finner i tillegg at formuesskatten treffer eierne av bedrifter som befinner seg i en solid finansiell situasjon.

Finnevolden og Gulbrandsens liknende studie fra 2015 bekrefter også funnene til Sakkestad og Skarsgaard (2013) og Apeland og Eilertsen (2020). De studerte i hvilken grad formuesskatten skapte økonomiske utfordringer for vekstselskaper, og fant at formuesskatten ikke utgjorde noen finansiell utfordring for disse selskapene. Videre fant de at formuesskatten utgjorde en brøkdel av utbyttet i selskapet, noe som tilsier at utbyttene i stor grad tas ut av andre årsaker enn for å betjene formuesskatten. Flertallet av aksjonærene hadde annen formue på privat hånd, og majoriteten av deres formuesskatt ble utløst av andre kilder enn eierskap i disse vekstselskapene. Dette støttes av en studie gjort av Ottosen og Sandanger (2017). Disse studiene antyder dermed at problemet knyttet til formuesskatt og likviditetsutfordringer er begrenset.

---

## 2.4.2 Formuesskatten i et internasjonalt perspektiv

De siste 20 årene har formuesskatten vært i sterk tilbakegang internasjonalt (Christensen, 2020). Norge er, sammen med Sveits og Spania, ett av få OECD-land som fremdeles opererer med formuesskatt, og mange bruker dette som et argument mot formuesskatten og mener det diskriminerer norske eiere. For norske investorer inntreffer formuesskatten uavhengig av om investeringen er gjort i Norge eller i utlandet. Utenlandske investorer i land som ikke har formuesskatt, vil ikke måtte betale formuesskatt på investeringer i Norge. Mange peker på at denne forskjellsbehandlingen av norske og utenlandske aksjonærer kan svekke norsk eierskap. Etersom omtrent hver tiende av Norges 400 rikeste driver i oppdrettsnæringen er dette et høyst relevant tema for aksjonærene i denne bransjen. Den siste tiden har vi sett en rekke eksempler på eiere av norske oppdrettsselskaper som har flyttet ut av landet for å slippe formuesskatten. Særlig har dette vært et sentralt tema etter annonseringen av de nye verdsettelsesreglene for formuesbeskatning i år.

Professor Jarle Mjøen ved NHH avfeier imidlertid at formuesskatten fører til at utenlandske investorer får økt konkurransekraft og sier at skatten ikke fører til at utenlandske investorer kjøper opp norske bedrifter. Han peker videre på at formuesskatten virker nøytral når norske og utenlandske investorer skal regne på hva de er villig til å betale for å kjøpe seg inn i en norsk bedrift (Johnsen og Tollersrud, 2021). Dette støttes av forskningen til Bjerksund og Schjelderup (2021) som finner at forskjeller i formuesskatt mellom land ikke påvirker kjøp og salg av bedrifter. Forskningen viser videre at norske og utenlandske investorer verdsetter de samme prosjektene likt. Det vil si at de kommer frem til samme nåverdi for det samme prosjektet. Forklaringen på dette er at den norske investoren får, som følge av formuesskatten, en lavere fremtidig kontantstrøm samtidig som det medfører at alternativavkastningen også er lavere. Disse to effektene vil derfor utligne hverandre, ettersom det er alternativavkastningen som bestemmer aktørens kapitalkostnad. Forklart på en annen måte får den norske investor formuesskatt uansett hvordan han velger å investere formuen sin, og alternativene hans til å investere et annet sted vil følgelig også beskattes av formuesskatten. Dette medfører at den norske investoren får en lavere alternativkostnad, ettersom alternativkostnaden reduseres tilsvarende formuesskatten, og det er alternativkostnaden som bestemmer investorens kapitalkostnad, altså kravet til avkastning på prosjektet.

---

Dersom en norsk bedrift tilbys for salg viser forskningen oss at den norske og den utenlandske investoren verdsetter denne bedriften likt, og at de har den samme betalingsviljen for bedriften i en budgivningsprosess. Men dersom de to investorene hadde samme inntekt, og den norske investoren betaler formuesskatt, vil han kunne investere mindre og formuen til den utenlandske investoren vil øke raskere. Konklusjonen er at dersom vi skal sammenlikne disponibel inntekt må vi bestemme oss for hvem vi skal sammenlikne oss med, og finne ut hvilke velferdsgoder vi eventuelt skal kvitte oss med dersom vi skal ha lavere skatter. Det er imidlertid også fint å ha i bakhodet at andre land ofte har høyere skattesatser på blant annet lønnsinntekter og eiendom (Bjerksund og Schjelderup, 2021).

### **3. Oppdrettsnæringen**

#### **3.1 Havbruksnæringen**

Norge forvalter noen av verdens største og mest produktive kyst- og havområder. En lang og beskyttet kystlinje, dype fjorder, rent hav med stor vannutsiftning og god vannkvalitet setter landet i en unik posisjon for produksjon av oppdrettslaks (Ot.prp. Nr. 61 (2004-2005)). Fra starten av 1970-tallet og frem til i dag har havbruksnæringen vokst frem til å bli en av Norges viktigste eksportnæringer som leverer produkter til et globalt marked. Stadig økning i global befolkningsvekst og kjøpekraft, samt økt interesse for sjømat globalt er faktorer som har lagt til rette for vekst i eksportnæringen av sjømat de siste årene. I 2018 ble det produsert omkring 1,3 millioner tonn matfisk av laks, ørret og regnbueørret i Norge, mens det til sammenlikning ble produsert omkring 150 000 tonn i 1990. Produksjonsveksten har imidlertid stagnert de siste årene, mye grunnet begrensede muligheter for kapasitetsøkninger, som igjen er forankret i miljømessige hensyn (NOU 2019: 18, s. 123-124).

Tidligere var næringen preget av mange små, lokale aktører, men de senere årene har næringen gjennomgått en betydelig omstrukturering. Antallet konsesjoner i næringen og dermed produksjonspotensial har økt, mens antallet aktører har blitt betydelig redusert. Ifølge en rapport utarbeidet av Nyrud og Mikkelsen (2021) er det nå færre og større aktører som dominerer, og per 2021 var det 122 norske oppdrettsselskaper, hvorav hele 73 prosent av de var familieeide. Næringen bærer også preg av økt konsentrasjon, og de ti største aktørene kontrollerer per 2022 omtrent to tredjedeler av produksjonen. Med blant annet sitt

---

vekstpotesial og forlokkende superprofitt preges oppdrettsnæringen også av en stadig økt interesse hos internasjonale investorer, og i 2021 eide utenlandske aksjonærer omkring 31 prosent av total tillatelseskapasitet i Norge. Likevel bærer de fleste av landets oppdrettsselskaper preg av norsk majoritetsseierskap med et fåtall hovedaksjonærer (Nyrud og Mikkelsen, 2021; NOU 2019: 18, s.10-11).

## 3.2 Verdsettelse i oppdrettsnæringen

Formuesbeskatningen for eiere av oppdrettsselskaper følger hovedregelen i skatteloven (1999, § 4-1), hvor det fremgår at skattepliktig formue fastsettes til omsetningsverdi. I kapittel 2 beskrev vi at beregningen av formuesverdien til unoterte selskap baserer seg på regler og retningslinjer som medfører at de får en betydelig verdsettelsesrabatt i forhold til noterte selskap. Dette vil også være tilfellet for de unoterte selskapene i oppdrettsnæringen. I tillegg til at unoterte oppdrettsselskap har denne verdsettelsesrabatten i utgangspunktet, har den ubegrunnede forskjellsbehandlingen for formuesbeskatning av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998 også bidratt til en ytterligere rabatt.

### 3.2.1 Konsesjoner

Akvakultur har siden 1973 vært en tillatelsesbasert næring. Når du innehar en tillatelse for å drive akvakultur, altså en konsesjon, gir det deg rett til å drive produksjon av bestemte arter på avgrensede områder (lokaliteter), med de til enhver tid fastsatte begrensninger av konsesjonens omfang jf. akvakulturloven (2005, §5 (1)). Av akvakulturloven (2005, §4 (2)) fremgår det at ingen kan drive akvakultur uten å være registrert som innehaver av akvakulturtillatelse i akvakulturregisteret. Med andre ord innebærer konsesjoner at innehaver har blitt tildelt et gode som gir muligheten til å drive eksklusiv drift på allmennhetens areal. Konsesjoner anses som egne formuesobjekter og skal dermed verdsettes og formuesbeskattes separat. Oslo Børs har også konkludert med at konsesjonene ikke har en begrenset økonomisk levetid, og de skal derfor ikke avskrives i selskapenes regnskaper (Prop.1 LS (2022-2023), s.120).

Hver konsesjon er avgrenset til et visst antall tonn fisk, kalt maksimalt tillatt biomasse (MTB), og er knyttet til én eller flere lokaliteter, hvor en lokalitet er et fysisk sjøareal langs

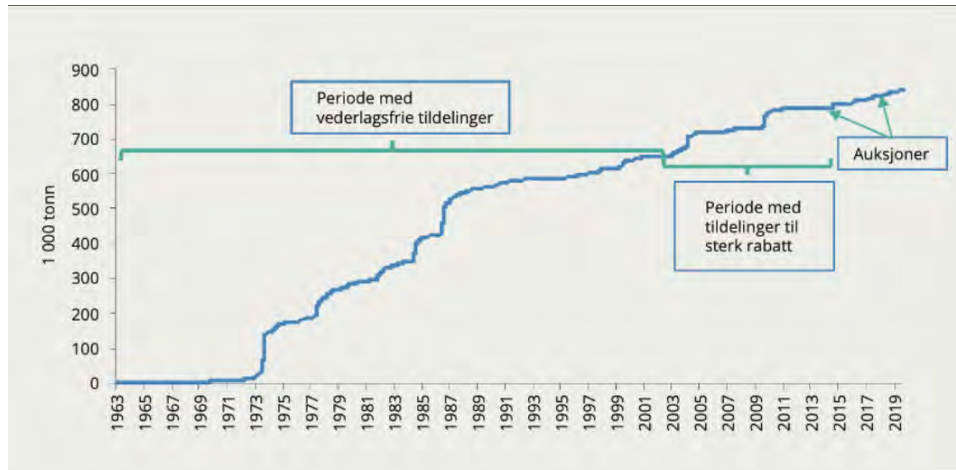
---

norskekysten. MTB innebærer at oppdretteren ikke kan ha stående en biomasse i sjø som overstiger konsesjonens pålydende. Bakgrunnen for å opprettholde krav om tillatelse for å drive akvakultur er å ivareta overordnede samfunnsmessige hensyn. Blant disse er miljø og optimal bruk av kystsonen hensyn som skal ivaretas både ved etablering, drift og avvikling av akvakultur. Ved konsesjonsordningene kan myndighetene styre aktivitetsnivået i næringen og dermed kontrollere nivået på virksomhetens negative eksterne effekter ved å begrense antall konsesjoner, samtidig som de kan allokere konsesjonene på en måte de finner mest hensiktsmessig (Eide et. al, 2021).

Tidligere ble konsesjonene tildelt uten krav om vederlag, og først i 2002 ble det adgang for at myndighetene kunne kreve dette. Det var en konsekvens av et politisk ønske om å bygge opp en ny distriktsnæring, samt at man så det som uheldig at konsesjoner skulle tildeles vederlagsfritt for så i neste omgang å kunne overdras med stor fortjeneste. I begynnelsen var vederlagene i hovedsak basert på fastpriser, men i de senere år har auksjoner blitt stadig mer benyttet, hvor den første auksjonen for oppdrettskonsesjoner ble gjennomført i 2018 (Fiskeri og kystdepartementet, 2004, s. 31). Per 2022 er omkring 80 prosent av den totale tillatelseskapasiteten tildelt vederlagsfritt, omkring 17 prosent til fastpris og bare omkring tre prosent er tildelt til markedspris gjennom auksjoner (NOU 2019: 18, s. 44 – 47).

Figur 2 oppsummerer tildelingen av konsesjoner over tid. Her kommer det tydelig frem at en stor andel av de totale konsesjonene er tildelt vederlagsfritt eller til sterkt rabatterte priser. Den blå linjen illustrer hvor mange tonn laks som ble solgt i hvert av årene, hvor y-aksen representerer tonn og x-aksen representerer perioden 1963-2019. Den grønne linjen illustrerer hvilke år som tilhørte perioden med vederlagsfrie tildelinger og perioden med tildelinger til sterk rabatt.





Figur 2: Tildeling av havbruksstillatelser over tid. Akkumulert maksimalt tillatt biomasse. 1663-2019. 1 000 tonn<sup>1</sup>.

Kilde: Fiskeridirektoratet

### 3.2.2 Tidligere verdsettelsesregler i oppdrettsnæringen

Konsesjoner er immaterielle eiendeler med økonomisk verdi og er derfor et formuesobjekt som skal inngå i formuesskattegrunnlaget jf. sktl. § 4-1. Skatteetaten har i sin praksis likevel gitt unntak for formuesskatteplikt for konsesjoner som er ervervet før 1998. Dette har ikke fremgått av skatteloven, men har vært lagt til grunn av Skatte-ABC<sup>2</sup> siden 1999. Denne praksisen er i utgangspunktet ubegrunnet, men Finansdepartementet skriver i sin proposisjon om skatter, avgifter og toll fra 2021 at det trolig var administrative hensyn som var begrunnelsen (Prop.1 LS (2021-2022)).

Markedsverdien av eiendelene til unoterte selskap er ikke synlig gjennom aksjekurs og verdsettelsen av formuesverdien baserer seg derfor i praksis på balanseførte verdier. Unoterte selskaper rapporterer gjerne de bokførte verdiene til kostpris, altså hva de en gang betalte for eiendelene. Som vi illustrerte i forrige delkapittel har en stor andel av konsesjonene blitt tildelt til svært lave vederlag, som igjen resulterer i lave kostpriser og dermed lave formuesverdier.

<sup>1</sup> Det ble ikke gjennomført noen auksjon av konsesjoner i 2015 selv om det fremkommer av figuren. Det ble imidlertid vedtatt at auksjoner skulle benyttes for tildeling av konsesjoner dette året.

<sup>2</sup> Skatte-ABC er en håndbok som inneholder tolkning og forklaring av skattereglene

---

Unoterte selskap har dermed inkludert svært lave verdier for konsesjonene sine i balansen, selv om reell markedsverdi av konsesjonen gjerne er mange titalls millioner kroner. Dermed unngår de store summer i formuesskatt. I tillegg til dette har også konsesjoner ervervet før 1998 blitt utelatt helt fra formuesbeskatningen, og i praksis betales det dermed ikke formuesskatt på disse.

Dette vil være til ugunst for unoterte selskap med konsesjoner ervervet etter 1998 ettersom disse selskapene i større grad har blitt formuesbeskattet enn selskaper med konsesjoner ervervet før 1998. Det vil også være til ugunst for noterte selskap uavhengig av når deres konsesjoner er ervervet ettersom alle eierandelene i noterte selskap fastsettes til reell markedsverdi ved pålydende aksjekurs. Deres konsesjoner vil dermed ikke fastsettes til en lav bokført verdi som hos unoterte selskap, og vil dermed ikke ha denne manglende skattleggingen.

### **3.2.3 Endringer av verdsettelsesregler i oppdrettsnæringen**

Finansdepartementet skriver til Stortinget i sin proposisjon om skatter, avgifter og toll fra 2021 at skillet i formuesskatteplikt for konsesjoner ervervet før og etter 1998 er svakt begrunnet og vilkårlig favoriserer skattytere som eier eldre konsesjoner. De hevder videre at praksisen ikke bør videreføres, da den utviklet seg i en tid da skattemessig behandling av konsesjoner generelt, og formuesbeskatningen av disse spesielt, var uavklart. Med virkning fra 1. januar 2022 ble det gjort endringer i skatteloven §4-54 om akvakultur- og fiskeritillatelser, hvor det nå fremgår at “konsesjoner er skattepliktig uten hensyn til når tillatelsen ble ervervet.”. Forslaget skal bøte på den urimelige forskjellsbehandlingen til ugunst for noterte selskap generelt, og unoterte selskap med konsesjoner ervervet etter 1998.

Noterte selskap vil ikke bli påvirket av lovendringen ettersom de betaler formuesskatt med pålydende kursverdi som verdsettelsesgrunnlag. Denne lovendringen vil kun få betydning for unoterte selskaper og private eiere av konsesjoner, da i overkant av 25 prosent av disse er ervervet før 1998, og dermed har blitt holdt utenfor formuesbeskatning frem til i år. Det anslås at endringene vil øke provenyet til stat og kommune med en anslått helårseffekt på om lag 260 millioner kroner. For å sikre likebehandling av unoterte og noterte selskap, er det også viktig

---

at unoterte selskap fører korrekt rapportering av formuesverdier. Departementet vil derfor utarbeide veiledningsmateriale for verdsettelsen av konsesjoner, som igjen skal kunne bidra til riktigere verdsettelse og til å styrke skattegrunnlaget. Departementet fastslår at auksjonsprisene på konsesjoner vil være et godt utgangspunkt for markedsverdi. At konsesjonene nå skal verdsettes til markedsverdi, og ikke kostpris som tidligere, vil medføre en økt formuesverdi for alle unoterte oppdrettselskap som innehar konsesjoner ervervet utenfor auksjon (Prop.1 LS (2021-2022)).

### 3.3 Auksjoner av oppdrettskonesjoner

Det argumenteres for at auksjonsprisene i et velfungerende auksjonssystem vil være et godt estimat for verdien av konsesjoner ettersom det hensyntar variasjonen i inntjeningspotensialet, og dermed verdien til de ulike konsesjonene. Departementet mener derfor at prisen oppnådd på siste auksjon for det aktuelle produksjonsområdet skal benyttes ved fastsetting av formuesverdien av oppdrettskonesjoner ettersom det vil reflektere markedsprisen. For alle tidligere konsesjoner som ikke er tildelt gjennom auksjon skal man ta utgangspunkt i auksjonspriser for nærliggende områder. Ved å selge konsesjoner til høystbydende allokeres konsesjonene til de aktørene som kan drive best, i tillegg til at provenyet fra vederlagsordningene er maksimert (Prop.1 LS (2021-2022)).

#### 3.3.1 Auksjonssystemet

Auksjonssystemet for konsesjoner baserer seg på Nærings- og fiskeridepartementets auksjonsforskrift. Det fremgår av auksjonsforskriften 2022 §5, at det innenfor hvert produksjonsområde auksjoneres bort et ubestemt antall tonn produksjonskapasitet til akvakultur med laks, ørret og regnbueørret. Systemet innebærer at konsesjonene deles inn i ulike produksjonsområder hvor næringens miljøpåvirkning vurderes innenfor hvert av disse. Dersom miljøpåvirkningen i området er akseptabel, kategoriseres det som grønt, og næringen vil kunne tilby en gitt vekst i det bestemte området.

Auksjonen er nettbasert og gjennomføres som en åpen, simultan klokkeauksjon. Det gjennomføres først en tildelingsrunde i de grønne områdene basert på fastpris, hvor allerede

---

etablerte aktører i området får tilbud om å øke kapasiteten i sine områder. Etter fastpristildelingen tildeles resterende kapasitet gjennom auksjon. En simultan klokkeauksjon går over flere budrunder. Det foregår slik at det ved hvert produksjonsområde settes en startpris per tonn produksjonskapasitet. Budgiverne angir hvor mange tonn produksjonskapasitet de er villige til å kjøpe til angitt pris. En ny runde med økt pris per tonn produksjonskapasitet vil forekomme dersom etterspørselen i tonn er høyere enn antallet tonn tilgjengelig i ett eller flere produksjonsområder. Dette foregår helt til etterspørselen er lik eller mindre enn den tilgjengelige produksjonskapasiteten i alle produksjonsområdene. Dersom det gjenstår kapasitet etter den alminnelige klokkeauksjonen, kan kapasiteten tilbys gjennom avslutningsbud (exit-bud). Avslutningsbud gir budgivere som reduserer sin totale etterspørsel i løpet av auksjonen mulighet til å gi tilleggsbud. Dette gir økt fleksibilitet for budgiverne og reduserer risikoen for at auksjonen avsluttes med usolgt kapasitet (auksjonsforskrift, 2022, §5; Fiskeridirektoratet, u.å.)

### 3.3.2 Auksjonsteori

En auksjon er en regelbasert mekanisme som bestemmer fordelingen og prisen av en vare på bakgrunn av bud fra auksjonsdeltagerne. Auksjoner er enkelt forklart prisoppdagelse i praksis, som fører til at prisene i et marked reflekterer den tilgjengelige informasjonen som potensielle kjøpere og selgere har (Aas, 2020). Ved å innføre auksjoner av konsesjonene i oppdrettsnæringen ble vederlaget for konsesjonene basert på aktørenes egne vurderinger av konsesjonens verdi, og prisen vil dermed tilsvare den faktiske markedsverdien.

Konsesjonene kommer med ulike geografiske avgrensninger og stedbundne forhold som blant annet sjøtemperatur, biologisk situasjon og infrastruktur, som alt vil bidra til å påvirke verdien av det enkelte området. Slike forskjeller legger grunnlag for at konsesjonene verdsettes ulikt ettersom enkelte aktører vil ha høyere betalingsvillighet for den gitte konsesjonen enn andre aktører. Blant annet er for eksempel produksjonsområder som Vestfjorden og Vesterålen i Nord-Norge godt egnet til oppdrett av laks, og auksjonsprisene fra auksjonen i 2020 var her på rundt 250 000 kroner per tonn, mens Ryfylke på Sørlandet hadde en auksjonspris på rundt 156 000 kroner per tonn samme år. (Fiskeridirektoratet, 2022). Ulikheten i auksjonspris på konsesjonene ble hensyntatt ved valg av auksjonsformat, med sikte på at de aktørene som har størst etterspørsel etter produksjonskapasitet vinner frem. Det aktøren med høyest

---

betalingsvillighet ender opp med å betale for konsesjonen vil dermed tilsvare markedsprisen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020).

Det finnes to hovedtyper auksjoner; engelsk auksjon og hollandsk auksjon. Den engelske auksjonen baserer seg på økende bud, hvor budgiverne står fritt til å justere sitt bud oppover. Når deltakerne ikke lenger ønsker å by over siste bud, er vinneren av auksjonen den som la inn det siste budet. Hollandsk auksjon baserer seg på en åpen auksjon med fallende pris, hvor en høy åpningspris trinnvis settes ned til første deltaker aksepterer den. Auksjonen av konsesjoner i oppdrettsnæringen baserer seg på prinsippene for en engelsk auksjon og betegnes mer spesifikt som en åpen, simultan klokkeauksjon. Dette er fordelaktig ettersom det tilrettelegger for at budgiverne kan justere sin etterspørsel i et produksjonsområde avhengig av utviklingen av auksjonen i andre produksjonsområder. Denne typen auksjoner legger også til rette for at det gis prisinformasjon i løpet av auksjonen. Forventningene om utviklingen av lakseprisene utgjør en sentral del av verdien av produksjonskapasiteten i konsesjonen ettersom det regulerer hvor stor inntjening selskapet får ved å eie konsesjonen i fremtiden. Markedsverdien av oljefelt blir også fastsatt basert på auksjonspris og i likhet med auksjoner av oljefelt hvor det er knyttet stor usikkerhet til funn og fremtidig profitt, innebærer også verdien av produksjonskapasiteten i oppdrettsområdene en ukjent verdi som er felles for budgiverne. Dette taler for at budgiverne vil dra nytte av en auksjonsform hvor det avgis prisinformasjon underveis (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020, s. 5-6).

En risiko ved slike auksjoner med usikker verdi, hvor objektet i større eller mindre grad er av felles verdi for auksjonsdeltakerne er det som kalles «winners curse» eller «vinnerens forbannelse». Vinnerens forbannelse oppstår dersom noen byr over den reelle verdien på et objekt med usikker verdi, noe som kan oppstå når kjøperen har for lite informasjon. Den reelle verdien av konsesjonen baserer seg gjerne på avkastningen konsesjonen vil generere for selskapet i fremtiden. Ettersom auksjonen av konsesjoner i stor grad baserer seg på en felles, men ukjent verdi for oppdrettsselskapene vil det være interessant for budgiverne å vite hvilken fremtidig verdi konkurrentene estimerer for konsesjonen.

En intuitiv strategi for et oppdrettsselskap i en auksjonssituasjon vil være å delta i auksjonen frem til den estimerte verdien de har beregnet for forventet avkastning på konsesjonen nås.

---

Dersom alle auksjonsdeltakerne benyttet denne strategien vil vinneren av konsesjonen være selskapet som har beregnet høyest forventet avkastning på konsesjonen. Problemet knyttet til “vinnerens forbannelse” oppstår når noen har mer informasjon om konsesjonens verdi enn andre. Årsaken til at noen kan sitte på mer informasjon kan for eksempel være en følge av tidligere erfaring med produksjonsområdet eller lenger erfaring i bransjen. Dersom auksjonsdeltakeren med mindre informasjon legger inn et høyere bud enn auksjonsdeltakeren med mer informasjon kan det føre til vinnerens forbannelse ved at konsesjonen vil generere mindre profitt enn vinneren estimerte at den ville gjøre. Vinneren, som var auksjonsdeltakeren med mindre informasjon vil ha overestimert gevinsten konsesjonen vil gi. Dermed kan det være fornuftig av auksjonsdeltakerne å nedjustere sin forventede avkastning på konsesjonen, og dermed budene underveis i auksjonen dersom deltakeren registrerer at andre budgivere med mer informasjon verdsetter konsesjonen til en lavere pris enn en selv har beregnet (Stranden, 2020).

Vinnerens forbannelse kan også oppstå dersom en aktør verdsetter konsesjonen høyere enn andre, for eksempel fordi selskapet har konsesjoner i området fra før, eller andre faktorer som vil medføre synergieffekter for selskapet. Da vil denne aktøren være villig til å betale mer for konsesjonen enn andre ettersom denne aktøren kan forvente en høyere avkastning på konsesjonen enn hva andre aktører kan forvente. Dersom auksjonsdeltakerne uten disse synergieffektene forsøker å tilpasse seg prisen til denne aktøren, og dermed ender med å gi høyeste bud ettersom han får inntrykk av at konsesjonens verdi er høyere enn den faktisk vil være for han, ender det i vinnerens forbannelse. Vinnerens forbannelse vil altså kunne føre til at vinneren av konsesjonen vil sitte igjen med negativ profitt ettersom deltakeren overestimerte gevinsten konsesjonen ville gi. Vinnerens forbannelse kan tale for at auksjonsprisene for konsesjonene kan reflektere en høyere verdi enn reell markedsverdi, og at det nest høyeste budet kanskje kan indikere en mer riktig markedspris i slike tilfeller med skjev informasjon (Stranden, 2020).

Selv med begrenset informasjon om konsesjonenes verdi og fremtidig avkastning, samt vinnerens forbannelse tatt i betraktning kan auksjonspris på siste oppnådd auksjon i produksjonsområdet sies å gi en pris som er tilnærmet lik det markedet verdsetter konsesjonene til. Det er imidlertid også det eneste prinsippet man har for å kunne finne

---

markedsverdi for en slik konsesjon.

## 3.4 Grunnrenteskatt

### 3.4.1 Grunnrenteskatt i oppdrettsnæringen

Grunnrentebeskatning har vært et mye omtalt tema den siste tiden etter at regjeringen i oktober 2022 foreslo å innføre en grunnrenteskatt på 40 prosent på norsk havbruk fra og med 1. januar 2023. Norge er blant landene med de beste klimatiske forholdene for oppdrett av matfisk, og statistisk sentralbyrå har påvist at det har foreligget betydelig grunnrente i havbruksnæringen over flere år. Grunnrente er merinntekten en får av å disponere en naturressurs, eller med andre ord; det man tjener utover det man normalt ville ha tjent ved å investere realkapital og humankapital i andre virksomheter (Greaker og Lindholt, 2022). Som vi nærmere beskrev i delkapittel 3.2.1 deler staten ut retten til å utnytte slike begrensede ressurser gjennom konsesjoner, og tar deretter ofte inn en betydelig del av inntektene gjennom ulike skatte- og avgiftsordninger.

Petroleumsnæringen er en av næringene som i lang tid har betalt grunnrenteskatt, og som i stor grad har bidratt til den velferdsstaten vi har i Norge i dag. Tillatelser oppdrettsselskapene har hatt til å utnytte fellesressurser har i motsetning til i oljenæringen vært unntatt fra grunnrenteskatt frem til nå, noe som dermed har gitt opphav til noen av de største private formuene i Norge (Thomassen, 2022). Grunnrenteskatten skal utformes som en kontantstrømskatt, noe som innebærer at inntektene og investeringene skattlegges løpende i det året de innvinnes. Oppdrettsnæringen i Norge har de siste 20-30 årene hatt en fantastisk utvikling, hvor landet har klart å befeste norsk laks som et kvalitetsstempel i store deler av verden. Salgsøkningen i næringen har vært stor, og fortjenestemarginene har vært meget gode. I perioden 2005 til 2021 har sjømatindeksen på Oslo børs hatt en økning på 1 532 prosent, mens Oslo børs hovedindeks i samme periode har hatt en økning på 408 prosent. Dette beviser at sjømatnæringen har hatt en særdeles god vekst i perioden og at selskapene i næringen har hatt en betydelig bedre verdiutvikling enn gjennomsnittsselskapet på Oslo Børs.

---

Naturressursene har i mange år lagt til rette for at eierne av konsesjoner har fått tilgang til svært høye inntekter og avkastning på deres investeringer, langt over avkastningen på investeringer ellers i økonomien. Avkastninger som dette kalles superprofitt, og i norsk sammenheng brukes grunnrentebegrepet synonymt med slik superprofitt på naturressurser (Thomassen, 2022). Grunnrente kan med andre ord gi fellesskapet skatteinntekter uten effektivitetstap ved at den beskatter oppnådd superprofitt. Selv om samlet skattenivå blir høyere med grunnrenteskatt, vil selskapene ha insentiv til å gjennomføre lønnsomme investeringer så lenge skatten er nøytralt utformet. Gjennom sine investeringsvalg vil selskapene maksimere verdien av virksomheten, og en proporsjonal skatt på denne verdien vil ikke endre selskapenes tilpasning. Dette innebærer at grunnrenteskatten, som en overskuddsskatt, ikke skal hindre at lønnsomme prosjekter blir gjennomført. Grunnrenteskatten kan sådan betegnes som en nøytral skatt, og inntekter fra slike skatter kan isolert sett redusere behovet for skatter som bidrar til dårligere ressursbruk, slik som blant annet formuesskatten. I forslaget til statsbudsjettet for 2023 argumenteres det også for at grunnrenteskatt gjør det mulig å ha et høyt skattenivå uten at investeringer flyttes ut av landet, ettersom faktorene som gir opphav til grunnrenten er stedbundne i Norge. Hvis et selskap flytter ut av landet eller på annen måte flytter produksjonen, kan en annen aktør overta de stedbundne faktorene (Prop1. LS (2022-2023)).

### **3.4.2 Grunnrenteskattens påvirkning på formuesskatten**

Da forslaget om innføringen av grunnrenteskatt ble annonsert, raste aksjekursen<sup>3</sup> hos norske oppdrettsselskaper på Oslo Børs. Grunnrenteskatten vil redusere oppdrettsselskapenes fremtidige kontantstrømmer ved at overskuddet som genereres reduseres tilsvarende grunnrenteskatten. Dette resulterer igjen i lavere formuesskatt ettersom markedsverdi utgjør formuesskattegrunnlaget for noterte selskap. Oppdrettsselskapet SalMar og hovedaksjonær Gustav Witzøe måtte se verdien av SalMar-aksjer falle med 30,3 prosent, som tilsvarer nærmere syv milliarder kroner ved kunngjøringen av forslaget om grunnrenteskatt, skriver Nettavisen. De eksemplifiserer videre at dersom børsverdien faller med en milliard kroner, sparer milliardærer som Witzøe, 11 millioner i formuesskatt ved årets satser og regler, noe

---

<sup>3</sup> Aksjekursen er prisen på en aksje. Kursen vil avhenge av hva kjøper er villig til å gi for aksjen, og hva selger er villig til å selge aksjen for.



---

som bidrar med å dempe den totale skatteregningen. Witzøe kan dermed regne med å spare omkring 76 millioner i formuesskatt basert på dette (Revfem og Ghaderi, 2022).

Ettersom unoterte selskap får fastsatt sin formuesverdi basert på bokført verdi av identifiserbare eiendeler, og ikke basert på markedsverdi slik som noterte selskap, vil de ikke få denne umiddelbare effekten av grunnrenteskatten. Forventet avkastning, og dermed fremtidige kontantstrømmer vil imidlertid også for unoterte selskap reduseres betraktelig grunnet lavere forventede overskudd etter grunnrentebeskatning, noe som vil bli synlig ved en eventuell emisjon eller salg.

En måte grunnrenteskatten vil påvirke formuesskatten for eiere av oppdrettsselskaper har høsten 2022 vist seg å være gjennom auksjonspriser. Ved auksjonen som ble gjennomført i 2022, etter forslaget om innføring av grunnrenteskatt, kunne man registrere at auksjonsprisene for konsesjonene ble betydelig lavere sammenlignet med prisene fra tidligere auksjoner. Dette kan begrunnes med at selskapene nå får en mindre forventet avkastning på konsesjonene enn tidligere ettersom den forventede avkastningen er redusert tilsvarende grunnrenten, dermed er de ikke lenger villige til å betale den samme prisen som tidligere. De siste tiårene har vi sett en stor vilje hos investorer til å investere i havbruk ettersom det har vært en svært lønnsom bransje. Grunnet usikkerheten næringen i 2022 står ovenfor med blant annet innføring av nye regler for formuesbeskatning og grunnrenteskatt, registrerte man store reduksjoner i etterspørselen etter auksjoner på siste auksjon i 2022, som igjen medførte lavere konsesjonspriser enn ved tidligere auksjoner.

For auksjonen 2020 ble det solgt konsesjoner for en samlet verdi på 6,9 milliarder kroner, mens auksjonen i 2022 endte med en samlet verdi 3,8 milliarder (Guttormsen, 2022). Produksjonsområder som i 2020 hadde en pris per tonn på rundt 250 000 kroner, ble nå solgt for rundt 150 000 kroner per tonn (Fiskeridirektoratet, 2022). Konsesjoner utgjør en stor andel av eiendelene til selskaper i oppdrettsnæringen, og ettersom auksjonspris er verdsettelsesgrunnlaget for konsesjoner, vil en reduksjon av auksjonsprisen kunne medføre en betydelig reduksjon i formuesverdien til oppdrettsselskapene. Dette resulterer videre i en reduksjon av formuesskatten for eierne av selskapene. Videre har ikke alle områder per 2022 hatt auksjoner etter at grunnrenteskatten ble varslet. Disse områdene vil da verdsettes etter

tidligere auksjon med samme rammebetingelser.

## 4. Metode

I dette kapittelet gjennomgås metodene som benyttes i analysene i vår masterutredning. Formålet med vår utredning er å finne om det er en kausalitet mellom formuesskatten og selskapenes økonomiske stilling.

### 4.1 Case-studie

Vår oppgave baserer seg på en casestudie av de fire unoterte oppdrettsselskapene; Nordlaks AS, Tysnes Fjordbruk AS, Måsøval AS og Eide Fjordbruk AS. Etersom vi inkluderer fire selskaper i studien defineres det som en flercasestudie. Med utgangspunktet i casestudien av disse fire selskapene ønsker vi å besvare hvorvidt lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner vil føre til økonomiske utfordringer for oppdrettsselskap ved at eierne ser seg nødt til å ta ut store utbytter for å betale den. Ved hjelp av et kvantitativt datagrunnlag bestående av regnskapstall, supplert med kvalitative data, vil en case-studie gi oss mulighet til å gå i dybden på de fire selskapene og gi oss en grundigere forståelse av forskningsområdet. Målet er, med bakgrunn i casestudien av de fire selskapene, å kunne generalisere funnene våre til å gjelde unoterte oppdrettsselskaper generelt.

I utredningen vil vi se på sammenhengene mellom formuesskatten selskapene utløser for sine eiere og selskapenes finansielle situasjon. Vi vil gjennomføre en nøkkeltallanalyse for så å kunne analysere hvorvidt formuesskatten har vært tyngende på selskapene i perioden. Vi vil også analysere hvordan de gamle verdsettingsreglene for formuesbeskatning av konsesjoner har påvirket oppdrettsselskapene frem til 2022, og hvordan de nye verdsettelsesreglene for formuesbeskatning av konsesjoner vil påvirke oppdrettsselskapene fremover. For å belyse resultatene våre vil vi benytte deskriptiv statistikk i form av grafer og tabeller. Videre er auksjonsteori benyttet for verdsettelse av oppdrettsselskapenes innehavende konsesjoner ved bruk av auksjonspriser. En auksjon kan defineres som en markedsløsning der et sett av regler bestemmer ressursallokeringen og prisene er basert på bud fra markedsdeltakerne (Christensen, 2009). Årsaken til at vi valgte denne verdsettelsesmetoden er at auksjonspris

---

oppnådd på siste auksjon i produksjonsområdet vil gi en pris som er tilnærmet lik det markedet verdsetter konsesjonene til. I tillegg er det denne metoden som er presentert i forskriftene tilhørende det nye reglementet om verdsettelse av konsesjonene i oppdrettsnæringen.

## 4.2 Data

Oppgaven er utformet som en form for regnskapsanalyse hvor formålet er å få konkrete tall på selskapenes finansielle situasjon i perioden 2017 til 2021. For å kunne gjennomføre nøkkeltallsanalysen gjorde vi en systematisk undersøkelse av regnskapsdata for de fire selskapene. Vi har hentet årsresultatene for de respektive selskapene for hvert år i perioden 2017 til 2021.

Analysene i vår masterutredning baserer seg på regnskapsdata og selskapsinformasjon hentet fra foretaksregisteret på nettsidene til Brønnøysundregisteret, supplert med selskapsinformasjon fra proff.no. Via skatteetatens sider hentet vi ut gjeldende skatteregler for formuesbeskatning i årene 2017 til 2021. Videre ga akvakulturregisteret oss oversikt over alle oppdrettselskapenes konsesjoner, når de ble ervervet, og maksimalt tillatt biomasse (MTB) i hver av konsesjonene. På fiskeridirektoratet sine nettsider innhentet vi informasjon om auksjonsprisene fra auksjonene gjennomført i 2018 og 2020 for hvert produksjonsområde. Det ble også gjennomført en auksjon i 2022, men auksjonsprisene oppnådd i de enkelte områdene i denne auksjonen ble publisert for sent for oss til å inkludere i beregningene i analysen. Enkelte av produksjonsområdene har ikke tilknyttede auksjonspriser, og vi tok derfor utgangspunkt i auksjonsprisen for nærliggende områder. På Euronext growth-listene fant vi markedsverdien til Måsøval AS, som er et av selskapene i analysen som ble notert på listen i 2021. Vi anså det som interessant å analysere et selskap som var blitt notert på Euronext Growth-listen ettersom vi da fikk synliggjort markedsverdi for selskapet og kunne benytte det til å sammenlikne med selskapets oppgitte formuesverdier.

Vi benytter både primær- og sekundærdata i vår studie, ettersom det er en fordel å kombinere flere ulike datakilder for å kunne sikre en bedre dybdeforståelse (Saunders et al, 2019). Vi har benyttet tilgjengelige regnskapstall samlet inn som sekundærdata, i tillegg til at vi gjennom økonomiansvarlig i to av selskapene har fått tilgang til faktisk formuesskatt selskapene har generert i perioden, samt noe selskapsinformasjon. Sekundærdata er data som allerede er

---

samlet inn for et annet formål og kan brukes for å gi ytterligere kunnskap, tolkninger eller konklusjoner. Det er derfor svært viktig at disse dataene vurderes nøye med hensyn til å sikre validitet og reliabilitet. Dataene vi benytter kan også betegnes som tidsseriedata ettersom vi ser på utviklinger over tid og dekomponerer de underliggende variasjonene i trender (Institutt for biovitenskap, 2020).

### 4.2.1 Utvalg

Vi valgte å analysere fire selskap ettersom vi anså det som et tilstrekkelig antall for å kunne gjøre en god analyse i vår masterutredning. Av de fire selskapene har vi to selskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998, og to selskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998. Årsaken til at vi ikke analyserer flere selskaper i hver av gruppene er i hovedsak at vi ønsket å få en dypere innsikt i hvert av selskapene, hvor vi ville gå dypere inn i årsregnskapene og selskapsinformasjonen for å tilegne oss en god forståelse for bakenforliggende årsaker for utviklingene i perioden.

Ved utvelgelsen av selskap fant vi en oversikt over alle selskap med innehavende konsesjoner i akvakulturregisteret. Videre gjorde vi en bakgrunnsjekk av selskapene for å finne unoterte, norskeide selskap, med så lik selskapsstruktur som mulig. Alle selskapene i utvalget driver i bransjen “produksjon, foredling og salg av matfisk”. Vi så det også som en viktig forutsetning at alle selskapene hadde positiv bokført egenkapital i hele perioden. Alle faktorene nevnt ovenfor anså vi som viktig å legge til grunn ved utvelgelse av selskap for å kunne gjøre det mulig å sammenlikne resultatene og sikre validiteten i forskningen.

Svært få selskap har utelukkende konsesjoner ervervet enten før eller etter 1998, og vi har derfor måttet velge selskaper med *hovedvekt* av konsesjoner fra henholdsvis før og etter 1998 som sammenlikningsgrunnlag. Vi valgte selskaper på grunnlag av *når* de hadde ervervet hoveddelen av sine konsesjoner slik at vi ville få et tydelig skille mellom selskapene med hovedvekt av konsesjoner før 1998 og selskapene med hovedvekt av konsesjoner etter 1998. Vi prioriterte dette fremfor å finne selskaper med lik størrelse ettersom vi uansett benytter oss av forholdstall i vår analyse.

### **4.2.2 Analysenivå**

Fremfor å analysere konsernene i sin helhet har vi valgt å skille ut de ulike driftssegmentene fra de overordnede konsernene de er en del av. Dette gjorde vi først og fremst fordi de ulike selskapene i de forskjellige konsernene hadde svært ulike driftssegmenter, hvor vi ønsket å se på selskapet som isolert sett drev oppdrett, foredling og salg, og dermed hadde konsesjoner registrert i akvakulturregisteret. Vi har også grunn til å tro at driftssegmentene oppdrett, foredling og salg er integrerte og at det oppstår synergier mellom dem innad i hvert av selskapene. Men hensyn til disse synergiene vil vi derfor la vær å skille disse segmentene fra hverandre og heller se selskapets drift under ett.

### **4.2.3 Analyseperiode**

Vi har valgt å bruke en analyseperiode på fem år i vår utredning. Ettersom oppdrettsnæringen er en syklisk bransje hadde det kanskje i utgangspunktet vært bedre dersom vi hadde lagt til grunn en lenger periode for å fange opp eventuelle konjunkturer. Vi ser imidlertid at det i flere av selskapene vi analyserer er blitt gjort større strukturelle endringer i perioden, hvor vi blant annet observerer store endringer i forholdene i års- og balanseregnskapene ved eksempelvis betydelig opptak av gjeld og endringer i utbyttepolicy. Dette taler for å benytte en kortere analyseperiode ettersom det vil gi oss muligheten til å gå nærmere inn i hvert enkelt regnskapsår for å bedre kunne analysere årsakene for utviklingen fra år til år. Vi så det derfor som tilstrekkelig å benytte oss av et fem-års perspektiv i våre analyser.

## **4.3 Kvaliteten på forskningen**

### **4.3.1 Validitet**

Forskning med høy validitet kan defineres som forskning med høy pålitelighet. (Saunders et al., 2019). Det skilles mellom intern- og ekstern validitet. Intern validitet innebærer at studien undersøker det man faktisk har som formål å undersøke. Ekstern validitet innebærer at studiens funn kan generaliseres til andre relevante sammenhenger (Johannessen et al, 2016, s. 232). Når det gjelder ekstern validitet i utredningen er det mulig at vår estimerte effekt av formuesskatten ikke nødvendigvis er generaliserbar til andre norske unoterte oppdrettsselskaper. Det kan ha seg slik at formuesskattens effekt på selskapene vi analyserer

i liten grad er representativt for andre unoterte selskaper. Dette kan blant annet være tilfellet ettersom vi kun ser på fire selskaper som er et relativt lite utvalg, og som kun er en svært liten andel av et stort antall unoterte oppdrettsselskaper i Norge. Vi ser likevel på vårt utvalg som relativt representativt ettersom vi blant annet har inkludert selskaper av ulik størrelse i analysen. Vi mener derfor uansett at vår analyse vil være et viktig bidrag i debatten om formuesskattens påvirkning på unoterte oppdrettsselskap i Norge.

### **4.3.2 Reliabilitet**

Reliabilitet innebærer hvor pålitelige dataene vi har samlet inn er, og hvorvidt forskningsresultatene er troverdig og til å stole på. Det refererer til om undersøkelsens resultater er pålitelige, og om det vil produsere konsistente funn dersom de etterprøves av andre (Johannesen et al., 2016). For å sikre studiens reliabilitet har vi vært svært kritiske til kildene vi har hentet data fra. Brønnøysundregisteret, hvor vi har hentet det meste av datagrunnlaget, er en norsk statlig etat som driver mange av landets viktigste registre, og dataen vi har tilgang på gjennom disse registrene anser vi dermed som svært troverdige. Det samme gjelder data hentet fra skatteetaten som er en statlig etat, og for fiskeridirektoratet som er et statlig direktorat med ansvar for fiskeri og havbruksforskning og som vi derfor også anser å ha høy pålitelighet. Proff.no bruker skatteetaten og Brønnøysundregisteret som kilder og kan dermed også anses som troverdig.

## **5. Presentasjon av selskapene**

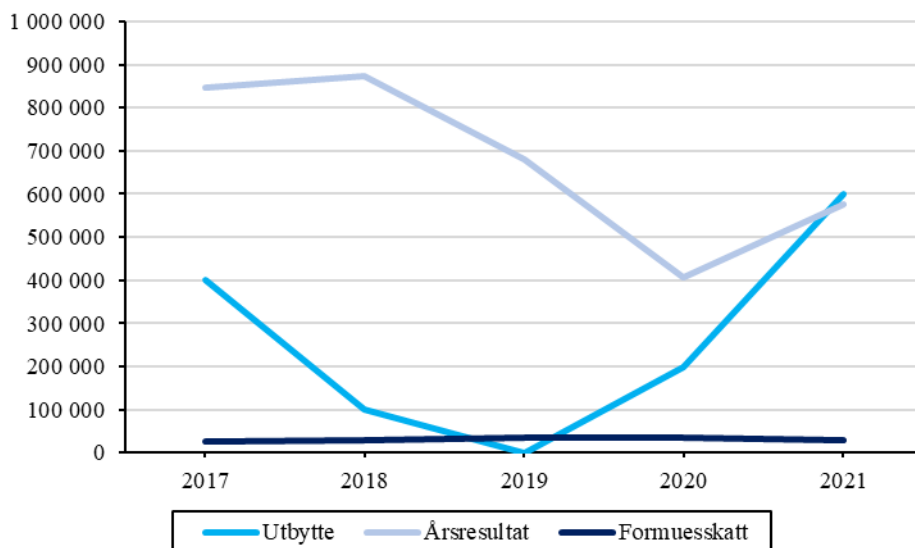
Nordlaks, Tysnes fjordbruk, Måsøval og Eide fjordbruk er fire unoterte, familieeide selskaper som driver oppdrett av matfisk, og som alle innehar konsesjoner registrert i akvakulturregisteret. Vi har delt inn selskapene i to grupper, hvor den første gruppen, som vi heretter omtaler som Gruppe 1, består av de to selskapene, Nordlaks og Tysnes, som begge har hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998. Den andre gruppen, gruppe 2, består av Måsøval og Eide og har hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998. For å gi et inntrykk av den operasjonelle driften og strukturen følger det nå en presentasjon av hvert av selskapene.

## 5.1 Nordlaks

Nordlaks ble etablert i 1989 da grunnlegger Inge Berg kjøpte sin første konsesjon på Hanøya i Vesterålen. Siden den gang har driften vokst betraktelig, og i dag er Nordlaks et av Norges største havbrukskonsern, hvor hovedvirksomheten er produksjon, foredling og salg av laks og regnbueørret. *Nordlaks oppdrett AS* er et av selskapene i Nordlaks-konsernet og er stasjonert i Stokmarknes, med drift lokalisert i to driftsområder; Nordland og Troms. Det er i dette konsernselskapet konsesjonene er registrert og hvor selve matfiskproduksjonen foregår, og er dermed det selskapet vi isolert sett analyserer. Nordlaks oppdrett AS er dermed en del av en større holdingstruktur og eies 100 prosent av morselskapet Bergs Holding AS, som igjen eies gjennom holdingselskapene til fem respektive medlemmer av familien Berg; Inge Harald, Robin Harald, Sivert, Therese og Amalie Berg. Nordlaks oppdrett AS har rundt 100 ansatte, og produserer hvert år omkring 40 000 tonn laks og ørret fordelt på 39 konsesjoner per 2022 (Nordlaks, u.å.) De kjøpte imidlertid hele 13 av de 39 konsesjonene i 2022, og ettersom analysen vår kun går frem til 2021 vil vi dermed kun medregne de 26 konsesjonene som var ervervet innen 2021 i vår analyse. Videre i utredningen vil vi omtale konsernselskapet Nordlaks oppdrett AS som “Nordlaks”.

*Tabell 3: Oversikt over Nordlaks sine konsesjoner per 2021*

Antall konsesjoner totalt	26	100 %
Antall konsesjoner ervervet før 1998	22	85 %
Antall konsesjoner ervervet etter 1998	4	15 %



Figur 3: Utviklingen i årsresultat, utbytte<sup>4</sup> og formuesskatt for Nordlaks AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen.

Tabell 4: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt i perioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
Årsresultat	847 415	873 365	679 066	407 685	577 295
Utbytte	400 000	100 000	0	200 000	600 000
Formuesverdi	3 147 325	3 333 911	4 041 470	4 087 222	3 330 688
Formuesskatt	26 752	28 338	34 352	34 741	28 311
Formuesskatt i prosent av utbytte	6,7 %	28,3 %	0,0 %	17,4 %	4,7 %

Alle tall i hele tusen. Formuesskatten er beregnet med en sats på 0,85% alle årene ettersom det har vært gjeldende sats i hele perioden.

Figur 3 illustrerer utviklingen i årsresultat og utbytte for Nordlaks i perioden 2017 til 2021. Vi ser at årsresultatet har en negativ utvikling i perioden, mens utbyttene varierer mer fra år til år, men er alltid mindre enn årsresultatet, med unntak av 2021 hvor de tar ut mer utbytte enn de hadde i årsresultat. Formuesskatten er betydelig lavere enn både utbyttene og årsresultatene i perioden. I Tabell 4 ser vi også utviklingen i selskapets formuesskatt i perioden, og at den utgjør en svært liten prosentandel av det totale utbyttet i perioden. I analysen i kapittel 7 vil vi studere denne sammenhengen mellom utbytte og formuesskatt nærmere.

<sup>4</sup> I "utbytte" inngår også konsernbidrag og tilleggsutbytter ettersom det i likhet med utbytte er midler som tas ut av driften.



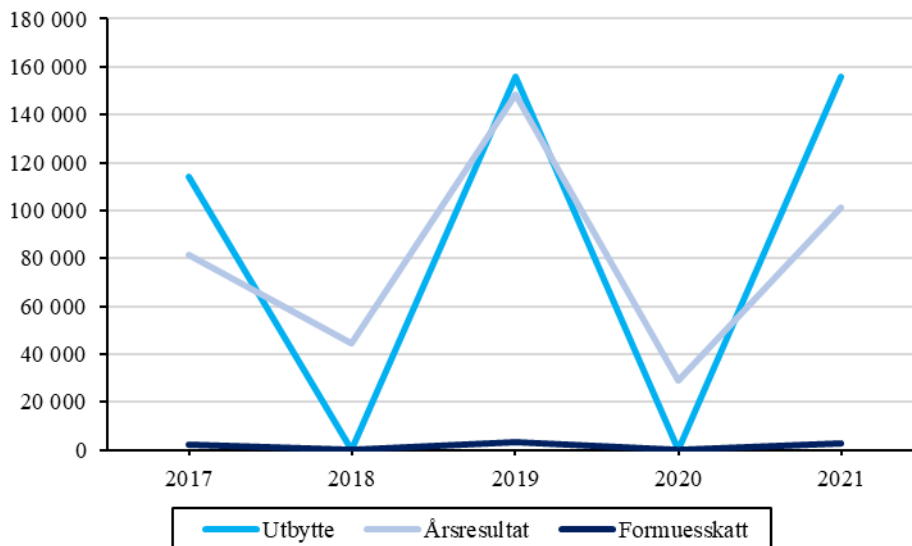
---

## 5.2 Tysnes Fjordbruk

Tysnes Fjordbruk er også en del av en større konsernstruktur. Eneier Gerhard Meidel Alsaker eier 100 prosent av holdingselskapet Meidel 99, som igjen gjennom to respektive holdingselskaper eier konsernets morselskap; Alsaker Fjordbruk. Alsaker Fjordbruk er et av de ledende oppdrettskonsernene i Norge når det gjelder produksjon av laks, og eier en rekke selskaper tilknyttet havbruk, deriblant Tysnes Fjordbruk. Tysnes Fjordbruk ble stiftet i 1997 og er som navnet tilsier stasjonert i Tysnes kommune i Vestland fylke. Selskapet driver produksjon av matfisk og er ett av flere selskap i konsernet som innehar konsesjoner. Tysnes fjordbruk har per i dag 39 ansatte og fire konsesjoner, alle ervervet før 1998, selv om selskapet ble stiftet i 1997 (Alsaker Fjordbruk, u.å.). Årsaken til dette er at Tysnes fjordbruks nåværende konsesjoner ble overdratt fra et annet selskap, og ved de tidligere reglene var ikke det å anse som en ny ervervelse, og konsesjonen endret ikke tildelingstidspunkt.

*Tabell 5: Oversikt over Tysnes sine konsesjoner per 2021*

Antall konsesjoner totalt	4	100 %
Antall konsesjoner ervervet før 1998	4	100 %
Antall konsesjoner ervervet etter 1998	0	0 %



Figur 4: Utviklingen i årsresultat, utbytte<sup>5</sup> og formuesskatt for Tysnes Fjordbruk AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen.

Tabell 6: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt for Tysnes Fjordbruk AS i perioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
Årsresultat	81 521	44 347	148 266	29 125	101 310
Utbytte	114 000	0	156 000	0	156 000
Formuesverdi	252 117	18 780	369 604	0	344 982
Formuesskatt	2 143	160	3 142	0	2 932
Formuesskatt i prosent av utbytte	1,9 %	0,0 %	2,0 %	0,0 %	1,9 %

Alle tall i hele tusen. Formuesskatten er beregnet med en sats på 0,85% alle årene ettersom det har vært gjeldende sats i hele perioden.

Av Figur 4 ser vi at både årsresultatene og utbyttene som tas ut svinger mye i perioden 2017 til 2021. Vi ser imidlertid at de svinger i takt, hvor selskapet tar ut høyere utbytte i de årene med høyt årsresultat og motsatt. Årsaken til at årsresultatene svinger såpass mye er ikke begrunnet i regnskapene, men vi vet at det er en risikofylt bransje, hvor resultatene i stor grad påvirkes av ukontrollerbare faktorer som laksepris, fiskesykdommer, større angrep av lakselus enkelte år, samt store variasjoner i produksjonskostnader. Dette vil vi komme mer inn på under

<sup>5</sup> I "utbytte" inngår også konsernbidrag og tilleggsutbytter ettersom det i likhet med utbytte er midler som tas ut av driften.

---

nøkkeltallsanalysen i neste kapittel. Tysnes har en gjennomsnittlig utbytterate<sup>6</sup> på 80 prosent i perioden, noe som er svært høyt, og i tre av fem år tar de ut høyere utbytte enn størrelsen på årsresultatet. Også hos Tysnes ser vi at den totale formuesskatten selskapet utløser for sine eiere kun utgjør en veldig liten del av det totale utbyttet de respektive årene.

### 5.3 Måsøval

Måsøval fiskeoppdrett AS, med juridisk navn; Måsøval AS, ble startet i 1973 av Edvin Måsøval og hans to sønner Bjørn og Karsten Måsøval. Per 2022 drives Måsøval AS av brødrene Lars og Anders som er tredjegenarasjonseiere. Gjennom hvert sitt respektive holdingselskap eier de 99 prosent av selskapet Måsøval Eiendom, som igjen eier 70 prosent av oppdrettsselskapet Måsøval AS. I 2021 ble selskapet notert på Euronext growth-listen. Euronext growth er en markeds plass for notering og handel med aksjer og egenkapitalbevis, hvor kravene for notering er mindre omfattende enn på Oslo Børs (Skatte-ABC, 3.15 Euronext Growth, 2022). Det er altså en form for børsnotering, hvor selskapene som er notert får tilgang på eksterne investorer. De resterende 30 prosentene av Måsøval AS eies dermed av øvrige aksjonærer og verdipapirfond gjennom Euronext growth-listen. Selskapet har per i dag en markedsverdi på Euronext growth-listen på 3,7 milliarder kroner, men i henhold til Skatte-ABC skal skattemessig formue for aksjonærene i selskaper som handles på Euronext Growth fastsettes etter reglene for unoterte aksjer. Noteringen av selskapet vil imidlertid i liten grad ha noen innvirkning på vår analyse, ettersom dette skjedde det siste året i vår analyseperiode.

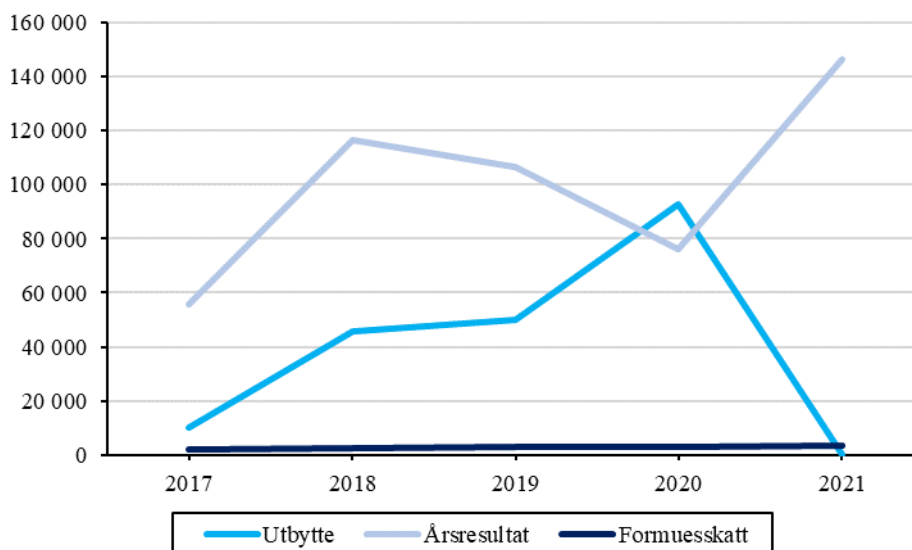
Måsøval er i dag et stort konsern i sterk vekst, med hovedkontor på Frøya på Trøndelagskysten. Måsøval AS, som er selskapet vi isolert sett analyserer, driver produksjon av matfisk, hvor de i 2021 produserte over 15 000 tonn matfisk. Per 2022 har selskapet 133 ansatte, og eier 11 andre datterselskap. Det er i Måsøval AS konsesjonene ligger, hvor de per 2021 har totalt 16 konsesjoner i Trøndelag fylke, hvor hovedvekten av de er ervervet etter 1998 (Måsøval, u.å.).

---

<sup>6</sup> Utbytterate = utbytte / årsresultat

Tabell 7: Oversikt over Måsøval sine konsesjoner per 2021

Antall konsesjoner totalt	16	100 %
Antall konsesjoner ervervet før 1998	6	37,5 %
Antall konsesjoner ervervet etter 1998	10	62,5 %



Figur 5: Utviklingen i årsresultat, utbytte<sup>7</sup> og formuesskatt for Måsøval AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen.

Tabell 8: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt for Måsøval AS i perioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
Årsresultat	55 899	116 337	106 373	76 387	146 593
Utbytte	10 000	45 683	50 000	92 663	0
Formuesverdi	231 867	269 868	337 452	368 506	429 168
Formuesskatt	1 971	2 294	2 868	3 132	3 648
Formuesskatt i prosent av utbytte	19,7 %	5,0 %	5,7 %	3,4 %	0,0 %

Alle tall i hele tusen. Formuesskatten er beregnet med en sats på 0,85% alle årene ettersom det har vært gjeldende sats i hele perioden.

<sup>7</sup> I "utbytte" inngår også konsernbidrag og tilleggsutbytter ettersom det i likhet med utbytte er midler som tas ut av driften.

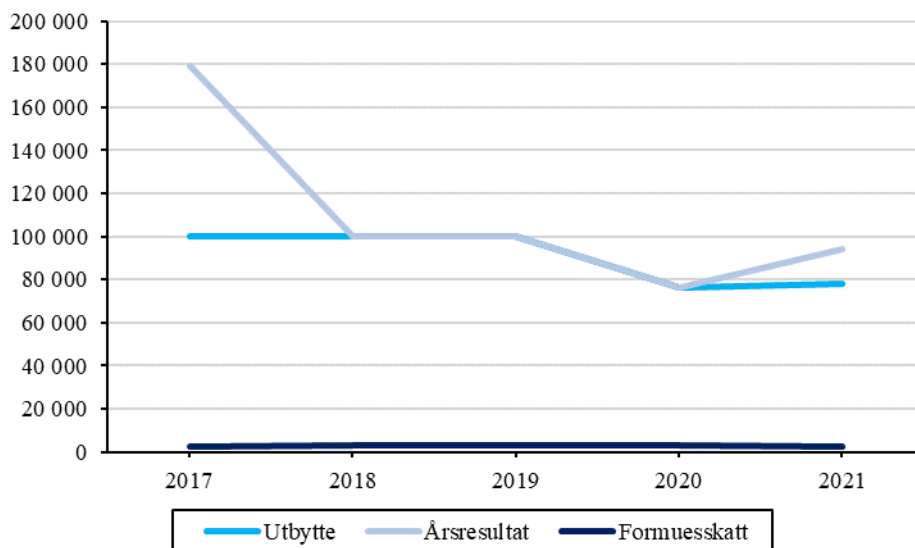
Vi ser av Figur 5 at Måsøval har forholdsvis store svingninger i både årsresultat og utbytte i perioden 2017-2021. Det er heller ingen vedvarende, tydelig sammenheng mellom utbyttene som tas ut og årsresultatene, og vi ser at de i 2020 tar ut det høyeste utbyttet i perioden på nærmere 93 millioner kroner, noe som er mer enn årsresultatet dette året. I Tabell 8 fremgår også en oversikt over utviklingen i formuesverdi og formuesskatt i perioden. Vi ser her at formuesverdien er svært lav sett i forhold til markedsverdien som fremgår på Euronext growth-listen som var på hele 3,7 milliarder. Dette begrunnes med at selskapet fremdeles følger verdsettelsesreglene for unoterte selskap i henhold til skatte-ABC, og får dermed de store verdsettelsesrabattene i beregning av formuesskattegrunnlaget som dette medfører. Formuesskatten Måsøval utløser for sine eiere er også liten sett i sammenheng med utbyttene som tas ut.

## 5.4 Eide Fjordbruk

Eide Fjordbruk ble stiftet i 1993 i Eikelandsosen i Vestland fylke av familien Eide, og driver i likhet med de andre selskapene med matfiskproduksjon. Per i dag er det fem medlemmer av familien som gjennom hvert sitt holdingselskap eier 100 prosent av Eide Fjordbruk Holding AS, som igjen eier Eide Fjordbruk som er selskapet vi ser på i vår analyse. Eide Fjordbruk har 64 ansatte og produserer omkring 10 000 tonn laks og regnbueørret i året fordelt på 12 konsesjoner, alle i Vestland fylke (Proff, 2022).

*Tabell 9: Oversikt over Eide Fjordbruk sine konsesjoner per 2021*

Antall konsesjoner totalt	8	100 %
Antall konsesjoner ervervet før 1998	3	37,5 %
Antall konsesjoner ervervet etter 1998	5	62,5 %



Figur 6: Utviklingen i årsresultat, utbytte<sup>8</sup> og formuesskatt for Eide Fjordbruk AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen.

Tabell 10: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt for Eide Fjordbruk AS i perioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
Årsresultat	178 942	100 330	100 094	76 387	94 205
Utbytte	100 000	100 000	100 000	76 387	77 917
Formuesverdi	273 554	345 796	342 332	334 796	300 433
Formuesskatt	2 325	2 939	2 910	2 846	2 554
Formuesskatt i prosent av utbytte	2,3 %	2,9 %	2,9 %	3,7 %	3,3 %

Alle tall i hele tusen. Formuesskatten er beregnet med en sats på 0,85% alle årene ettersom det har vært gjeldende sats i hele perioden.

I Figur 6 ser vi utviklingen i årsresultat og utbytte for Eide. Eide er det av de fire selskapene med høyest utbytterate i perioden, med et gjennomsnitt på 88 prosent. Vi ser at de i alle årene tar ut omtrent 100 prosent av årsresultatene i utbytte fremfor å investere de i selskapet. Også her ser vi i Tabell 10 at den totale formuesskatten selskapet utløser for sine eiere utgjør en svært liten andel av de totale utbyttene. Det er også verdt å nevne at formuesskatten har blitt redusert i perioden vi analyserer gjennom større aksjerabatter, men på tross av dette er

<sup>8</sup> . I "utbytte" inngår også konsernbidrag og tilleggsubytter ettersom det i likhet med utbytte er midler som tas ut av driften.

---

endringene i formuesskatt for alle de fire selskapene relativt liten, og de nominelle summene er veldig små.

## 6. Nøkkeltallsanalyse

Hensikten med dette delkapittelet er å gi en grundigere innsikt i de fire oppdrettsselskapenes økonomiske stilling, for deretter å kunne foreta sammenlikninger og gjøre videre analyser i kapittel 7. Vi vil ved hjelp av en nøkkeltallsanalyse undersøke selskapenes finansielle situasjon. I første del av analysen vil vi analysere selskapenes likviditet og soliditet før vi deretter undersøker selskapenes lønnsomhet og drift.

### 6.1 Likviditet og soliditet

I denne delen av analysen vil vi beregne nøkkeltallene likviditetsgrad 1, egenkapitalandel og gjeldsgrad for å få en indikasjon på selskapenes likviditet og soliditet. Ved å analysere utviklingen i likviditetsgrad 1 vil vi få et innblikk i bedriftenes arbeidskapital og betalingsevne. Deretter vil egenkapitalandelen og gjeldsgraden vise hvordan bedriftene har valgt å finansiere seg.

#### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

En bedrifts likviditet sier noe om evnen til å betale kortsiktige betalingsforpliktelser ved forfall. Enkelt sagt; jo høyere likviditet, jo bedre betalingsevne. Likviditetsgrad 1 er et nøkkeltall hvor vi setter omløpsmidlene i forhold til kortsiktig gjeld. Dette kan si oss noe om hvor god likviditeten til en bedrift er, og henger ofte sammen med bedriftens lønnsomhet.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En likviditetsgrad 1 på 1 tilsier at selskapet har like mye omløpsmidler som kortsiktig gjeld. Omløpsmidlene skal benyttes til å betale løpende forpliktelser og det er derfor viktig at disse er større enn den kortsiktige gjelden. En vanlig tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Dersom dette er tilfellet kan man fastslå at likviditeten er god. Er

---

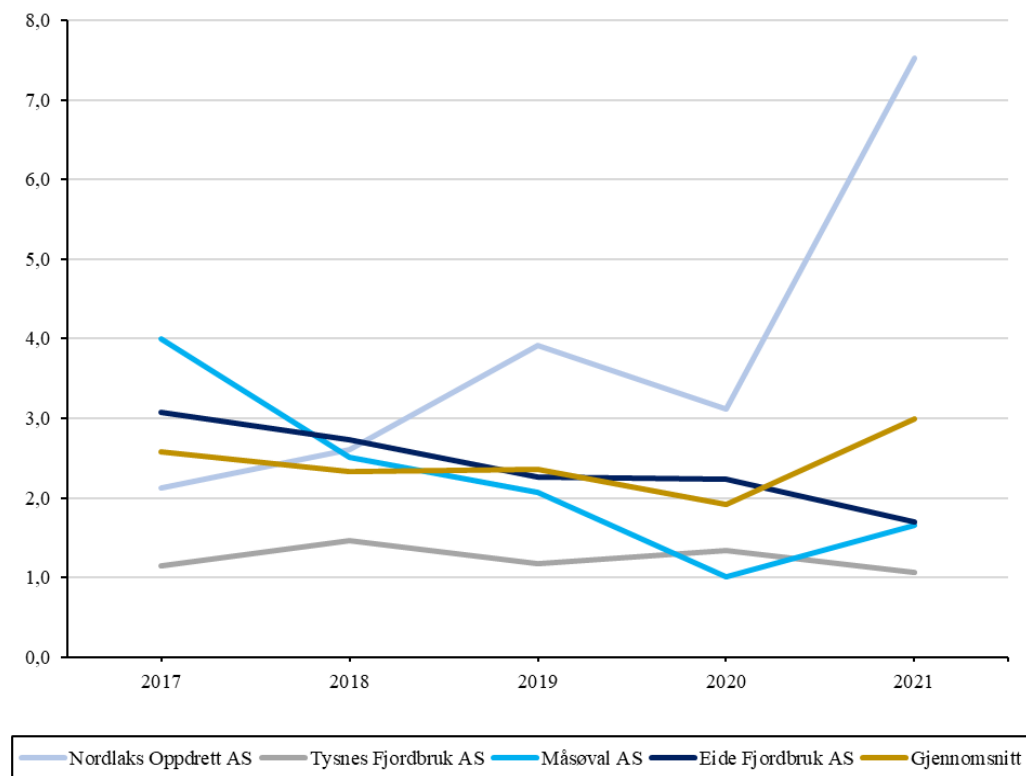
likviditetsgrad 1 helt nede i 1, betyr det at arbeidskapitalen<sup>9</sup> er lik 0, noe som i de fleste situasjoner kan indikere at det kan være grunn til bekymring for hvorvidt selskapet vil klare å finansiere kortsiktige betalingsforpliktelser. Det kan også være bekymringsfullt dersom tallet er klart lavere enn 1, men sammensetningen av tallene bak nøkkeltallet og andre forhold vil være viktige å se på før vi eventuelt konkluderer med dette. Det er vanskelig å konkludere omkring virksomhetens likviditet kun basert på dette nøkkeltallet, men ved å studere det over tid vil en få en indikasjon på hvorvidt det går i riktig retning (Sending, 2013, s. 458).

I oppdrettsselskap generelt utgjør varene en stor del av omløpsmidlene ettersom det rommer varer under tilvirkning. Varer under tilvirkning er i all hovedsak laksen de til enhver tid har i havet, og her ligger det store verdier. Endringer i denne posten medfører dermed gjerne store utslag i omløpsmidlene til selskapene som igjen medfører utslag i likviditetsgrad 1. Alle selskapene vi analyserer i denne oppgaven er også en del av en større konsernstruktur og vi ser derfor at det er mye konsernfordringer og konserngjeld som preger balansen, noe som vil være med å påvirke analysen av likviditeten i selskapene. Til sist må det også poengteres at alle selskapene har relativt høy utbytterate, noe som resulterer i økt kortsiktig gjeld og reduserte omløpsmidler, og dermed isolert sett lavere likviditetsgrad 1. Vi ser av Figur 7 at det er relativt stor spredning i likviditetsgrad 1 mellom de fire oppdrettsselskapene.

---

<sup>9</sup> Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i balanse





Figur 7: Utviklingen i likviditetsgrad 1 for selskapene i tidsperioden 2017 – 2021

Tabell 11: Oversikt over likviditetsgrad 1 i tidsperioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Nordlaks Oppdrett AS	2,1	2,6	3,9	3,1	7,5	3,9
Tysnes Fjordbruk AS	1,2	1,5	1,2	1,3	1,1	1,2
Måsøval AS	4,0	2,5	2,1	1,0	1,7	2,2
Ei de Fjordbruk AS	3,1	2,7	2,3	2,2	1,7	2,4
Gjennomsnitt	2,6	2,3	2,4	1,9	3,0	2,4

## Nordlaks

Nordlaks har gjennom hele perioden hatt en likviditetsgrad på over 2, som betegnes som tommelfingerregelen for å kunne fastslå at likviditeten er god. De ligger fra og med 2019 godt over gjennomsnittet, men perioden preges av store svingninger. Utfra årsregnskapene har vi funnet at Nordlaks gjennom de fem årene har hatt en gjennomsnittlig utbytterate på 42,3 prosent. Dette tilsier at de relativt ofte velger å ta ut utbytte fremfor å bygge opp selskapets egenkapital. Ved å ta ut store summer utbytte fra selskapet blir likviditetsgrad 1 lavere, fordi

---

de da får en høyere andel kortsiktig gjeld. Utviklingen i likviditetsgrad 1 preges av vekst fra 2017 til 2019, før vi i 2020 ser en nedgang. I regnskapene finner vi at dette i hovedsak kan skyldes økning i kortsiktig konserngjeld, i tillegg til at det avsettes 200 millioner i utbytte i 2020. Fra 2020 til 2021 øker nøkkeltallet dramatisk fra 3,11 til 7,53 som i hovedsak kan skyldes en reduksjon i gjelden på nesten 70 prosent. Dette var i hovedsak konserngjeld.

## **Tysnes fjordbruk**

Tysnes har en relativt stabil likviditetsgrad 1 gjennom hele perioden, men uten tegn til vekst. Likviditetsgraden er over 1 hvert år som tilsier at de til enhver tid har mer omløpsmidler enn kortsiktig gjeld. De ligger imidlertid både under gjennomsnittet og under tommelfingerregelen på to gjennom hele perioden. Av regnskapene ser vi at hovedårsaken til dette er den gjennomsnittlige utbytteraten for de fem årene, som er svært høy og ligger på hele 80 prosent. I 2021 har de en likviditetsgrad helt nede i 1,07 noe som tilsier at de bare så vidt har positiv arbeidskapital i bedriften ved årets slutt. Dette kan være bekymringsfullt ettersom det med så lite disponible midler kan gi betalingsproblemer på kort sikt. Av regnskapet ser vi imidlertid at den lave likviditetsgraden i stor grad kan forklares ved at det i 2021 av ukjente årsaker ikke er registrert noen varebeholdning i bedriften. I tillegg til dette har det blitt tatt ut et stort utbytte på 154 prosent av årsresultatet, noe som følgelig er med på å redusere omløpsmidlene og øke den kortsiktige gjelden og dermed legge grunnlag for den lave likviditetsgraden.

## **Måsøval**

Måsøval har en svært høy likviditetsgrad 1 i 2017, før den deretter reduseres betydelig de neste fire årene. Vi ser i regnskapet at dette i hovedsak skyldes lav kortsiktig gjeld i 2017 før det tas opp en stor kortsiktig konserngjeld i 2018, noe som resulterer i redusert likviditetsgrad 1. Selskapet har også en utbytterate på 45 prosent i løpet av perioden, hvor utbyttene øker hvert år frem til 2021 hvor det ikke tas ut utbytte. Når det tas ut utbytte fra selskapet blir likviditetsgrad 1 redusert ved reduserte omløpsmidler og økt andel kortsiktig gjeld.

---

## Eide fjordbruk

Vi ser av figur 7 at Eide har en svakt synkende trend i likviditetsgrad 1 i perioden. Den har imidlertid vært over tommelfingerregelen på 2 alle årene med unntak av 2021, hvor den synker ned til 1,7. Den nedadgående trenden kan blant annet skyldes at Eide har den høyeste gjennomsnittlige utbytteraten av alle de fire selskapene, med hele 88 prosent i perioden 2017 til 2021. I 2018, 2019 og 2020 tar de ut 100 prosent av årsresultatet i utbyttet, altså velger de å ta ut utbytte fremfor å bygge opp selskapets egenkapital. Ved en gjennomgang av årsregnskapene for perioden ser vi at egenkapitalen deres grunnet utbyttene har vært omtrent uendret alle årene, mens den kortsiktige gjelden så smått har økt, særlig de to siste årene. Dette er i stor grad bidragsgivende for den jevne reduksjonen vi ser i likviditetsgrad 1 i perioden.

### 6.1.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel, også kalt egenkapitalprosent er det mest brukte nøkkeltallet for å belyse en virksomhets soliditet. Soliditeten viser virksomhetens evne til å overleve vanskelige tider og gir uttrykk for hvor mye av kapitalen som kan gå tapt før det går utover kreditorene.

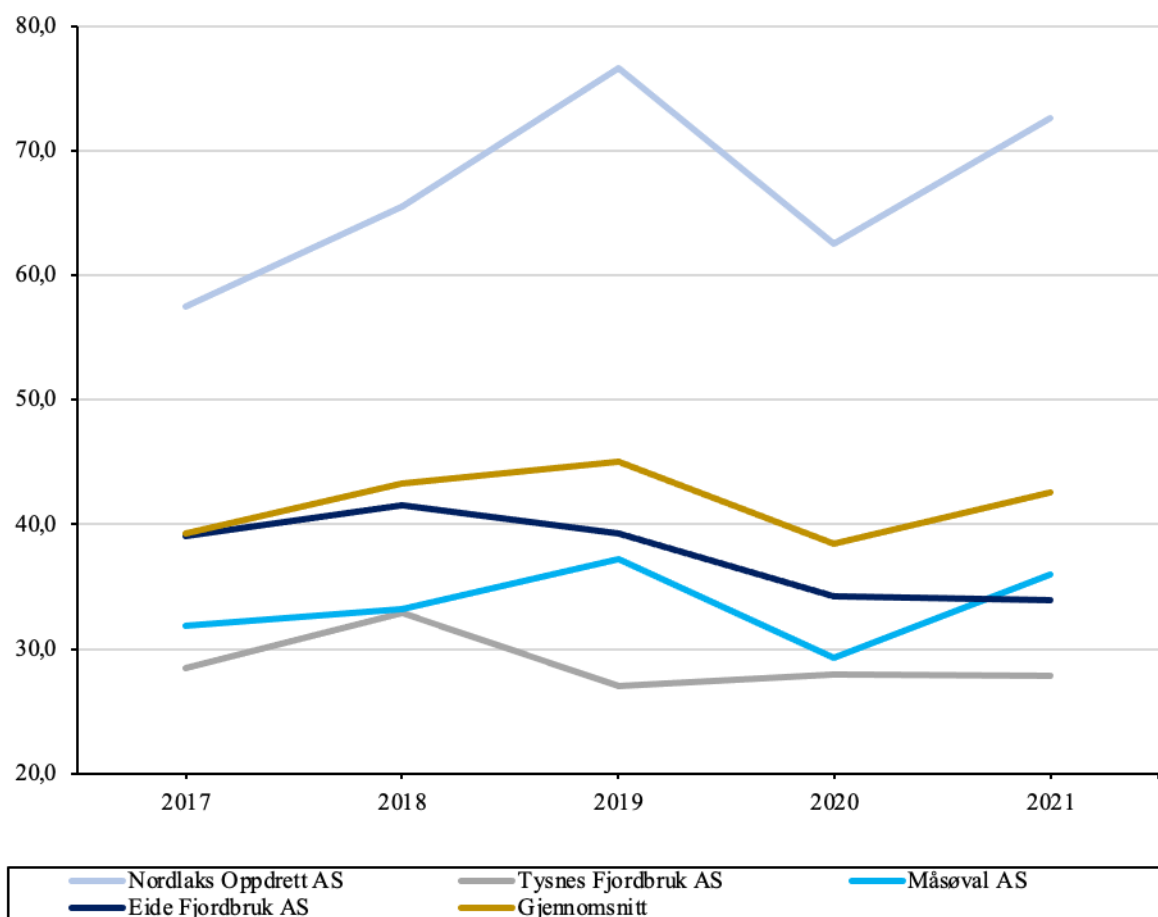
$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapitalandel}}{\text{Totalkapital}} \times 100$$

Egenkapitalandelen viser hvor stor andel egenkapitalen utgjør av den totale kapitalen i selskapet, som er summen av egenkapital og gjeld. Jo større andel av selskapets eiendeler som finansieres av egne midler, jo større vil egenkapitalandelen være, og jo bedre er soliditeten. Egenkapitalandelen viser dermed hvor mye av kapitalen som kan gå tapt før det blir tap på fremmedkapital, altså kapitalen som er fremskaffet ved lån. Det er ingen konkrete krav til hvor stor egenkapitalen skal være, annet enn at det i aksjeloven (1999, §3-4) fremgår at "selskapet til enhver tid skal ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved omfanget av virksomheten i selskapet." En vanlig tommelfingerregel er likevel at egenkapitalandelen bør ligge på ca. 1/3 av totalkapitalen, og gjerne mer. Ved en eventuell beslutning i styret om å ta ut utbytte reduseres følgelig egenkapitalen og selskapets likviditet, dermed er egenkapitalandel et vesentlig nøkkeltall å ta i betraktning ved beslutning om det skal tas ut utbytte eller ikke (Sending, 2013, s. 463).

---

Akvakultur har et svært komplekst risikobilde, hvor det i lakseoppdrett spesielt er risiko tilknyttet tilvirkningsprosessen i havet. Dette henger gjerne sammen med at oppdrettslaksen lever svært tett i forhold til villfisk, og som følge av det oppstår det blant annet relativt høy risiko for lakselus og andre fiske sykdommer, samt stress og medfølgende skader på fisken. Det er også risiko forbundet med fisk som rømmer og usikkerhet rundt laksepris og dermed fremtidig inntjening. Det vil imidlertid være stor variasjon mellom selskaper og lokaliteter hva gjelder risiko, men en egenkapitalandel etter tommelfingerregelen på 1/3 av total kapitalen bør iallfall sette som et krav til selskapene i bransjen med risikoen tatt i betraktning.

Det er også her verdt å nevne at den høye utbytteraten blant de fire oppdrettsselskapene vil være en påvirkende faktor. Når det tas ut utbytte fra driften fremfor å investere i egenkapital reduseres følgelig egenkapitalandelen ettersom egenkapitalen relativt sett blir mindre og total kapitalen øker ved at kortsiktig gjeld øker tilsvarende utbyttet. En annen faktor som vil kunne ha innvirkning på egenkapitalandelen er at investeringene i oppdrettsnæringen stadig øker. Dette skyldes både teknologiutvikling og automatisering, i tillegg til at det henger sammen med investeringer i utstyr for å forebygge og behandle blant annet lakselus. Dette medfører økt kapitalbinding og resulterer i at vi kan se at anleggsmidlene til selskapene i bransjen har økt de siste tiårene. Vi ser imidlertid også at anleggsmidlene til de fire selskapene har økt bare i de fem årene vi analyserer, noe som igjen øker total kapitalen.



Figur 8: Utvikling i egenkapitalprosenten til selskapene i tidsperioden 2017-2021

Tabell 12: Oversikt over egenkapitalprosenten til selskapene i tidsperioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Nordlaks Oppdrett AS	57,5	65,5	76,6	62,5	72,6	66,9
Tysnes Fjordbruk AS	28,5	32,9	27,0	28,0	27,8	28,8
Måsøval AS	31,9	33,2	37,2	29,3	36,0	33,5
Eide Fjordbruk AS	39,1	41,5	39,3	34,2	33,9	37,6
Gjennomsnitt	39,3	43,3	45,0	38,5	42,6	41,7

## Nordlaks

Nordlaks har gjennom de fem analyseårene en høy og stabil egenkapitalandel. Sammenliknet med de andre selskapene i utvalget har de også lavere utbytterate, noe som kan bidra til å

---

forklare den solide egenkapitalandelen. Et selskap som tar ut mindre utbytte, og heller reinvesterer overskuddet i egenkapital får en høyere egenkapitalandel, og blir således mer solide. Vi ser at de i 2019 hadde den høyeste egenkapitalandelen i perioden, noe som samstemmer med at det er det eneste året de ikke tar ut utbytte.

## **Tysnes fjordbruk**

Tysnes er det av de fire selskapene med lavest egenkapitalandel gjennom perioden, og ligger hvert år under gjennomsnittet av de fire selskapene. Det er heller ingen tegn til positiv vekst i egenkapitalandelen i perioden, men den er stabil. Den forholdsvis lave egenkapitalandelen kan skyldes deres høye utbytterate, hvor de i både 2017, 2019 og 2021 tar ut utbytte på mer enn 100 prosent av årsresultatet, noe som fører til en nedbygging av selskapets egenkapital. Tysnes er i likhet med de tre andre oppdrettsselskapene en del av en større konsernstruktur, og ifølge en økonomikonsulent i selskapet føres det hvert år konsernbidrag til andre selskaper i konsernet, hvor overskudd flyttes til selskap med underskudd, og samlet overskudd føres oppover i konsernet. Dette er trolig en av årsakene for den høye utbytteraten og den relativt lave egenkapitalandelen.

## **Måsøval**

Måsøval ligger innenfor tommelfingerregelen i alle årene med unntak av 2020 hvor de har en egenkapital på så vidt under 1/3 av totalkapitalen. Egenkapitalandelen er generelt stabil og voksende gjennom perioden, med et unntak i 2020 hvor den synker. I 2020 er utbytteraten deres på 121 prosent, noe som tilsier at de i dette året har tatt ut utbytte basert på tidligere års overskudd og dermed "tærer på" egenkapitalen. Dette ser vi imidlertid er en trend for alle de fire selskapene, og kan antakelig skyldes koronapandemien hvor inntjeningen for bedrifter generelt avtok, noe som bidrar til lavere overskudd og dermed mindre egenkapital. Vi ser likevel en vekst igjen hos de fleste selskapene, inkludert Måsøval i 2021. Her tar de heller ikke ut utbytte, noe som medfører en høyere egenkapitalandel. I tillegg ser vi en enorm økning i selskapets egenkapital i årsregnskapet i 2021, trolig i forbindelse med noteringen på Euronext growth-listen. Samtidig ser vi en stor økning i gjelden dette året som medfører at det ikke gir store utslag på egenkapitalandelen samlet sett.

---

## Eide fjordbruk

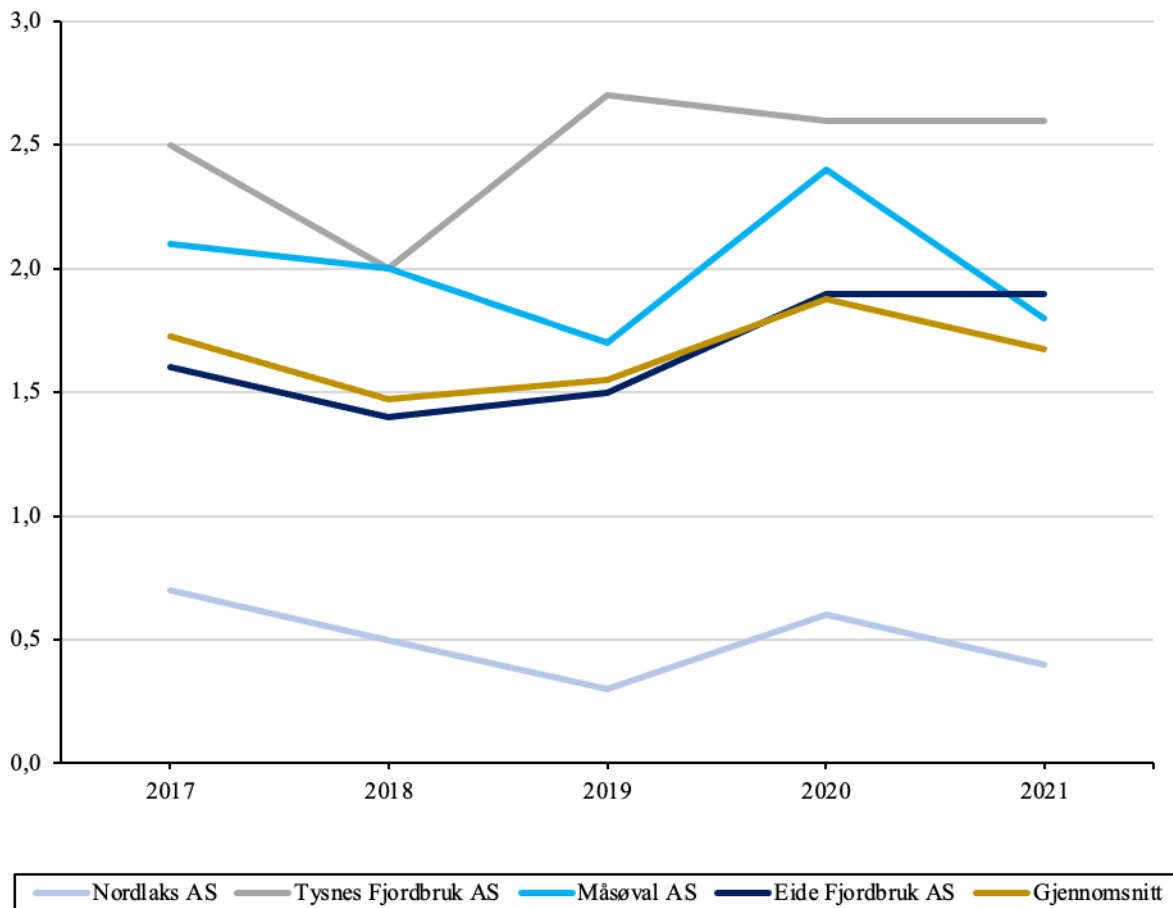
Eide har en jevn og stabil egenkapitalandel gjennom perioden, men den synker imidlertid litt fra 2019 til 2021. Som vi trakk frem under likviditetsgrad 1 har selskapet hatt marginale endringer i egenkapitalen i løpet av perioden, mye grunnet at de i tre av fem år har tatt ut 100 prosent av overskuddet i utbytte. Det er derfor en økning i totalkapitalen som i hovedsak er årsaken til den svakt synkende egenkapitalandelen de siste årene i perioden. Vi ser at gjelden til kredittinstitusjoner økte i 2020, noe som kan være grunnet behov for kapital under koronapandemien.

### 6.1.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er et nøkkeltall som forteller oss hvor stor andel av selskapets kapital som er finansiert av gjeld, og hvor stor andel som er finansiert av eierne, altså av egenkapital.

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

En gjeldsgrad på 1 tilsier at bedriftens gjeld er like stor som bedriftens egenkapital. En gjeldsgrad under 1 tilsier at bedriften har større egenkapital enn gjeld. Dersom for eksempel 1/3 av eiendelene er finansiert av egenkapital og 2/3 av gjeld, vil gjelden utgjøre dobbelt så mye som egenkapitalen og gjeldsgraden vil bli 2. Gjeldsgraden sier oss noe om selskapets soliditet. Jo lavere dette tallet er desto mer solid kan bedriften anses som. Likevel må det tas i betraktning ved vurderingen av selskapets gjeldsgrad at gjeld blant annet er fordelaktig å benytte i finansiering ettersom renter knyttet til gjeld blant annet er fradragsberettiget i skattemeldingen. Gjeld vil også, som vi tidligere har nevnt, redusere nettoformuen ved formuesskatten og en må derfor være forsiktig med å fastslå at en bedrift med høy gjeldsgrad står i en svak økonomisk posisjon. Renter på gjeld har vært svært lav i perioden vi analyserer og dermed er prisen på gjeldsfinansiering lavere enn kravet til avkastning på egenkapitalen, noe som medfører at mange selskaper vil søke en høy gjeldsgrad.



Figur 9: Utvikling i gjeldsgraden til selskapene i tidsperioden 2017-2021

Tabell 13: Oversikt over gjeldsgraden til selskapene i tidsperioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Nordlaks AS	0,7	0,5	0,3	0,6	0,4	0,5
Tysnes Fjordbruk AS	2,5	2,0	2,7	2,6	2,6	2,5
Måsøval AS	2,1	2,0	1,7	2,4	1,8	2,0
Eide Fjordbruk AS	1,6	1,4	1,5	1,9	1,9	1,7
Gjennomsnitt	1,7	1,5	1,6	1,9	1,7	1,7

## Nordlaks

Nordlaks har i hele perioden en gjeldsgrad under 1, noe som tilsier at de i alle årene er finansiert med en større andel egenkapital enn gjeld. Dette kan blant annet begrunnes i at utbytteraten er relativt lav sammenliknet med de andre selskapene, slik at de i større grad finansierer seg ved å tilbakeholde årsresultatet. Når man gjør det, vil gjeldsgraden minskes



---

fordi tilbakeholdt resultat vil øke egenkapitalen og potensielt redusere gjelden. Når vi går lenger bak i regnskapene til Nordlaks ser vi at gjeldsgraden før 2015 var betydelig høyere og helt oppe i 5,8, noe som skyldtes en svært høy konserngjeld. Denne ble nedbetalt i 2015, noe som reduserte gjeldsgraden betraktelig, og siden har de holdt den nede.

### **Tysnes fjordbruk**

Tysnes har en relativt høy gjeldsgrad i perioden sammenliknet med de andre tre selskapene. Gjeldsgraden er jevn i hele perioden, med unntak av en liten nedgang i 2018, noe som i hovedsak skyldes at det ikke ble tatt ut utbytte dette året. Tysnes har lite langsiktig gjeld i perioden, så det er den kortsiktige gjelden og generelt lav egenkapital som i hovedsak fører til den høye gjeldsgraden. Det er også her sentralt å ta i betraktning at de er en del av et større konsern, og vi ser av regnskapene at den absolutt største andelen av gjelden er kortsiktig konserngjeld.

### **Måsøval**

Gjeldsgraden til Måsøval er noe svingende, og er i alle år over gjennomsnittet. Vi ser en synkende trend fra 2017 til 2019, i hovedsak grunnet forholdsvis lave utbytterater i denne perioden, som igjen resulterer i økt egenkapital. Som nevnt tidligere øker utbytteraten i 2020 til 121 prosent, noe som bidrar til å redusere egenkapitalen og øke gjeldsgraden. I tillegg økte også gjelden fra 2019 til 2020 med hele 66 prosent. Dette er hovedårsaken til at gjeldsgraden når en topp i 2020, før den igjen synker i 2021. Vi ser at tre av de fire selskapene hadde en økning i gjeldsgrad i 2020, trolig i forbindelse med økt kapitalbehov når koronapandemien sto på som verst.

### **Eide fjordbruk**

Eide har relativt stabile tall for gjeldsgrad gjennom perioden, uten verken stigende eller synkende trend. De to siste årene i perioden øker gjeldsgraden, og ettersom egenkapitalen er relativt stabil i hele perioden, er økt gjeld hovedårsaken til denne økningen. Eide har, i motsetning til Nordlaks høy gjeldsgrad i perioden, mye grunnet at de har mer enn dobbel så høy gjennomsnittlig utbytterate. Selskapene som tar ut mye utbytte og dermed ikke finansierer

---

seg ved å holde tilbake årsresultat, må i større grad gjeldsfinansiere seg og dermed øker gjeldsgraden.

## 6.2 Lønnsomhet

Vi har i kapittel 7.1 sett på de fire bedriftenes soliditet og likviditet. I denne delen av oppgaven vil vi studere bedriftenes lønnsomhet ved å analysere de tre nøkkeltallene driftsmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Lønnsomheten til et selskap forteller oss noe om selskapenes evne til å tjene penger på driften. Ved å se dette i sammenheng med deres soliditet og likviditet vil vi få et bedre bilde på deres finansielle situasjon.

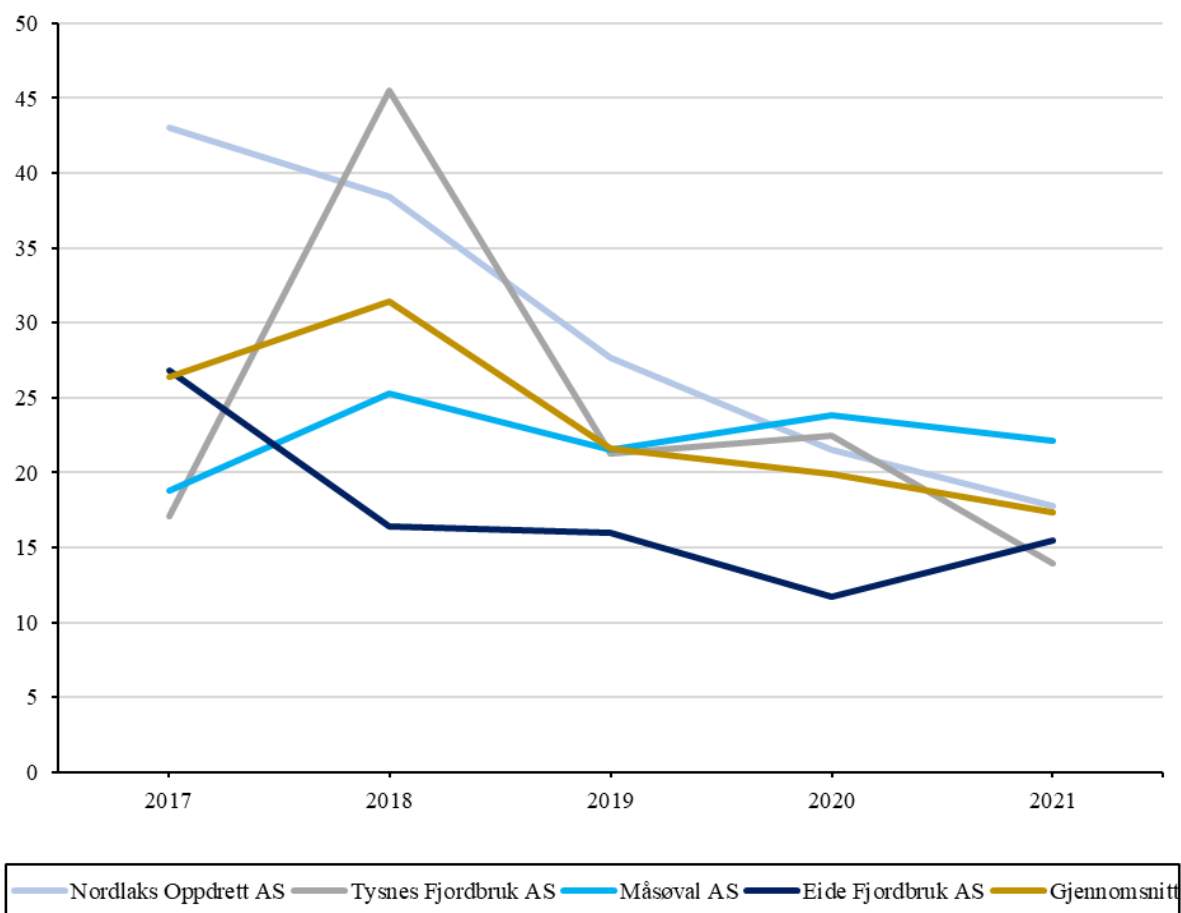
Felles for de fire selskapene vi ser på er at de driver i samme bransje og vil være tilknyttet de samme bransjespesifikke påvirkningene. Inntektene i bransjen er tett knyttet til lakseprisen, hvor en økning i laksepris medfører økt inntjening for selskapene, og motsatt ved redusert laksepris. Vi vet at lakseprisene har variert i perioden vi ser på, og ser at selskapenes inntekter i stor grad følger svingningene. I tillegg ble oppdrettsnæringen i likhet med andre næringer, i stor grad påvirket av koronapandemien som resulterte i betydelig svekket inntjening i de siste årene i analyseperioden. Felles for alle de fire selskapene er også at varekostnadene utgjør en stor del av de totale kostnadene. Under varekostnadene vet vi at fôrkostnader gjerne utgjør opp mot 50 prosent, noe som tilsier at endringer i prisen på fôr vil kunne påvirke varekostnaden betydelig. Ettersom varekostnaden utgjør en stor andel av totale kostnader, kan endringer i disse medføre store endringer i selskapenes resultat. “Andre driftskostnader” utgjør også en relativt stor del av de totale kostnadene for alle de fire oppdrettsselskapene, og er gjerne knyttet til å tilrettelegge for gode forhold for laksen, herunder kostnader for bekjempelse av lakselus, perlesnormaneter og liknende. Disse kostnadene vil gjerne variere med forholdene fra år til år, hvor de i år med store angrep trolig vil være større, og motsatt.

### 6.2.1 Driftsmargin

Driftsmarginen ser på forholdet mellom driftsresultat og driftsinntekter, og viser hvor mye som blir igjen av driftsresultatet for hver krone selskapet har i driftsinntekt, altså hvor stor andel som blir igjen i selskapet som fortjeneste. En driftsmargin på 20 prosent tilsier at for hver krone inntjent, blir 20 øre igjen i selskapet. En reduksjon i dette nøkkeltallet kan blant

annet skyldes at selskapet ikke klarer å rasjonalisere driften tilstrekkelig, eller at salgsprisene ikke er satt opp i takt med kostnadsøkningen. Nøkkeltallet er spesielt aktuelt for bruk av sammenligning med foretak i samme bransje.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100$$



Figur 10: Utvikling i driftsmargin til selskapene i tidsperioden 2017-2021

Tabell 14: Oversikt over driftsmargin for selskapene i perioden 2017-2021. Alle tall er i prosent

År	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Nordlaks Oppdrett AS	43,0	38,4	27,7	21,5	17,8	29,7
Tysnes Fjordbruk AS	17,1	45,5	21,3	22,5	13,9	24,1
Måsøval AS	18,8	25,3	21,5	23,8	22,1	22,3
Eide Fjordbruk AS	26,8	16,4	16,0	11,7	15,5	17,3
Gjennomsnitt	26,4	31,4	21,6	19,9	17,3	23,3

## Nordlaks

I løpet av de fem årene vi analyserer har Nordlaks relativt høy driftsmargin, og sitter i gjennomsnitt igjen med 30 prosent av salgsinntektene etter betaling av driftskostnader. Nordlaks hadde i 2017 en driftsmargin på hele 43 prosent, noe som var svært høyt sammenlignet med de andre oppdrettsselskapene, men som vi ser av tabellen har driftsmarginen blitt mer enn halvert fra 2017 til 2021. Totalt sett ser vi en jevn reduksjon i driftsmarginen i perioden, noe vi i regnskapet finner at i hovedsak skyldes at varekostnadene øker raskere enn salgsinntektene. Økningen i varekostnadene til Nordlaks kan blant annet skyldes at selskapet ikke klarer å rasjonalisere driften tilstrekkelig. På tross av reduksjonen i løpet av perioden har Nordlaks likevel i gjennomsnitt den høyeste gjennomsnittlige driftsmarginen av de fire selskapene, noe som tilsier at de i gjennomsnitt tjener mer per krone omsatt sammenlignet med de andre. I likhet med annen produksjon er det trolig også betydelige stordriftsfordeler i havbruksbransjen, som blant annet medfører at produksjonskostnaden per enhet blir lavere for større bedrifter enn mindre bedrifter. Etersom Nordlaks er den desidert største av de fire selskapene vi analyserer kan dette bidra til å begrunne hvorfor Nordlaks har bedre driftsmargin enn de andre selskapene i perioden.

## Tysnes fjordbruk

Driftsmarginen til Tysnes har vært varierende fra år til år. I løpet av de fem årene vi analyserer har Tysnes kun positive driftsresultat og sitter i snitt igjen med 24 prosent av driftsinntektene etter betaling av driftskostnader i perioden. Fra 2017 til 2018 steg driftsmarginen kraftig fra 17- til 46 prosent, før den igjen ble halvert i 2019. Den høye driftsmarginen i 2018 skyldes i hovedsak en stor reduksjon i “varer under tilvirkning og ferdigvarer” noe som reduserte

---

kostnadene betraktelig, og igjen førte til høyere driftsresultat. Driftsinntektene sank imidlertid med hele 81 prosent fra 2017 til 2018, før den steg tilbake til normalen i 2019. Årsaken til de unormalt lave driftsinntektene i 2018 er ubegrunnet i regnskapet. I 2021 har Tysnes en driftsmargin på 14 prosent, noe som er lavere enn de tre andre selskapene dette året. Det indikerer at Tysnes i 2021 tjener mindre per omsatte krone enn de tre andre selskapene, og at de har høye kostnader i forhold til inntekter. Den lave driftsmarginen i 2021 skyldes høy verdi på “varer under tilvirkning og ferdig tilvirkede varer” sammenliknet med de andre årene, samt høy andel varekostnader, noe som medfører redusert driftsresultat.

### **Måsøval**

Måsøval har relativt jevn driftsmargin fra 2017 til 2021, hvor de i gjennomsnitt sitter igjen med 22,3 prosent av driftsinntektene etter kostnader. Måsøval har gjennom hele perioden hatt relativt stabile driftsinntekter og driftskostnader. I likhet med de andre selskapene har Måsøval kun positive driftsresultater i løpet av de fem årene.

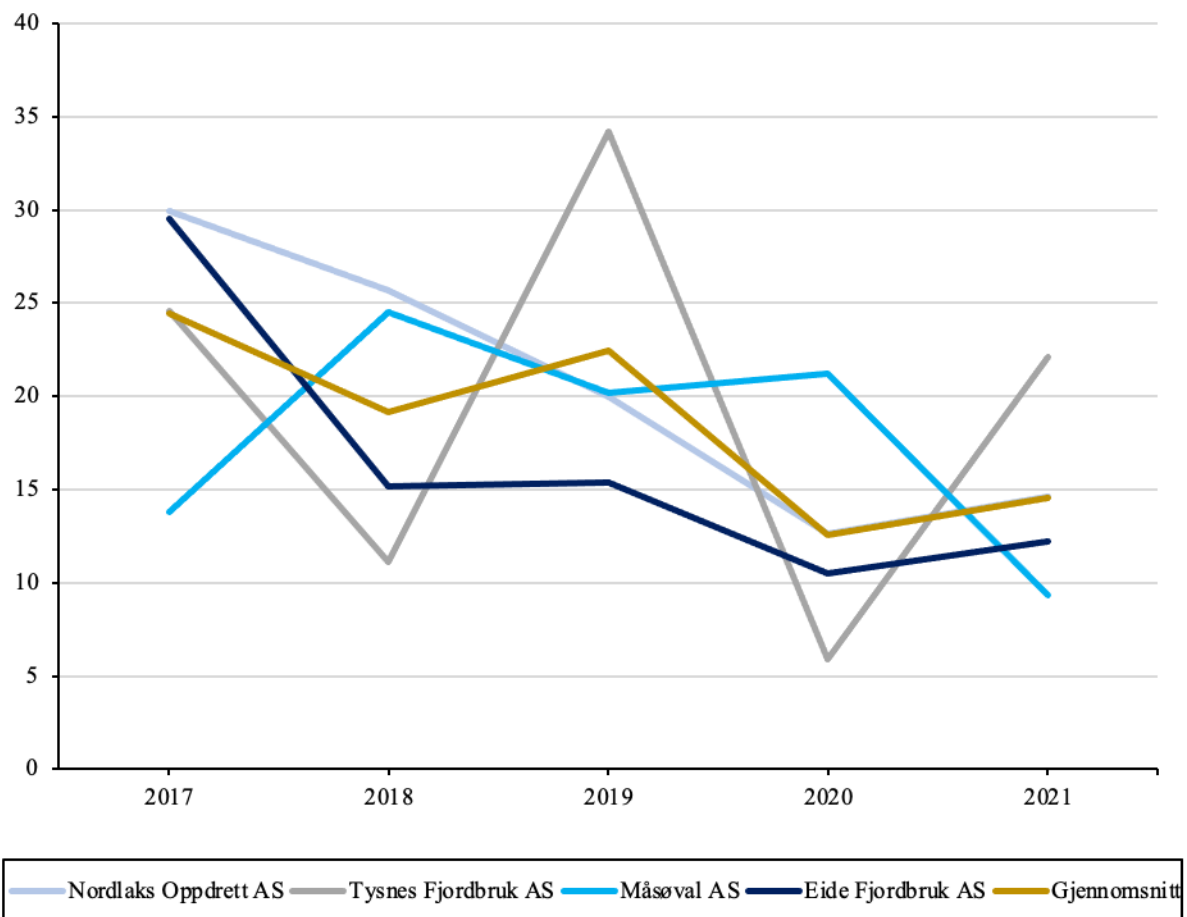
### **Eide fjordbruk**

Eide er det selskapet med gjennomsnittlig lavest driftsmargin, og sitter i gjennomsnitt igjen med 17,3 prosent av driftsinntektene etter betaling av driftskostnader i perioden. I 2017 var driftsmarginen høyere enn de andre årene, og i regnskapene kan vi se at dette i hovedsak skyldes at de dette året hadde lavere andel varekostnader i forhold til inntekter enn påfølgende år. I tillegg hadde de negativ beholdning av varer under tilvirkning og ferdigvarer, noe som er med på å redusere de totale kostnadene og øke driftsresultatet. De påfølgende årene synker driftsinntektene, trolig grunnet pandemien, samtidig som andelen varekostnader og beholdningen av tilvirkede- og ferdigvarer øker med påfølgende negative konsekvenser for driftsmarginen. Økningen av andelen varekostnader kan skyldes at Eide ikke klarer å rasjonalisere driften tilstrekkelig, eller at salgsprisene ikke er satt opp i takt med kostnadsøkningen.

## 6.2.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten viser avkastningen et selskap har hatt på sin investerte kapital i året som har gått, altså avkastningen på selskapets eiendeler. Nøkkeltallet er et mål på hvor godt selskapet har forvaltet sine ressurser uavhengig av finansiering, ettersom det tar utgangspunkt i resultat før finanskostnad. En økning i totalkapitalrentabiliteten tilsier at selskapet utnytter ressursene sine bedre. For å vurdere om selskapets totalkapitalrentabilitet er god eller dårlig bør man analysere det opp mot andre selskaper i samme bransje, men en tommelfingerregel er at den bør ligge på omkring 10 – 15 prosent (proff, u.å.).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \times 100$$



Figur 11: Utvikling i totalkapitalrentabilitet til selskapene i tidsperioden 2017-2021

Tabell 15: Oversikt over total kapitalrentabilitet i tidsperioden 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Nordlaks Oppdrett AS	29,9	25,7	20,0	12,6	14,6	20,6
Tysnes Fjordbruk AS	24,6	11,1	34,2	5,9	22,1	19,6
Måsøval AS	13,8	24,5	20,2	21,2	9,3	17,8
Eide Fjordbruk AS	29,5	15,2	15,4	10,5	12,2	16,6
Gjennomsnitt	24,5	19,1	22,5	12,6	14,6	18,6

## Nordlaks

Nordlaks har den høyeste gjennomsnittlige total kapitalrentabiliteten i perioden på 20,6 prosent. Dette er godt over tommelfingerregelen og viser at Nordlaks i gjennomsnitt tjener 20,6 øre per krone investert. Det høye nøkkeltallet indikerer at bedriften drives godt, har god inntjening og oppnår god avkastning på total kapitalen. I 2017 har Nordlaks den høyeste total kapitalrentabilitet som vi ser i årsrapporten at i hovedsak skyldes et høyere driftsresultat samt lav total kapital sammenliknet med resten av perioden. Svingningene i total kapitalrentabiliteten samsvarer med utviklingen i driftsresultatet, hvor driftsresultatet reduseres gjennom perioden, og er på sitt laveste i 2020, hvor vi også finner den laveste total kapitalrentabiliteten. Total kapitalen økes også i perioden og er på sitt høyeste i 2020 som stemmer godt overens med den negative utviklingen i rentabiliteten.

## Tysnes fjordbruk

Den gjennomsnittlige total kapitalrentabiliteten til Tysnes er på 19,6 prosent, men perioden er preget av store svingninger. En årsak til de store svingningene er at selskapet har en høy utbytterate, hvor vi ser at de to årene med lav total kapitalrentabilitet, 2018 og 2020, er de to årene det ikke tas ut utbytte fra bedriften. Dette gir mening fordi når selskapet ikke tar ut utbytte, økes total kapitalen, altså nevneren i likningen og dermed reduseres total kapitalrentabiliteten, med mindre driftsresultatet øker tilsvarende. Av regnskapet ser vi at driftsresultatene disse to årene også er betydelig lavere enn de andre årene, mye grunnet høye varekostnader i forhold til inntekter. Dette medfører en totalt sett lav total kapitalrentabilitet i 2018 og 2020, mens den de resterende årene er forholdsvis god.

---

## Måsøval

Måsøval har en gjennomsnittlig total kapitalrentabilitet på 17,8 prosent noe som anses som tilfredsstillende og tyder på at Måsøval har høy inntjening og oppnår relativt høy avkastning per krone investert. Perioden preges likevel av stor variasjon i total kapitalrentabilitet fra år til år. Også her ser vi at det samstemmer med utbyttene som tas ut, hvor de i 2017 og 2021 tar ut lite eller ingen utbytte, og det er i disse årene total kapitalrentabiliteten er lavest ettersom total kapitalen øker når overskuddet settes inn i driften fremfor å tas ut som utbytte. 2017 og 2021 preges også av lavere finanskostnader enn de resterende årene, og i 2017 er også driftsresultatet en god del lavere enn påfølgende år, noe som totalt sett reduserer telleren og dermed total kapitalrentabiliteten.

## Eide fjordbruk

Eide har i perioden en gjennomsnittlig total kapitalrentabilitet på 16,56 prosent, og har med det, den laveste gjennomsnittlige total kapitalrentabiliteten av de fire selskapene. Rentabiliteten er likevel tilfredsstillende i henhold til tommelfingerregelen som anbefaler en total kapitalrentabilitet på 10-15 prosent. I likhet med Nordlaks, har Eide en svært god total kapitalrentabilitet i 2017 på hele 30 prosent. Denne halveres imidlertid allerede i 2018 og reduseres enda mer i 2020, hvor den er helt nede på 10,5 prosent. I motsetning til de andre selskapene ser vi ingen tydelig sammenheng med utbyttene som tas ut de respektive årene, men vi ser at driftsresultatet for 2017 er betydelig høyere enn de påfølgende årene, noe som bidrar til økt total kapitalrentabilitet. I 2020 som er året med den laveste total kapitalrentabiliteten ser vi også at driftsresultatet var på sitt laveste. Dette er imidlertid ubegrunnet i årsrapporten, men trolig har reduksjonen i driftsresultatet sammenheng med koronapandemien som reduserte driftsinntektene for alle de fire selskapene.

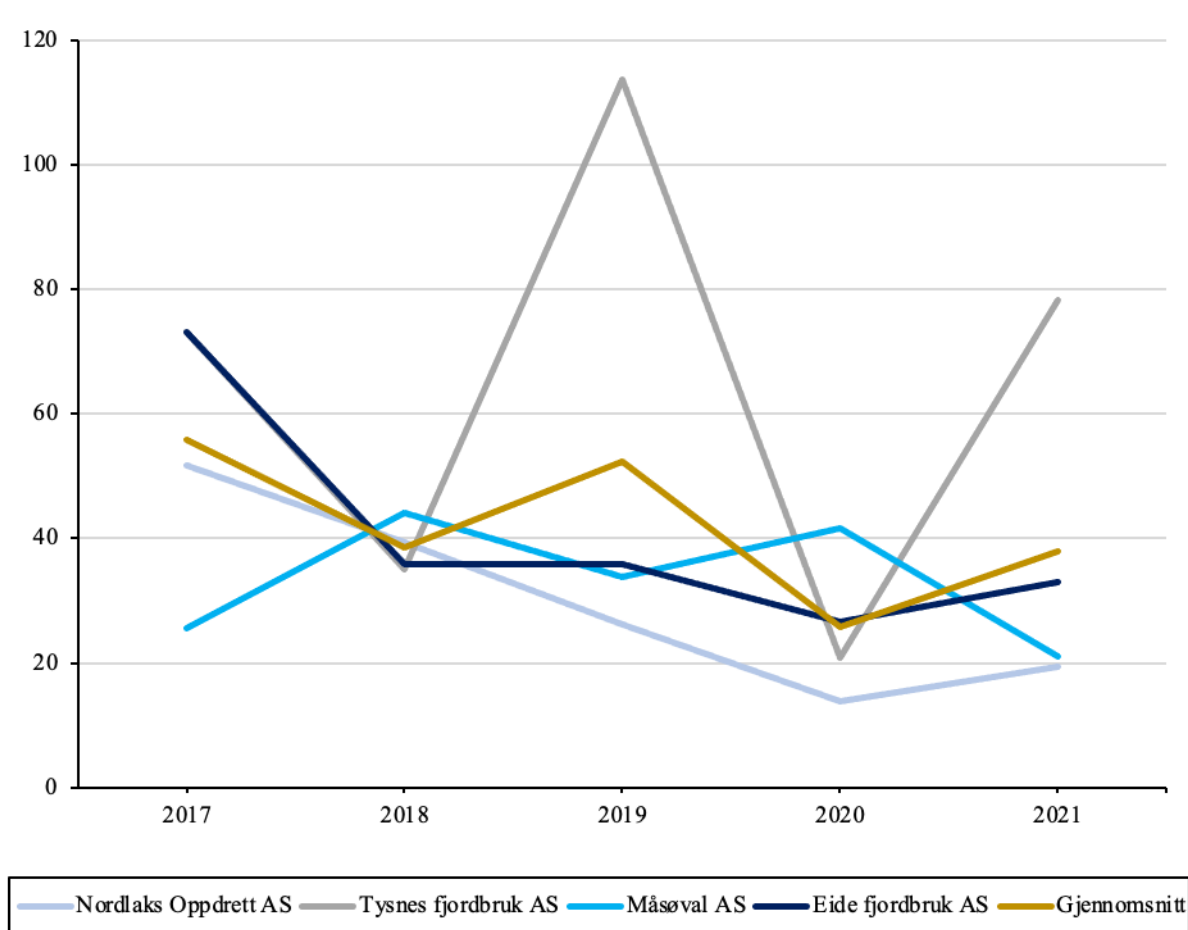
### 6.2.3 Egen kapitalrentabilitet

Egen kapitalrentabiliteten viser hvor stor avkastning selskapet har på egen kapitalen sin, og er et nøkkeltall som derfor ofte er mest interessant for eierne. Egen kapitalrentabilitet før skatt gir et bilde av utviklingen uavhengig av ekstraordinære poster og skatteendringer. Hva avkastningen på egen kapitalen bør være er det opp til aksjonærene å fastsette, men i og med



at risikoen er høyere for egenkapitalen enn for totalkapitalen, bør den ligge høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Egenkapitalrentabiliteten før skatt beregnes ved bruk av følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100$$



Figur 12: Utvikling i egenkapitalrentabilitet til selskapene i tidsperioden 2017-2021

Tabell 16: Oversikt over egenkapitalrentabiliteten i perioden 2017 – 2021

År	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Nordlaks Oppdrett AS	51,8	39,4	26,1	13,8	19,4	30,1
Tysnes fjordbruk AS	73,1	35,0	113,7	20,9	78,2	64,2
Måsøval AS	25,5	44,0	33,9	41,6	21,1	33,2
Eide fjordbruk AS	73,2	35,8	35,9	26,6	33,0	40,9
Gjennomsnitt	55,9	38,6	52,4	25,7	37,9	42,1

## Nordlaks

Sammenliknet med de andre selskapene har Nordlaks den laveste egenkapitalrentabiliteten i perioden, med et gjennomsnitt på 30 prosent. Dette tilsier at Nordlaks gjennomsnittlig får mindre avkastning på sin egenkapital enn de andre selskapene, og er derfor isolert sett mindre lønnsom for eierne. Dette skyldes imidlertid at de i hovedsak har en betydelig lavere andel gjeld enn de andre selskapene, altså finansierer de seg med en større andel egenkapital, som resulterer i økt nevner og lavere egenkapitalrentabilitet. Det blir derfor feil å konkludere med at selskapet er mindre lønnsomt for eierne enn de andre selskapene. Egenkapitalrentabiliteten er større enn total kapitalrentabiliteten hvert år, og kan dermed sies å være tilfredsstillende. Av regnskapet ser vi at selskapet i årene 2017 og 2018 har betydelig høyere resultat før skattekostnad, og at resultatet reduseres betydelig i 2019 og enda mer i 2020, trolig i hovedsak på grunn av pandemien. I tillegg til dette øker egenkapitalen gjennom perioden. Totalt sett fører dette til en reduksjon i telleren og vekst i nevneren, som igjen fører til negativ utvikling i egenkapitalrentabiliteten, som vi ser i figur X. Egenkapitalrentabiliteten har også sammenheng med utbyttene som tas ut av selskapet. Nordlaks har en lavere utbytterate enn de andre selskapene, og ved å la vær å ta ut overskuddet som utbytte øker selskapets egenkapital og når ikke årsresultatene øker tilsvarende vil egenkapitalrentabiliteten reduseres.

## Tysnes fjordbruk

Egenkapitalrentabiliteten til Tysnes er preget av store svingninger, men er hvert år høyere enn total kapitalrentabiliteten. Egenkapitalrentabiliteten er i gjennomsnitt 64 prosent i perioden, og er med det betraktelig høyere enn for de andre tre oppdrettselskapene, og mer enn dobbelt så høyt som gjennomsnittet til Nordlaks. Dette henger imidlertid tett sammen med selskapets

---

høye gjeldsgrad, som tilsier at selskapet i stor grad finansierer seg med gjeld fremfor egenkapital, noe som følgelig reduserer egenkapitalen i nevneren og dermed medfører en høy egenkapitalrentabilitet. Dette høye gjennomsnittet dras imidlertid også opp av en svært høy egenkapitalrentabilitet i 2019, å hele 113,7 prosent, som tilsier at resultatet før skatt var høyere enn den totale egenkapitalen i selskapet dette året. I tillegg må det også nevnes at Tysnes har en gjennomsnittlig utbytterate på 80 prosent i perioden hvor vi ser at i de tre årene det tas ut store utbytter, er egenkapitalrentabiliteten svært høy. Dette er fordi egenkapitalen reduseres og rentabiliteten økes tilsvarende resultatet før skatt disse årene.

### **Måsøval**

Måsøval har en gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet på 33 prosent, og den er hvert år høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Perioden preges imidlertid av svingninger og vi ser også her at de svinger i takt med utbyttene som tas ut av selskapet, hvor rentabiliteten er høyere i årene hvor det tas ut store utbytter. Vi ser i regnskapene at de fra 2018 og ut perioden har en relativt stabil vekst i resultat før skatt, men at andelen egenkapital svinger, og er i 2021 på sitt høyeste, noe som resulterer i at dette er året med den laveste egenkapitalrentabiliteten ettersom at resultatet ikke øker i takt med egenkapitalen.

### **Eide fjordbruk**

Eide har i 2017 en høy egenkapitalrentabilitet på hele 73,2 prosent, før den deretter reduseres i 2018 og er forholdsvis jevn ut perioden. Dette samstemmer med resultatene vi ser i regnskapene hvor de i 2017 har periodens høyeste resultat før skatt, som er omtrent 2,5 ganger så høyt som resultatet i 2020, hvor vi også finner periodens laveste egenkapitalrentabilitet. Eide har i likhet med Tysnes en svært høy utbytterate på i gjennomsnitt 88 prosent i perioden, noe som bidrar til økt egenkapitalrentabilitet ved at egenkapitalen reduseres i takt med utbyttene. De tar ut 100 prosent av overskuddet omtrent alle årene, noe som resulterer i en uendret andel egenkapital i perioden, og det er dermed resultatene før skatt som påvirker svingningene i egenkapitalrentabiliteten.

---

## Oppsummering nøkkeltall

Formålet med dette kapitlet var å gjennomføre en nøkkeltallsanalyse for å gi en innsikt i de fire selskapenes finansielle situasjon i perioden 2017 til 2021. I den første delen av nøkkeltallsanalysen analyserte vi selskapenes soliditet og likviditet. Analysen viser at alle selskapene har tilfredsstillende soliditet og likviditet i perioden, på tross av at de alle har høye gjennomsnittlige utbytterater. Nordlaks er utvilsomt selskapet med mest tilfredsstillende nøkkeltall gjennom perioden, og drar opp gjennomsnittet betydelig. Tysnes på den andre siden har noen tegn til tvilsom likviditet i perioden, men ettersom utbytteraten er svært høy tilsier dette at deres finansielle stilling er god nok.

I den siste delen av analysen så vi på selskapenes lønnsomhet gjennom nøkkeltallene driftsmargin, total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Alle de fire oppdrettsselskapene har relativt god lønnsomhet. Nordlaks er det selskapet med best lønnsomhet ut ifra vår analyse, med både høyest driftsmargin og total kapitalrentabilitet. De har imidlertid lavest egenkapitalrentabilitet, men det skyldes i hovedsak selskapets høye egenkapitalandel. Selv om alle selskapene har tilfredsstillende lønnsomhet er det Eide som totalt sett kommer dårligst ut med lavest driftsmargin og total kapitalrentabilitet, men egenkapitalrentabiliteten er imidlertid forholdsvis god. Tysnes har totalt sett tilfredsstillende og relativt høye nøkkeltall, mens Måsøval i gjennomsnitt har nest lavest verdi for alle de tre nøkkeltallene, men har gjennom perioden forholdsvis jevn utvikling, sammenliknet med de andre.

Samlet sett vurderer vi ut fra analysen at selskapenes finansielle stillinger er solide i perioden 2017 til 2021. Dette på tross av koronapandemien som i stor grad svekket selskapenes inntjening i slutten av perioden. Det er imidlertid viktig å poengtere at denne nøkkeltallsanalysen bare er en indikasjon på selskapenes finansielle situasjon, og det er gjerne flere momenter enn disse nøkkeltallene som vil virke inn på selskapenes finansielle stilling. I analysen i neste kapittel vil vi se resultatene fra nøkkeltallsanalysen opp mot selskapenes formuesskatt, årsresultater og utbytte for å kunne svare på hvorvidt formuesskatten har en negativ påvirkning på selskapenes likviditet.

---

## 7. Analyse

I dette kapitlet skal vi gjøre en analyse for å forsøke å besvare hvorvidt den nye lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner vil føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskap. Vi deler analysen inn i tre deler basert på de tre forskningsspørsmålene. Formålet med delkapittel 7.1 er å besvare første forskningsspørsmål ved å analysere hvordan de tidligere reglene som holdt konsesjoner ervervet før 1998 utenfor formuesbeskatningen har påvirket beskatningen for de to gruppene med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998. Deretter vil vi i delkapittel 7.2 analysere forskningsspørsmål to ved å se på hvordan de nye reglene vil påvirke de to gruppene selskaper fremover. Videre vil vi i delkapittel 7.3 analysere hvorvidt formuesskatten frem til nå har ført til likviditetsutfordringer for oppdrettsselskapene, og dermed besvare forskningsspørsmål tre. Her vil vi også teste hypotesen om hvorvidt formuesskatten er mer tyngende for aksjonærer i oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner etter 1998.

### 7.1 Hvordan har de tidligere verdsettelsesreglene for konsesjoner påvirket formuesverdien til unoterte oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998?

Som presentert i teoridelen har konsesjoner ervervet før 1998 blitt holdt utenfor formuesbeskatning frem til 01.01.2022. Dette har medført en ubegrunnet forskjellsbehandling av unoterte og noterte oppdrettsselskaper, og av unoterte oppdrettsselskaper med konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998. I denne delen av analysen vil vi se nærmere på forskjellsbehandlingen mellom unoterte selskap med hovedvekt av konsesjoner ervervet før og etter 1998 spesielt, og analysere hvordan de tidligere verdsettelsesreglene for formuesbeskatning har påvirket selskapene i henholdsvis gruppe 1 og gruppe 2.

For å tydeliggjøre forskjellen på de to gruppene selskaper vi analyserer, fremstiller vi under en oversikt over andel konsesjoner ervervet før og etter 1998 for selskapenes innehavende konsesjoner per 2021. Gruppe 1 med hovedvekt av konsesjoner før 1998 utgjør øvre del av

tabellen og gruppe 2 med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998 utgjør nedre del.

Tabell 17: Oversikt over antall konsesjoner i selskapene og når de ble ervervet

	Ervervet før 1998	Ervervet etter 1998	Totalt
Nordlaks Oppdrett AS	22 (85%)	4 (15%)	26
Tysnes fjordbruk AS	4 (100%)	0 (0%)	4
Måsøval AS	6 (37,5%)	10 (62,5%)	16
Eide fjordbruk AS	3 (37,5%)	5 (62,5%)	8

Prosentatsene illustrerer hvor stor andel av totale konsesjoner som er ervervet henholdsvis før og etter 1998. Som vi ser av tabellen, består gruppe 1 av Nordlaks med 85 prosent, og Tysnes med 100 prosent av sine konsesjoner ervervet før 1998, mens gruppe 2 består av Måsøval og Eide som begge to har 38 prosent av sine konsesjoner ervervet før 1998. Dette vil være relevant ettersom andelen konsesjoner ervervet før 1998 er den delen som frem til 2022 ble holdt utenfor formuesbeskatningen.

### 7.1.1 Analyse av tidligere verdsettelsesregler i oppdrettsnæringen

I første del av analysen ønsker vi å undersøke forskjellsbehandlingen som har foregått mellom gruppe 1 og gruppe 2 ved bruk av de tidligere verdsettelsesreglene for konsesjoner. Dette gjør vi ved å se selskapenes balanseførte verdier for konsesjoner i regnskapsåret 2021 i sammenheng med selskapenes faktiske størrelse på konsesjoner gjennom total MTB registrert i akvakulturregisteret. *MTB* viser hvor mye “totalt tillat biomasse” konsesjonene innehar, som altså viser konsesjonenes faktiske størrelse. Med de nye verdsettelsesreglene skal selskapenes innehavende MTB i hvert enkelt produksjonsområde verdsettes til siste oppnådd auksjonspris i det aktuelle området. Senere i kapittelet vil vi illustrere at jo mer MTB selskapet innehar, jo høyere total verdi vil selskapets konsesjoner få med de nye reglene. Ved å se selskapenes totale MTB i 2021 før de nye reglene ble innført opp mot selskapenes registrerte verdier på konsesjonene i samme år, vil vi få et tydeligere bilde på forskjellsbehandlingen som frem til nå har foregått mellom de to gruppene selskaper. I Tabell 18 illustrerer *MTB* selskapenes totale MTB per 2021, *balanseført verdi på konsesjoner* viser hvor store verdier hvert av selskapene har registrert for konsesjoner i balansen, mens *balanseført verdi pr. MTB* illustrerer hvor mye

verdi selskapene har registrert i balansen pr. MTB de innehar (balanseført verdi på konsesjoner / MTB).

*Tabell 18: Oversikt over balanseført verdi for konsesjoner og MTB i 2021*

Selskap	MTB	Balanseført verdi på konsesjoner	Balanseført verdi per MTB
Nordlaks	23 344	275 814	12
Tysnes	3 144	18 340	6
Måsøval	12 210	758 295	62
Eide	7 349	94 826	13

Av Tabell 18 ser vi at Måsøval, i gruppe 2, har en regnskapsmessig verdi på sine konsesjoner på over 750 millioner kroner, mens de har totalt MTB på i overkant av 12 000. De har altså registrert 62 kroner per MTB i balansen (758 295/12 210). Nordlaks, i gruppe 1, som innehar nesten dobbelt så mye MTB som Måsøval har en balanseført verdi på sine konsesjoner på rett under 300 millioner kroner, altså under halvparten så mye som Måsøval. Vi ser til høyre i tabellen at Nordlaks kun har balanseført 12 kroner per MTB (275 814/23 344). Dette tydelige skillet ser vi også mellom Eide og Tysnes, hvor Eide har omtrent dobbelt så mye MTB som Tysnes, men mer enn fem ganger så høy verdi registrert på konsesjoner i balansen. Dette illustrerer at de tidligere verdsettelsesreglene for konsesjoner i oppdrettsnæringen har medført en betydelig forskjellsbehandling for selskapene basert på når de har ervervet konsesjonene. Det er imidlertid også trolig andre faktorer som påvirker den store forskjellen, som blant annet når de har ervervet konsesjonene etter 1998. Rett etter 1998, og rundt tusenårsskillet var vederlagene gjerne lave, mens de i senere år har økt betraktelig. Dette så vi av figur 2 *tildeling av konsesjoner over tid* som vi presenterte i delkapittel 3.2.1. Her ser vi at prisen øker i perioden, og særlig de siste årene før 2022 hvor prisen på konsesjonene gjerne har vært basert på auksjonspriser.

## 7.1.2 Oppsummering og konklusjon

Formålet med dette kapittelet var å analysere hvordan de tidligere verdsettelsesreglene for konsesjoner i oppdrettsnæringen har skapt ulikheter for selskapene i henholdsvis gruppe 1 og gruppe 2. Vi finner at selskapene i gruppe 1 frem til nå har hatt betydelig lavere balanseførte verdier for sine konsesjoner sett i forhold til selskapenes totale MTB enn gruppe 2. Dette viser

---

at det i lang tid har foregått en forskjellsbehandling til ugunst for selskapene i gruppe 2 med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998 ettersom konsesjonene i disse selskapene i større grad har blitt inkludert i formuesverdien enn konsesjonene til selskapene i gruppe 1. Selskapene i gruppe 2 har dermed blitt formuesbeskattet for en større andel av sine konsesjoner enn selskapene i gruppe 1. Forskjellsbehandlingen har bakgrunn i at selskapene i gruppe 1 har hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998 hvor disse konsesjonene mer eller mindre ble gitt bort gratis, og som tidligere reglement i tillegg unnlot fra formuesbeskatning. Reglene for formuesbeskatning har derfor medført en betydelig forskjellsbehandling til ugunst for selskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998.

## 7.2 Hvordan vil de nye reglene som trådte i kraft 01.01.2022 påvirke unoterte oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998?

I denne delen av analysen vil vi analysere hvordan de nye reglene for verdsettelse av konsesjoner i oppdrettsnæringen vil påvirke oppdrettsselskapene i gruppe 1 og gruppe 2. Vi vil beregne verdiene av selskapenes totale konsesjoner med de nye verdsettelsesreglene som ble innført fra og med 01.01.2022, samt analysere hvordan dette vil påvirke aksjonærenes fremtidige formuesskatt.

### 7.2.1 Analyse av de nye verdsettelsesreglene i oppdrettsnæringen

I denne delen av analysen ønsker vi å undersøke effekten de nye verdsettelsesreglene for konsesjoner vil få for de to ulike gruppene av selskaper. Etter endringen i skatteloven §4-54 som fikk virkning fra 1. januar 2022 fremgår det nå at “konsesjoner er skattepliktig uten hensyn til når tillatelsen ble ervervet”. Nå skal alle konsesjoner i oppdrettsnæringen inkluderes i formuesverdien til selskapene og formuesbeskattes på lik linje med andre eiendeler. I tillegg fremgår det av en forskrift fra Finansdepartementet at prisen oppnådd på siste auksjon for produksjonsområdet skal benyttes ved fastsetting av formuesverdien av oppdrettskonsesjoner, ettersom det vil reflektere markedsprisen. Det vil si at konsesjoner som tidligere ble verdsatt til kostpris nå skal verdsettes til markedspris basert på auksjonspriser. Vi fant det derfor interessant å undersøke hvor stor verdien på selskapenes konsesjoner ville vært i 2021 ved bruk av de nye verdsettelsesreglene, samt å sammenlikne dette med konsesjonenes balanseførte verdi i 2021 for å undersøke hvilken effekt lovendringen vil ha for de to ulike gruppene.



Funnene våre vil gi et bilde på hvordan lovendringen vil påvirke den fremtidige formuesbeskatningen til de fire unoterte selskapene.

«Balanseført verdi konsesjoner» reflekterer verdien på konsesjonene som er ført i balansen i de respektive selskapenes årsregnskap i 2021. Under «Verdi konsesjoner ved nye regler» fremstilles våre beregninger for verdiene på konsesjonene til hvert av selskapene ved bruk av de nye verdsettelsesreglene, som reflekterer konsesjonenes markedsverdi. Dette har vi beregnet ved å multiplisere mengden MTB hvert av selskapene har per 2021 med sist oppnådd auksjonspris i de respektive områdene de innehar konsesjoner. *Differansen* viser hvor mye verdien av konsesjonene vil øke som følge av de nye verdsettelsesreglene, og *andel balanseført* viser hvor stor andel den balanseførte verdien utgjør av den beregnede verdien ved de nye verdsettelsesreglene. Til slutt viser *økning i prosent* hvor mye verdien på konsesjonene ved bruk av de nye verdsettelsesreglene har økt i prosent fra dagens balanseførte verdi.

Tabell 19: Oversikt over verdien på konsesjonene oppgitt i balansen og våre beregnede verdier for konsesjoner ved bruk av de nye verdsettelsesreglene

Selskap	Balanseført verdi konsesjoner	Verdi konsesjoner ved nye regler	Differanse	Andel balanseført	Økning i prosent
Nordlaks	275 814	4 727 075	4 451 260	6 %	1714 %
Tysnes	18 340	490 464	472 124	4 %	2674 %
Måsøval	758 295	2 954 958	2 196 663	26 %	390 %
Eide	94 826	1 118 364	1 023 538	8 %	1179 %

Tall hentet fra årsregnskapene for 2021. Alle tall i hele tusen og i norske kroner.

Tabell 19 illustrerer at ved bruk av de nye verdsettelsesreglene vil det gi en betydelig økt skattemessig verdi på konsesjonene for alle de fire selskapene, i forhold til hva de frem til nå har blitt verdsatt til. Økningen vi kan lese av helt til høyre i tabellen viser at de nye reglene medfører en økning i konsesjonsverdi på over 1000 prosent fra dagens balanseførte verdi for flere av selskapene. Vi ser også at lovendringen vil medføre størst økning for selskapene i gruppe 1, men også betydelige økninger hos selskapene i gruppe 2. For Eide i gruppe 2 ser vi en økning på 1179 prosent, mens vi registrerer en lavere økning for Måsøval på 390 prosent. Årsaken til at økningen for Måsøval er mindre enn for de andre selskapene er i hovedsak at Måsøval har ervervet nesten halvparten av sine konsesjoner i årene 2020 og 2021, høyst

---

sannsynlig gjennom auksjon, og at derfor store deler av balanseførte konsesjoner allerede er verdsatt ut ifra auksjonspris.

Fra og med 2022 skal disse beregnede verdiene av konsesjonene inkluderes i formuesverdien til oppdrettsselskapene og dermed medberegnes i formuesskatten til eierne, noe som skal bidra til å bøte på forskjellsbehandlingen som tidligere har foregått. Vi ser av *Tabell 19* at gruppe 1 har størst økning i verdi på sine konsesjoner ved bruk av dagens verdsettelsesregler sammenlignet med balanseført verdi. De har frem til nå kun medberegnet henholdsvis seks og fire prosent av den reelle markedsverdien av selskapets konsesjoner, og har altså hatt store skjulte verdier i balansen. Dette indikerer at lovendringen i størst grad vil påvirke selskapene i gruppe 1 ved at de vil få en større økning i formuesskatt, ettersom en økning i den skattemessige verdien av konsesjonene fører til større formuesverdi og derav økt formuesskatt.

For selskapene i gruppe 1, Nordlaks og Tysnes ser vi av tabellen at de nye verdsettelsesreglene vil medføre svært store endringer i formuesverdien av konsesjonene. Dette er forventet ettersom de frem til nå har hatt store konsesjonsverdier som ikke har vært balanseført, men som nå blir synlig gjennom de nye verdsettelsesreglene. Den balanseførte verdien for Nordlaks sine konsesjoner for 2021 var på 275 millioner, mens vi ved bruk av dagens verdsettelsesregler beregnet en verdi på 4,727 milliarder. Vi ser av tabellen at de frem til nå kun har medberegnet seks prosent av reell markedsverdi, altså den beregnede verdien av konsesjonene ved bruk av auksjonspris. Det samme gjelder for Tysnes hvor vi ser at de kun har medberegnet fire prosent av den totale markedsverdien ved bruk av de gamle verdsettelsesreglene. Denne svært lave prosentandelen kan begrunnes i at Tysnes er det eneste selskapet i vår analyse som kun har konsesjoner ervervet før 1998. Ettersom Tysnes har noe, men dog svært lave verdier på konsesjonene oppgitt i balansen kan det indikere at de har fått tildelt konsesjonene til et svært lavt vederlag og deretter har balanseført de til denne lave kostprisen.

For selskapene i gruppe 2 ser vi også en betydelig økning i konsesjonenes verdi med de nye verdsettelsesreglene, men likevel en noe mindre økning enn for gruppe 1. En av årsakene til at vi ser en såpass stor økning i konsesjonenes verdi også for denne gruppen med selskaper er at gruppe 2 heller ikke har ervervet 100 prosent av sine konsesjoner etter 1998. Begge selskapene i gruppe 2 har en andel konsesjoner ervervet før 1998, men likevel en lavere andel enn

---

selskapene i gruppe 1. I tillegg har de i likhet med selskapene i gruppe 1 betalt et betydelig lavere vederlag for de fleste av sine konsesjoner enn hva dagens auksjonspris tilsier at konsesjonene er verdt, noe som forklarer den store verdiøkningen i konsesjonene med de nye verdsettelsesreglene også for denne gruppen.

Vi ser av Tabell 19 at Eide frem til nå har medberegnet åtte prosent av den totale markedsverdien av sine konsesjoner, noe som skiller seg lite fra hva vi så for selskapene i gruppe 1. Bakgrunnen for det er først og fremst som nevnt over at de også innehar en betydelig andel konsesjoner ervervet før 1998. Den andre årsaken er trolig at konsesjonene Eide innehar er kjøpt før auksjonene ble innført og har derfor blitt kjøpt til en svært lav pris som er langt under faktisk markedsverdi. Konsesjonene Eide eier er dermed blitt verdsatt til en lav verdi i balansen til tross for at hovedvekten av konsesjonene er ervervet etter 1998. Dette medfører igjen at selv om de har balanseført en større andel av sine konsesjoner etter 1998 enn selskapene i gruppe 1, er de blitt balanseført til en pris langt under hva de nye verdsettelsesreglene tilsier at konsesjonene er verdt.

Måsøval har imidlertid medregnet en større andel av markedsverdien frem til nå. De har allerede balanseført 26 prosent av markedsverdien, og som vi allerede har vært inne på kan det begrunnes med at de ervervet hele 5000 tonn MTB i 2020, høyst sannsynlig gjennom auksjon. Kostprisen for disse var dermed trolig forholdsvis høy, slik at disse konsesjonene allerede er oppført med en relativt høy verdi i balansen fra før. Oppsummert finner vi en lavere prosentvis endring for selskapene i gruppe 2 ettersom selskapene i denne gruppen har en større andel konsesjoner ervervet etter 1998, som allerede er verdsatt i balansen og dermed inkludert i formuesverdien til kostpris. Både Måsøval og Eide har ervervet 63 prosent av sine konsesjoner etter 1998, hvor vederlagene for det første var økt sammenliknet med 90-tallet og tidligere, samt at auksjonene ble innført i 2018 og medførte en enda høyere kostpris på konsesjonene.

## **7.2.2 Konsesjonenes verdier ved auksjonspris som verdsettelsesmetode**

I delkapittel 7.1.1 konkluderte vi med at det frem til 2022 har foregått en betydelig forskjellsbehandling mellom selskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet henholdsvis

før og etter 98. Under delkapittel 7.1.2 fant vi imidlertid forholdsvis liten forskjell i endringen for de to gruppene selskaper ved innføring av de nye reglene. I dette delkapittelet ønsker vi derfor å undersøke hvordan det potensielt hadde blitt dersom konsesjonene ble verdsatt til auksjonspris i 2021 før skillet mellom de nye og eldre konsesjonene ble opphevet.

Vi setter opp Tabell 20 med oversikt over de fire selskapenes konsesjoner, som først presenterer den totale verdien av konsesjonene og deretter oppdelt i verdien av konsesjonene ervervet henholdsvis før og etter 1998. *Andel etter 1998* illustrerer hvor stor prosentandel konsesjonene ervervet etter 1998 utgjør av de totale konsesjonene. For å få et så reelt bilde som mulig har vi her lagt til grunn hvilke av selskapenes konsesjoner som er ervervet henholdsvis før og etter 1998 og tatt i betraktning de ulike konsesjonenes totale MTB og siste oppnådde auksjonspris for de respektive områdene.

*Tabell 20: Oversikt over beregnede verdier for konsesjoner ervervet før og etter 1998*

Selskap	Total verdi	Ervervet før 1998	Ervervet etter 1998	Andel etter 1998
Nordlaks	4 727 075	4 047 563	679 511	14 %
Tysnes	490 464	490 464	0	0 %
Måsøval	2 954 958	1 140 599	1 814 359	61 %
Eide	1 118 364	385 944	732 420	66 %

*Alle tall i hele tusen og i norske kroner.*

Som vi ser av Tabell 20 har selskapene i gruppe 2 store verdier på konsesjonene ervervet etter 1998. Dersom skillet mellom verdsettingen av konsesjoner ervervet før og etter 1998 ikke hadde blitt opphevet ville selskapene i gruppe 2 blitt nødt til å medberegne en mye høyere andel av sine konsesjoner i formuesverdien enn selskapene i gruppe 1, med auksjonspris som verdsettelsesgrunnlag. Når vi legger auksjonsprisene til grunn slik som vi gjør her, får vi et tydeligere bilde av forskjellsbehandlingen mellom de to ulike gruppene selskaper. Dette illustrerer viktigheten av lovendringen som ble innført i år, hvor skillet mellom konsesjoner ervervet før og etter 1998 ble opphevet. Dette skal skape mer rettferdighet mellom oppdrettsselskapene i gruppe 1 og 2.

### 7.2.3 Endring i formuesskatt ved innføring av nye regler

Fra og med 2022 ble praksisen for formuesbeskatningen av konsesjoner endret. Nå skal forskjellen i formuesbeskatning mellom eldre og nye oppdrettskonsesjoner oppheves, samt at alle konsesjoner nå skal verdsettes til auksjonspris. Avslutningsvis ønsker vi dermed å beregne hvor mye den totale formuesskatten til oppdrettselskapenes eiere ville vært i 2021 dersom man benyttet de nye verdsettelsesreglene for konsesjoner. Vi ønsker også å se på hvor mye formuesskatten vil øke i forhold til reell avregnet formuesskatt for 2021.

Tabell 21 viser en oversikt over beregningene, hvor *Faktisk formuesskatt* er den reelle totale formuesskatten selskapet utløste for sine eiere i 2021, mens *Total formuesskatt ved nye regler* viser hvor mye formuesskatten ville vært i 2021 dersom vi inkluderer konsesjonene beregnet med grunnlag i de nye reglene. *Differanse* illustrerer økningen i total formuesskatt de nye verdsettelsesreglene for konsesjoner vil medføre. Det er imidlertid viktig å poengtere at dette ikke vil samsvare med den faktiske formuesskatten selskapene vil utløse i fremtiden ettersom vi ikke hensyntar endringen i andre forhold i selskapene som eiendeler eller gjeld, men det er en indikasjon på endringen i formuesverdien de nye verdsettelsesreglene for konsesjoner vil medføre.

*Tabell 21: Forskjellen i reell formuesskatt i 2021 og beregnet formuesskatt tillagt konsesjonenes formuesverdi ved bruk av de nye verdsettelsesreglene for året 2021*

	Faktisk formuesskatt	Total formuesskatt ved nye regler	Differanse
Nordlaks	28 311	66 147	57 %
Tysnes	2 932	6 945	58 %
Måsøval	3 648	22 320	84 %
Eide	2 554	11 254	77 %

*Alle tall i hele tusen og i norske kroner. Total formuesskatt ved de nye reglene inkluderer verdien av konsesjonene presentert i kapittel 7.2.1 multiplisert med formuesskattesatsen på 0,85%.*

Av Tabell 21 ser vi at differansen mellom faktisk betalt formuesskatt i 2021 og total formuesskatt ved innføring av de nye reglene gjør størst utslag for selskapene i gruppe 2 med selskapene som hadde hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998. Dette er noe overraskende ettersom selskapene i gruppe 2 i utgangspunktet har en større andel av sine

---

konsesjoner registrert i formuesverdien i utgangspunktet ved at de har hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998 som allerede er medregnet i formuesverdien til kostpris. Vi ser likevel at det kan begrunnes i andre bakenforliggende faktorer. Blant annet spiller gjeldsgrad en sentral rolle her. Måsøval har for eksempel en betydelig større andel gjeld enn Nordlaks, og har dermed en generelt lav formuesskatt i utgangspunktet ettersom gjeld er fradragsberettiget ved beregning av grunnlaget for formuesskatten. Når vi legger på verdien av konsesjonene på toppen av dette vil økningen dermed bli stor sammenliknet med for Nordlaks som har en mye mindre andel gjeld i forhold til eiendeler i utgangspunktet. Imidlertid ser vi at Tysnes i gruppe 1 har en lavere økning i formuesskatten enn gruppe 2 på tross av at vi i nøkkeltallsanalysen fant at de har den høyeste gjeldsgraden i perioden. Dette kan trolig forklares ved at Tysnes er selskapet med desidert færrest konsesjoner, og selv om de også er det minste av de fire selskapene utgjør konsesjonene en mindre andel av totale eiendeler sammenliknet med de andre selskapene.

Disse funnene illustrerer i tillegg den enorme rabatten de unoterte selskapene får uavhengig av når de har ervervet konsesjonene sine. I kapittel 2 presenterte vi blant annet forskningen til Andresen og Bøe (2022), støttet av Gobel og Hestdal (2015) og Birknes og Lilland (2018), som fant at unoterte selskap alt i alt får en ekstrem stor verdsettelsesrabatt i forhold til noterte selskap. Våre funn indikerer dermed at dette også er overførbart til henholdsvis noterte og unoterte selskap i oppdrettsbransjen ettersom vår analyse tydelig indikerer at det er store skjulte verdier i disse unoterte selskapene som ville vært synlige ved en eventuell notering.

Et av selskapene i vår analyse, Måsøval, ble notert på Euronext Growth-listen i 2021. Dette er en form for børsnotering hvor selskapene som er notert følgelig får synliggjort sin pålydende børskurs. Vi finner her at pålydende børskurs for Måsøval per 2022 er 3,64 milliarder kroner. I henhold til hovedregelen for formuesbeskatning tilsier dette at dersom Måsøval hadde utløst formuesskatt som et notert selskap, skulle utgangspunktet for formuesverdien vært denne pålydende markedsverdien på 3,64 milliarder kroner, noe som tilsvarer en formuesskatt på 30,9 millioner kroner. Dette er en formuesskatt på hele 88 prosent mer enn hva vi ser til venstre i Tabell 21 at de faktisk betalte i 2021. Vi ser at utløst formuesskatt med børsverdiene som utgangspunkt også er høyere enn hva beregnet skattemessig formuesverdi er etter de nye reglene som fremgår av tabellen over. Dette gir en indikasjon på at formuesskatterabatten har vært meget stor for unoterte selskap.

---

## 7.2.4 Oppsummering og konklusjon

Formålet med dette kapitlet var å analysere hvordan de nye reglene vil påvirke selskapenes formuesverdi og formuesbeskatning fremover. Vi finner at endringen i verdsettelsesregler ved bruk av auksjonspris fremfor kostpris vil gi en større økning for alle de fire oppdrettsselskapene enn antatt. Vi forventet i utgangspunktet å finne en større forskjell mellom de to gruppene selskaper enn hva vi gjorde, men fant isteden at selskapene i begge gruppene ble betydelig berørt av lovendringen. Årsaken til at selskapene i gruppe 2 også i stor grad vil bli rammet av lovendringen er i hovedsak at disse selskapene også har en betydelig andel konsesjoner ervervet før 1998. Dette resulterer i at selskapene i gruppe 2 i likhet med selskapene i gruppe 1 har betydelige skjulte konsesjonsverdier som frem til nå ikke har blitt medberegnet i formuesverdien. I tillegg til dette har også konsesjonene ervervet etter 1998 blitt tildelt til lave priser frem til auksjonene ble innført i 2018. Alt i alt medfører dette at selskapene i stor grad blir berørt av lovendringen uavhengig av når de har ervervet sine konsesjoner.

Videre fant vi imidlertid at dersom konsesjonene hadde blitt verdsatt til auksjonspris før skillet mellom eldre og nye konsesjoner ble opphevet ville det medført en enorm forskjellsbehandling, hvor selskapene i gruppe 1 ville fått en betydelig lavere formuesverdi enn selskapene i gruppe 2. Dette illustrerer viktigheten av å endre loven som tidligere holdt konsesjoner ervervet før 1998 utenfor formuesbeskatningen. Til slutt illustrerer vi i kapittel 7.1.4 hvor mye den totale formuesskatten potensielt vil øke ved innføringen av de nye reglene. Her fant vi noe overraskende at gruppe 2 vil få den største økningen i formuesbeskatning. Vi konkluderte imidlertid med at dette i hovedsak er begrunnet i andre bakenforliggende faktorer som blant annet gjeldsgrad og antall konsesjoner de respektive selskapene innehar.

Alt i alt finner vi at lovendringen som trådte i kraft 1. januar 2022 vil medføre en stor økning i oppdrettsselskapenes formuesverdi uavhengig av om selskapet har hovedvekt av konsesjoner ervervet før eller etter 1998. Imidlertid finner vi som forventet at den største økningen i konsesjonsverdi som følge av de nye reglene vil ramme selskapene i gruppe 1, med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998. Vi finner også at hvor mye formuesverdien totalt sett vil endre seg, i stor grad avhenger av andre faktorer enn når selskapets konsesjoner er ervervet. Oppsummert finner vi likevel at alle de unoterte selskapene får en enorm verdsettelsesrabatt

---

sammenliknet med noterte selskap som får sine markedsverdier fastsatt til pålydende børskurs. Det er imidlertid viktig å bemerke at vedtaket om innføring av grunnrenteskatt i oppdrettsnæringen førte til at auksjonsprisene i 2022 ble redusert sammenlignet med tidligere år. Dette vil videre føre til en lavere økning i verdsettelsen av konsesjoner enn hva vi fremstiller i denne analysen ettersom auksjonsprisene for 2022 er lavere enn auksjonsprisene vi benytter fra 2018 og 2020. Det har bakgrunn i lovendringen om at det er sist oppnådd auksjonspris som skal være verdsettelsesgrunnlaget for konsesjonene.

### 7.3 Fører formuesskatten til likviditetsutfordringer for de unoterte oppdrettselskapene?

Formuesskatten er en skatt som tilfaller fysiske personer. Det er altså eierne av bedriftene som betaler formuesskatt, og ikke bedriftene selv. Formuesverdien av selskapet reflekteres i en ligningsverdi som beregnes basert på selskapets eiendeler, med tilhørende rabatter som vi presenterte i kapittel 2. Dette beskattes med en gitt prosent, som i hele vår analyseperiode var 0,85 prosent. Eierne av selskapet betaler formuesskatt basert på hvor stor andel av selskapet de eier. Formuesskatten vil først påvirke bedriftene når eierne ser seg nødt til å ta ut utbytte fra selskapet for å betale skatten.

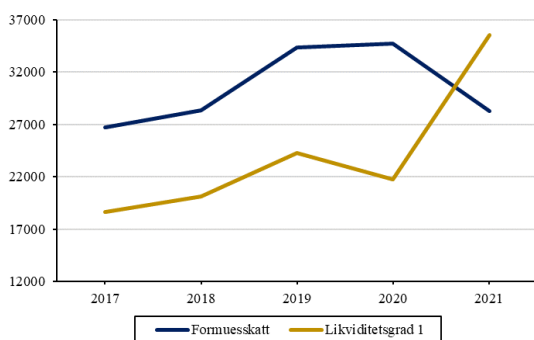
Formålet med dette delkapittelet er å undersøke om formuesskatten har skapt likviditetsutfordringer for de unoterte selskapene. Vi vil også undersøke hvorvidt det er forskjell på formuesskattens påvirkning på likviditeten og soliditeten til selskapene med konsesjoner ervervet henholdsvis før og etter 1998. Dette vil vi gjøre basert på resultatene fra nøkkeltallsanalysen i kapittel 6. For å undersøke dette vil vi analysere nøkkeltallene likviditetsgrad 1, egenkapitalandel og gjeldsgrad opp mot selskapenes årsresultat, formuesskatt og utbytte. Vi vil også undersøke sammenhengen mellom formuesskatt utløst fra eierskap i bedriftene og bedriftenes utbytte, som vil kunne gi oss en indikasjon på hvorvidt deres totale formuesskatt henger sammen med selskapets utbyttebetalinger. I tallene vi presenterer for utbytte har vi inkludert ordinære utbytter, konsernbidrag og ekstraordinære utbytter ettersom dette alt i alt er penger som tas ut av driften. Vi vil sammenligne nøkkeltallene opp mot formuesskatten, og se om det er en sammenheng ved at årene med høyere formuesskatt også er år med svakere nøkkeltall enn normalt sett, og motsatt.



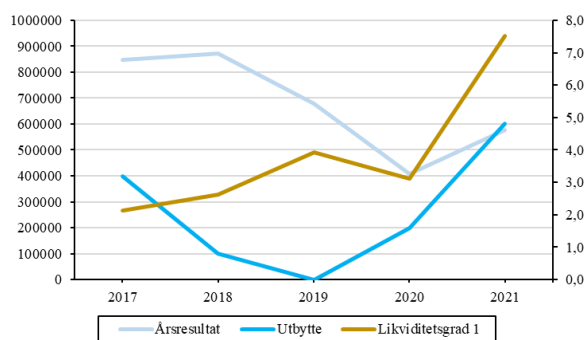
### 7.3.1 Nordlaks

I nøkkeltallanalysen konkluderte vi med at Nordlaks gjennom hele perioden har hatt god soliditet og likviditet, og at de gjennomgående er mer solide enn de tre andre selskapene. Nordlaks er imidlertid også det selskapet som utløser mest formuesskatt for sine aksjonærer. Vi registrerer en positiv vekst i både likviditetsgrad 1 og egenkapitalandel i løpet av perioden, samt en generell reduksjon i gjeldsgrad. Dette taler for at Nordlaks fikk bedre soliditet og likviditet i perioden.

#### Likviditetsgrad 1



Figur 13: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse) 2017-2021

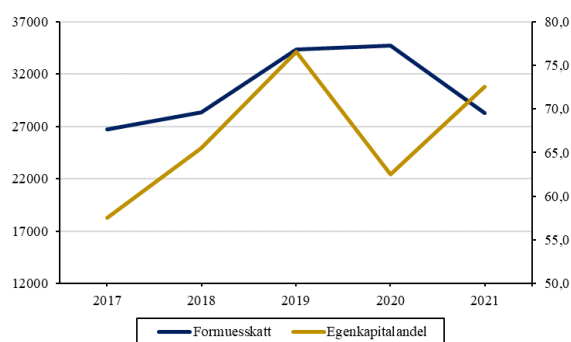


Figur 14: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse)

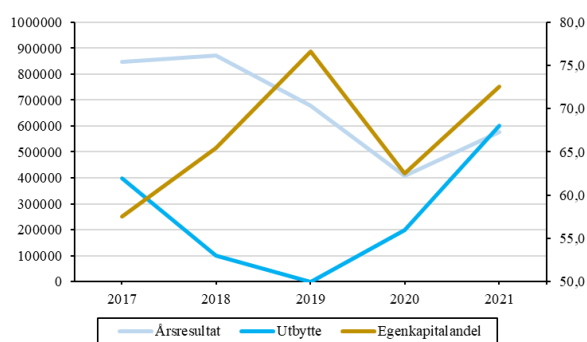
Vi ser av Figur 13 at det foreligger en positiv korrelasjon mellom likviditetsgrad 1 og formuesskatt i perioden 2017 til 2019, hvor vi både registrerer en vekst i likviditetsgrad 1 og en vekst i formuesskatt. I de to siste årene av perioden ser vi imidlertid en negativ korrelasjon mellom likviditetsgrad 1 og formuesskatten, og det blir alt i alt lite grunnlag for å kunne konkludere med en korrelasjon i perioden. Av Figur 14 ser vi at det med unntak av perioden 2018 til 2019 er en positiv korrelasjon mellom årsresultat og likviditetsgrad 1. Dette samsvarer med våre forventninger ettersom økt årsresultat gir en økning i omløpsmidler, som igjen øker likviditetsgrad 1, og motsatt. Vi ser imidlertid en halvering i årsresultatet i perioden 2018 til 2020 og likviditetsgraden har i liten grad fulgt denne nedgangen. Korrelasjonen er derfor noe svak.

Dette kan imidlertid ha en sammenheng med at det i perioden 2018 til 2020 tas ut mindre eller ingen utbytter. Når det tas ut store utbytter er det naturlig å forvente en reduksjon i likviditetsgrad 1, og motsatt når det tas ut små eller ingen utbytter. Dette er fordi at et stort utbytte medfører en potensiell reduksjon av omløpsmidlene, og en økning i kortsiktig gjeld ettersom overskuddet som skal tas ut som utbytte omgjøres til kortsiktig gjeld til aksjonærene det respektive driftsåret, før det så tas ut av driften påfølgende år. Vi ser at disse forventningene stemmer godt for Nordlaks, hvor vi i Figur 14 ser en negativ korrelasjon mellom likviditetsgrad 1 og utbytte i perioden med unntak av perioden 2020 til 2021. Som tidligere påpekt gjøres analysen utelukkende på selskapenes årsoppgjør. Vi har derfor ikke mulighet til å analysere selskapenes likviditet løpende.

## Egenkapitalandel



Figur 15: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse) 2017-2021

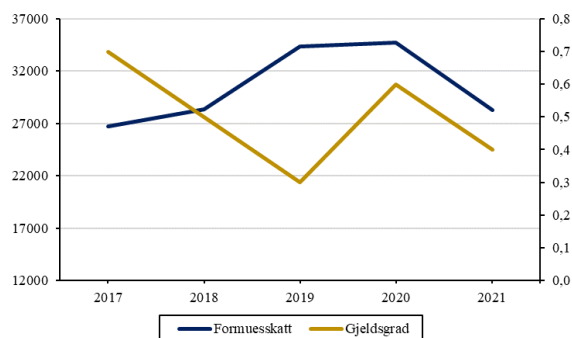


Figur 16: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse)

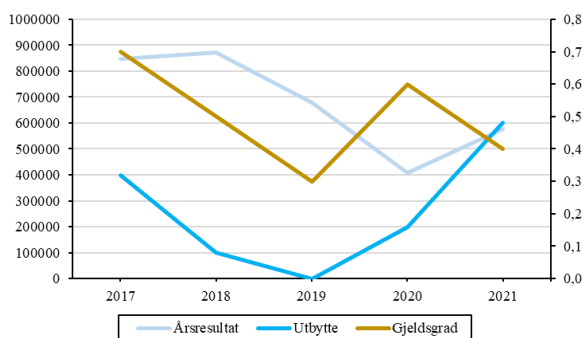
Vi ser i Figur 15 en positiv korrelasjon mellom egenkapitalandelen og formuesskatten i perioden 2017 til 2019, noe som er naturlig ettersom at økt egenkapitalandel innebærer økte eiendeler og/eller redusert gjeld som igjen resulterer i økt formuesskattegrunnlag. I perioden 2019 til 2021 ser vi imidlertid en negativ korrelasjon og det er dermed ingen solid grunnlag for å kunne påstå at egenkapitalandelen verken korrelerer positivt eller negativt med formuesskatten. Vi kan imidlertid se av Figur 16 at egenkapitalandelen har en positiv korrelasjon med årsresultatet i perioden, med unntak av et avvik i perioden 2018 til 2019 hvor vi ser en sterk nedgang i årsresultat og samtidig en økning i egenkapitalandel. Den negative korrelasjonen i perioden fra 2018 til 2019 skyldes i hovedsak at det ikke tas ut utbytte dette året, noe som bidrar til å øke egenkapitalen på tross av et lavere årsresultat. At

egenkapitalandelen korrelerer positivt med årsresultatet resten av perioden gir mening ettersom en økning i årsresultatet medfører økt opptjent egenkapital, med mindre hele overskuddet tas ut som utbytte. Med unntak av perioden 2020 til 2021 ser vi i Figur 16 en negativ korrelasjon mellom utbytte og egenkapitalandel, noe som kan forklares ved at egenkapitalen reduseres tilsvarende det utbyttet som tas ut, og motsatt øker egenkapitalen tilsvarende årsresultatet de årene det ikke tas ut utbytte.

## Gjeldsgrad



Figur 17: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021

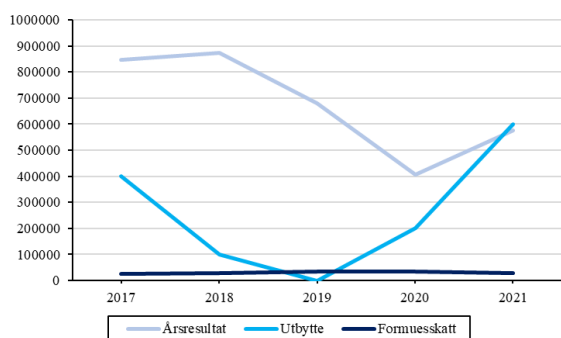


Figur 18: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021

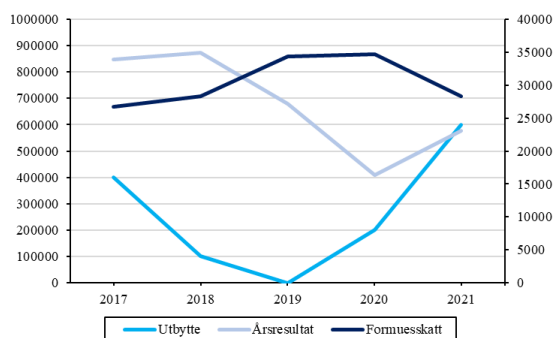
I Figur 17 ser vi en negativ korrelasjon mellom gjeldsgrad og formuesskatt i årene 2017 til 2019, hvor vi i perioden registrerer en kraftig reduksjon i gjeldsgrad og en jevn økning i formuesskatten. Dette kan forklares ved at en redusert gjeldsgrad innebærer økt formuesskatt ettersom selskapet finansierer seg med mer egenkapital og mindre gjeld i perioden, og vi vet at økt egenkapital og redusert gjeld øker formuesskattegrunnlaget. I perioden 2019 til 2021 ser vi igjen en positiv korrelasjon mellom gjeldsgrad og formuesskatt. Denne positive korrelasjonen kan blant annet indikere at økt formuesskatt bidrar til økt utbytte som igjen reduserer selskapets egenkapital og øker gjeldsgraden. Det er samlet sett likevel lite grunnlag for å påstå noen tydelig, verken positiv eller negativ korrelasjon i perioden. For å få et tydeligere bilde på hvorvidt formuesskatten påvirker gjeldsgraden og motsatt, kunne vi sett på utviklingen over en lenger periode. Med unntak av perioden 2020 til 2021, ser vi i Figur 18 en positiv korrelasjon mellom gjeldsgrad og utbyttene som tas ut av selskapet. Dette virker rimelig ettersom at de årene selskapet ikke tar ut utbytte reduseres gjeldsgraden forholdsvis ved at egenkapitalen øker tilsvarende årets resultat, som dermed isolert sett medfører en

reduksjon i gjeldsgraden. Gjeldsgraden vil altså øke de årene selskapet tar ut utbytte, og reduseres de årene de ikke tar ut utbytte. Årsresultatet ser ikke ut til å korrelere med gjeldsgraden i de fem årene vi analyserer.

### Har formuesskatten betydning for aksjonærenes valg av utbytte?



Figur 19: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021



Figur 20: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021

Figur 19 og Figur 20 illustrerer utviklingen i utbytte og formuesskatt for Nordlaks i perioden 2017 til 2021. Figur 19 viser de totale størrelsene på formuesskatten selskapet utløser for sine eiere, samt utbyttene og årsresultatet i hvert av årene i perioden. I Figur 20 har vi lagt inn verdiene for formuesskatten på høyre y-akse og verdiene for utbytte og årsresultat på venstre y-akse for å bedre illustrere svingningene og korrelasjonene i perioden. Vi ser av Figur 20 at formuesskatten Nordlaks utløser for sine eiere er forholdsvis stabil gjennom perioden, men at det likevel er noen svingninger fra år til år, hvor den er på sitt høyeste i årene 2019 og 2020. Av Figur 19 ser vi at med unntak av 2019 er utbyttene som tas ut betydelig større enn formuesskatten, mens det i 2019, et av årene med høyest formuesskatt, ikke tas ut utbytte overhode. Det kan godt tenkes at de store utbyttene som tas ut i 2017 og 2018 er ment å dekke formuesskatten i 2019, men de vil likevel ha store overskudd av utbyttene etter at formuesskatten er betalt. Det ser derfor ikke ut til at formuesskatten har noe å gjøre med utbyttene som tas ut ettersom at formuesskatten i hele perioden er forholdsvis stabil og liten i forhold til størrelsen på utbyttene. Dette taler for at utbyttene i stor grad tas ut av helt andre årsaker enn å betjene formuesskatten.

---

Det er gjerne nærliggende å tro at utbytte i større grad varierer i takt med årsresultatet, men heller ikke denne sammenhengen ser ut til å være til stede for Nordlaks. Vi kan derfor konkludere med at det for Nordlaks må være andre faktorer enn formuesskatt og årsresultat som spiller inn på valg om uttak av utbytte og dets størrelse. Avslutningsvis er det imidlertid verdt å nevne at Nordlaks har ervervet hele 13 nye konsesjoner på auksjonen i 2022 noe som følgelig vil medføre økt formuesverdi og igjen økt formuesskatt i årene fremover.

## **Konklusjon**

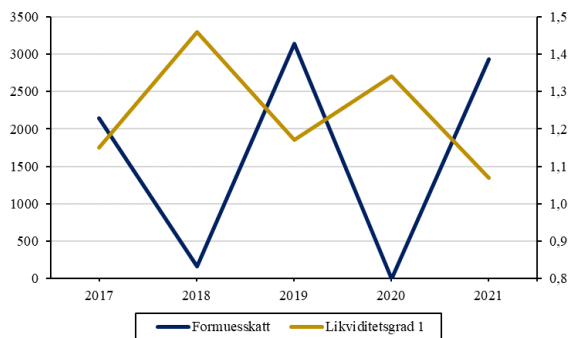
Ut ifra funnene våre i perioden 2017 til 2021 kan vi konkludere med at formuesskatten ikke ser ut til å ha noen negativ innvirkning på Nordlaks sin soliditet og likviditet. Tvert imot finner vi faktisk en korrelasjon mellom formuesskatt og økt likviditetsgrad 1, økt egenkapitalandel og redusert gjeldsgrad i de tre første årene i perioden, altså indikasjoner på at formuesskatten faktisk har en sammenheng med forbedrede nøkkeltall. Det er imidlertid med forbehold om at tre år er en svært kort periode å legge som grunnlag for å kunne konkludere absolutt med dette. Formuesskatten vil kun påvirke selskapets nøkkeltall ved at aksjonærene ser seg nødt til å ta ut utbytte for å betjene den. Som vi har konkludert med tidligere utløser Nordlaks med de historiske reglene for formuesgrunnlaget svært lite formuesskatt for sine eiere i forhold til de reelle verdiene selskapet representerer. Vi finner ingen grunnlag for å kunne påstå at det foreligger noen sammenheng mellom formuesskatten selskapet genererer og utbyttene som tas ut i perioden. Samlet sett tyder dette på at det er helt andre årsaker til at utbyttene tas ut enn med det formål å betjene formuesskatten. Vi kan dermed ikke se at formuesskatten fører til likviditetsutfordringer eller i det heletatt svekket likviditet eller soliditet for Nordlaks.

### **7.3.2 Tysnes Fjordbruk**

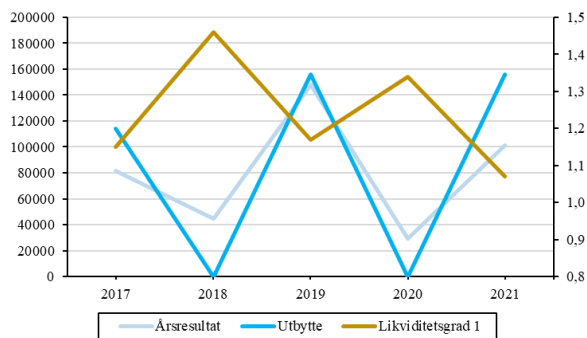
Tysnes er det av de fire selskapene med dårligst soliditet og likviditet i perioden, med i gjennomsnitt både lavest likviditetsgrad 1, lavest egenkapitalandel og høyest gjeldsgrad. Det er også selskapet som genererer lavest formuesskatt. På tross av de noe svake nøkkeltallene er de imidlertid relativt stabile gjennom perioden, og med utbytteraten tatt i betraktning kan vi derfor fastslå at selskapets finansielle stilling likevel er tilfredsstillende. Formuesskatten selskapet utløser for sine eiere svinger mye i perioden, hvor den er oppe i tre millioner i 2019

og helt nede i null i 2020.

## Likviditetsgrad 1



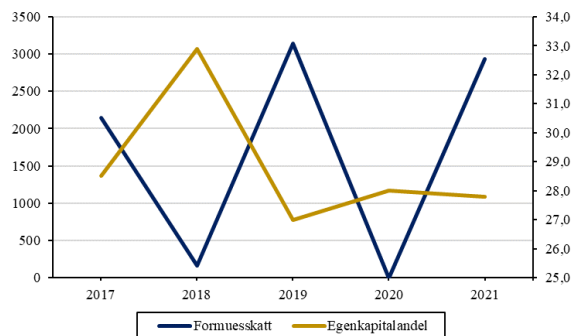
Figur 21: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse) 2017-2021



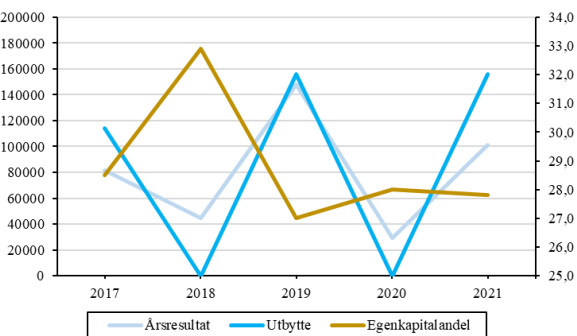
Figur 22: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse) 2017-2021

I hele perioden ser vi av Figur 21 en negativ korrelasjon mellom formuesskatten til Tysnes og deres likviditetsgrad 1. I årene hvor formuesskatten vokser, synker likviditetsgrad 1, og motsatt, noe som kan indikere at formuesskatten svekker selskapets likviditet. Det har imidlertid trolig en større sammenheng med utbyttene som tas ut, ettersom likviditetsgrad 1 svekkes når det tas ut utbytte ved at kortsiktig gjeld øker tilsvarende utbyttet. Vi ser i Figur 22 at utbytte og likviditetsgrad 1 har en tydelig negativ korrelasjon i perioden. Dersom formuesskatten er årsaken til de høye utbyttene som tas kan vi dermed påstå at formuesskatten svekker selskapets likviditet. Årsresultatet ser vi også har en negativ korrelasjon med likviditetsgrad 1. Dette kan antakelig også i stor grad forklares av den høye utbytteraten, ettersom at økt årsresultat i utgangspunktet taler for økt likviditetsgrad 1, med mindre overskuddet tas ut som utbytte. Vi ser at utbyttene i alle de tre årene de tas ut er større enn årsresultatet, noe som kan være en forklarende faktor for den negative korrelasjonen mellom årsresultat og likviditetsgrad 1. Det er en tydelig korrelasjon mellom utbytte og årsresultat i selskapet, noe som er forventet ettersom det er relativt vanlig å ta ut større utbytter i år med høyere resultat.

## Egenkapitalandel



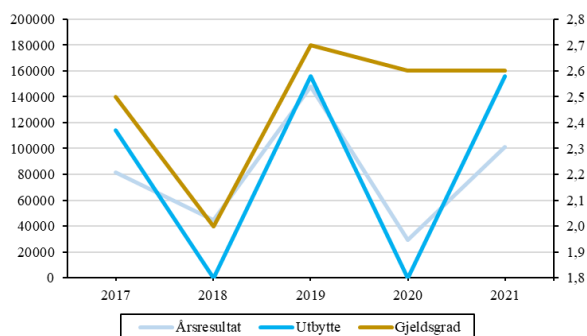
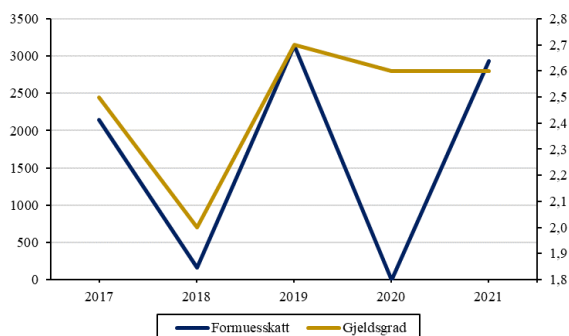
Figur 23: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse) 2017-2021



Figur 24: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse) 2017-2021

Som illustrert i Figur 23 og Figur 24 har også egenkapitalandelen en negativ korrelasjon med både formuesskatt, utbytte og årsresultat, dog noe svakere enn vi så for likviditetsgrad 1. En negativ korrelasjon mellom formuesskatt og egenkapitalandel som vi ser av Figur 23 kan isolert sett indikere at formuesskatten svekker egenkapitalen, som igjen fører til svekket soliditet. Vi må også her se det i sammenheng med den negative korrelasjonen med utbyttene som vi ser av Figur 24. Selskapets egenkapital reduseres forholdsvis når det tas ut utbytte, og egenkapitalandelen vil dermed synke. Dersom formuesskatten er årsaken til at det tas ut store utbytter kan det dermed tenkes at formuesskatten medfører svekket soliditet for Tysnes. Den negative korrelasjonen mellom årsresultat og egenkapitalandel kan også forklares ved utbyttene som tas ut, ved at de to årene hvor det er lavest årsresultat, er de to årene det ikke tas ut utbytte. De to årene øker egenkapitalandelen ettersom at når det ikke tas ut utbytte øker egenkapitalen tilsvarende årsresultatet. Motsatt synker egenkapitalandelen i årene med høyt årsresultat fordi det tas ut store utbytter, også utover årsresultatet dette året. Oppsummert kan det derfor se ut til at egenkapitalandelen blir mer påvirket av utbyttene enn årsresultatet og formuesskatten.

## Gjeldsgrad

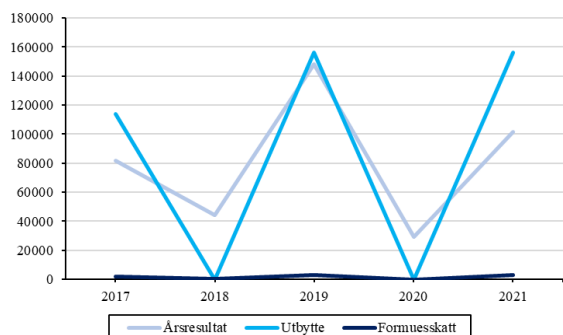


Figur 25: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021

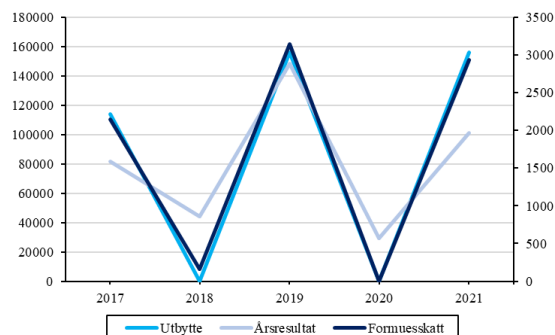
Figur 26: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021

For gjeldsgraden ser vi av Figur 25 og Figur 26 en positiv korrelasjon med både formuesskatt, utbytte og årsresultat. Trolig kan dette også i stor grad forklares ved de store utbyttene som tas ut. Når det tas ut utbytte i selskapet øker gjeldsgraden ettersom egenkapitalen blir relativt sett mindre, samt at den kortsiktige gjelden øker tilsvarende utbyttet. Vi ser at gjeldsgraden synker i 2018 og 2020 hvor det ikke tas ut utbytte ettersom egenkapitalen disse årene øker med årets overskudd, og motsatt i årene det tas ut utbytte. Dersom utbyttene tas ut for å betjene formuesskatten støtter også dette opp om at det kan se ut til at formuesskatten svekker bedriftens soliditet. Sammenhengen mellom årsresultat og gjeldsgrad blir også farget av utbyttene som tas ut ettersom at det tas ut store utbytter de årene hvor årsresultatet er høyt.

## Har formuesskatten betydning for aksjonærenes valg av utbytte?



Figur 27: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021



Figur 28: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021



---

Figur 27 viser årsresultatet, utbytte og formuesskatt i forhold til hverandre i faktiske størrelser. Det fremkommer her at alt i alt er utbyttene som tas ut betydelig større enn formuesskatten de enkelte årene, noe som indikerer at utbyttene tas ut av andre årsaker enn å betjene formuesskatten. Vi ser imidlertid en tydelig positiv korrelasjon mellom årsresultat og utbytte, altså tar de ut høyere utbytter i år med høyere overskudd. Dette er naturlig ettersom det er vanlig at når det går bra med bedriften vil eierne få avkastning for dette i form av utbytte. Likevel ser vi at de i tre av fem år tar ut utbytter som er større enn årsresultatet det respektive året. Ettersom selskapet har hatt de dårligste nøkkeltallene gjennom perioden kan en stille seg noe kritisk til at de har valgt å ta ut over 100 prosent av årsresultatet i tre av årene, men etter hva vi har forstått avhenger dette i stor grad av resultatene til de andre selskapene i konsernet, hvor overskudd flyttes til selskaper med underskudd, og samlet overskudd flyttes oppover i konsernet.

Figur 28 illustrerer utviklingen i årsresultat, utbytte og formuesskatt. Verdiene på venstre y-akse illustrerer verdiene for årsresultat og utbytte, mens verdiene på høyre side illustrerer verdiene til formuesskatten. Av figuren ser vi tydelig at formuesskatten, utbytte og årsresultatet i selskapet har en positiv korrelasjon i hele perioden. Formuesskatten selskapet utløser for sine eiere varierer en god del fra år til år, hvor den er oppe i over tre millioner i 2019, mens den i 2020 er på null. Vi ser at det virker å være en perfekt korrelasjon mellom utbytte og formuesskatten i perioden. De relative størrelsene er imidlertid svært forskjellige, der utbytte er mer enn 50 ganger så høyt som formuesskatten. Formuesskatten kan derfor ikke være utløsende årsak for utbyttenes størrelse, og det er mer trolig at årsresultatet i større grad er avgjørende for utbyttene som tas ut. Årsaken til at formuesskatten er null i 2020 er uklar ettersom vi har fått tilsendt formuesskatttallene fra selskapet uten videre forklaring. Vi ser på dette med et kritisk blikk, men forholder oss til at formuesskatten var svært lav i 2020.

## Konklusjon

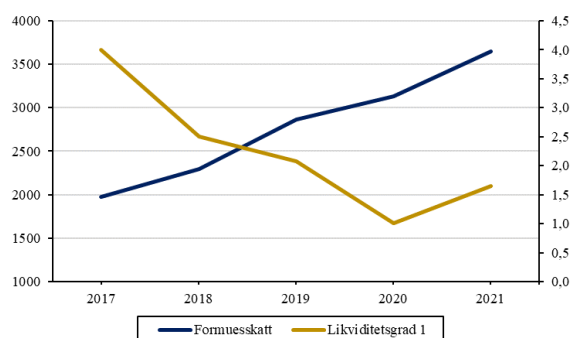
Vi finner negative korrelasjoner mellom formuesskatten selskapet utløser for sine eiere og likviditetsgrad 1 og egenkapitalandel i perioden, og en positiv korrelasjon mellom formuesskatten og gjeldsgrad. Isolert sett indikerer dette at formuesskatten faktisk medfører svekkelse i nøkkeltallene. Dette avkrefter vi imidlertid ettersom utbyttene er svært høye sammenliknet med formuesskatten hvert år, og vi kan derfor konkludere med at

formuesskatten ikke fører til svekket soliditet og likviditet i selskapet. Dette er begrunnet med at formuesskatten kun påvirker selskapets likviditet gjennom uttak av utbytter, og det er tydelig at de store utbyttene i hovedsak tas ut av andre årsaker enn for å betjene formuesskatten.

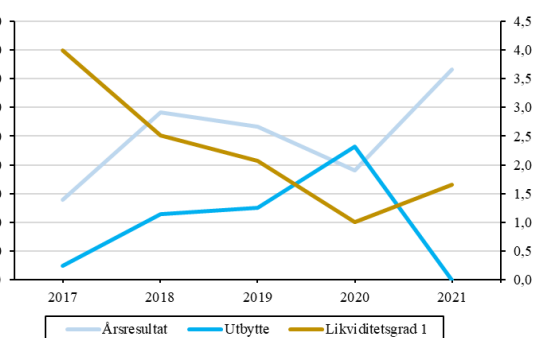
### 7.3.3 Måsøval

Måsøval har forholdsvis stabile nøkkeltall i perioden. De har en god likviditetsgrad 1, men vi ser en synkende trend. Egenkapitalandelen er stabil og tilfredsstillende, mens gjeldsgraden er noe høy sammenliknet med de andre selskapene. Samlet sett finner vi likevel en tilfredsstillende soliditet og likviditet i selskapet.

#### Likviditetsgrad 1



Figur 29: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse) 2017-2021

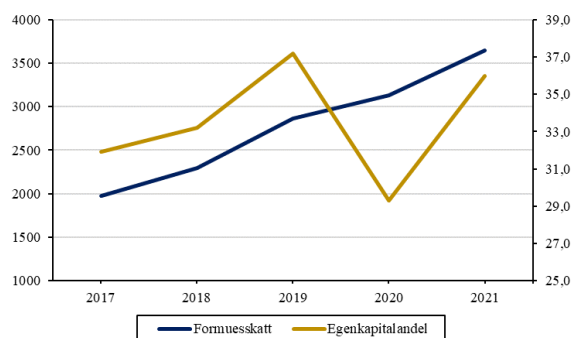


Figur 30: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse) 2017-2021

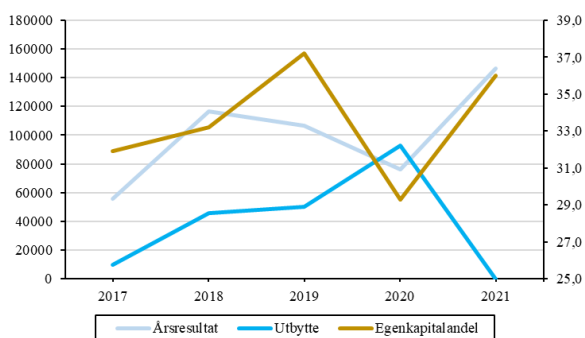
Likviditetsgrad 1 for Måsøval har generelt sett en synkende trend i perioden som figurene over viser. Vi ser av Figur 30 en positiv korrelasjon mellom likviditetsgrad 1 og årsresultatet fra og med 2018. At likviditetsgrad 1 korrelerer med årsresultatet virker rimelig ettersom økt årsresultat potensielt medfører økte omløpsmidler og mindre kortsiktig gjeld, med mindre overskuddet deles ut som utbytte. Som vi ser er det som forventet en negativ korrelasjon mellom likviditetsgrad 1 og utbytte i hele perioden, noe som gir mening ettersom at når en tar ut utbytte reduseres selskapets omløpsmidler og økes den kortsiktige gjelden. Vi finner imidlertid også, som illustrert i Figur 29, at likviditetsgrad 1 har en negativ korrelasjon med formuesskatten i perioden, noe som kan indikere at økt formuesskatt faktisk svekker selskapets

likviditet. For at denne påstanden skal stemme avhenger det imidlertid av at utbyttene som tas ut faktisk tas ut for å betjene formuesskatten, ettersom at det først og fremst er gjennom utbyttene at formuesskatten får påvirkning på selskapets soliditet og likviditet.

## Egenkapitalandel



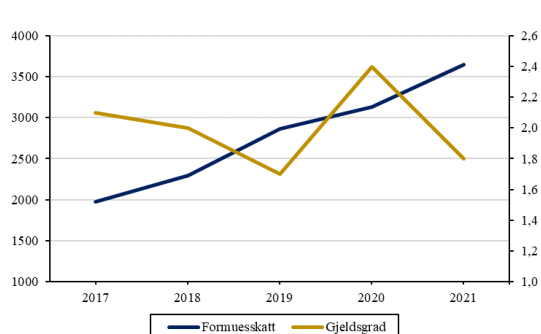
Figur 31: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse) 2017-2021



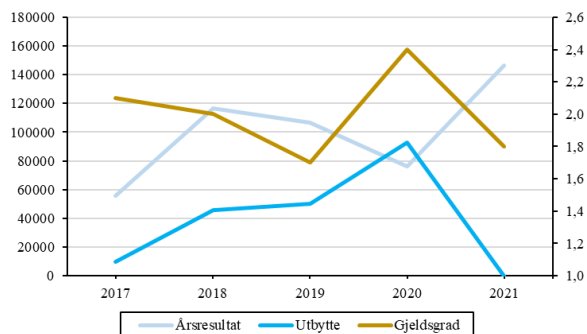
Figur 32: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse) 2017-2021

Også for egenkapitalandelen finner vi i Figur 31 og Figur 32 korrelasjoner med formuesskatt, årsresultat og utbytte, men noe svakere enn korrelasjonene vi så for likviditetsgraden. Vi ser av Figur 31 at formuesskatt, med unntak av perioden fra 2019 til 2020 korrelerer positivt med egenkapitalandelen. Dette indikerer at egenkapitalandelen øker formuesskatten, ettersom det er lite trolig at kausaliteten går motsatt vei. En høyere egenkapitalandel fører til en høyere formuesskatt ettersom økt egenkapitalandel medfører mer eiendeler og mindre gjeld. Når det gjelder utbytte ser vi av Figur 32 at det er svake sammenhenger med egenkapitalandelen, hvor det fra 2017 til 2019 foreligger en positiv korrelasjon, mens vi igjen ser en negativ korrelasjon fra 2019 til 2021. Årsresultatet korrelerer positivt med egenkapitalandelen med unntak av perioden fra 2018 til 2019. Når det ikke tas ut utbytte øker egenkapitalen tilsvarende årsresultatet, hvor Måsøval sammenliknet med de andre selskapene har forholdsvis lav utbytterate, noe som trolig fører til tettere korrelasjon mellom årsresultat og egenkapitalandel.

## Gjeldsgrad



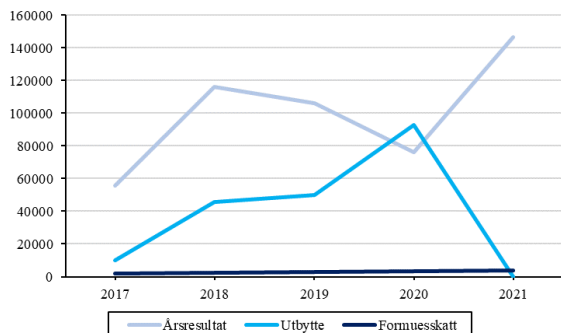
Figur 33: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021



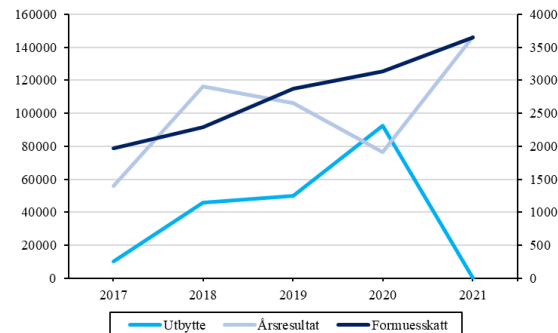
Figur 34: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021

Figur 33 viser en negativ korrelasjon mellom formuesskatt og gjeldsgrad i alle årene, med unntak av perioden 2019 til 2020, hvor vi ser at både formuesskatten og gjeldsgraden øker. Den negative korrelasjonen kan isolert sett indikere at økt formuesskatt faktisk reduserer gjeldsgraden, men mer trolig er det heller motsatt kausalitet, at redusert gjeldsgrad øker formuesskatten, ettersom redusert gjeldsgrad er et resultat av økt egenkapital og redusert gjeld, som styrker formuesverdien. På tross av den svake negative korrelasjonen ser vi ingen tegn til hverken vekst eller reduksjon i gjeldsgraden totalt sett i perioden, mens formuesskatten på sin side er økende gjennom hele perioden. For utbytte og gjeldsgrad ser vi av Figur 34, ingen tydelig korrelasjon i perioden. Både utbyttet og gjeldsgraden når imidlertid en topp i 2020. Dette gir mening ettersom at når det tas ut et stort utbytte, øker den kortsiktige gjelden tilsvarende utbyttet som tas ut samtidig som egenkapitalen potensielt reduseres. Vi ser deretter at gjeldsgraden synker igjen i 2021 når det ikke tas ut utbytte, men utenom disse to årene ser vi ingen tydelig korrelasjon. Vi kan imidlertid se en svak negativ korrelasjon mellom gjeldsgrad og årsresultatet, hvor vi ser at gjeldsgraden synker i årene med høyt årsresultat og stiger i årene med lavere årsresultat, med unntak av perioden 2018 til 2019.

## Har formuesskatten betydning for aksjonærenes valg av utbytte?



Figur 35: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021



Figur 36: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021

Av Figur 36 ser vi at formuesskatten vokser jevnt gjennom perioden. Dette indikerer gjerne at selskapet har fått økte eiendeler og mindre gjeld, og dermed får et økt formuesskattegrunnlag. I Figur 35 ser vi de samme tendensene som hos de andre selskapene, at utbyttene som tas ut er betydelig større enn formuesskatten selskapet utløser for sine eiere fra år til år. I 2020 tar de for eksempel ut et utbytte på i overkant av 92 millioner kroner, noe som utgjør mer enn årets resultat, mens formuesskatten selskapet utløste dette året kun var på rett i overkant av tre millioner kroner. I tillegg ser vi av Figur 36 at formuesskatten er på periodens høyeste i 2021, hvor det ikke tas ut utbytte, noe som underbygger argumentet om at utbytte hovedsakelig tas ut av andre grunner enn å betjene formuesskatten.

## Konklusjon

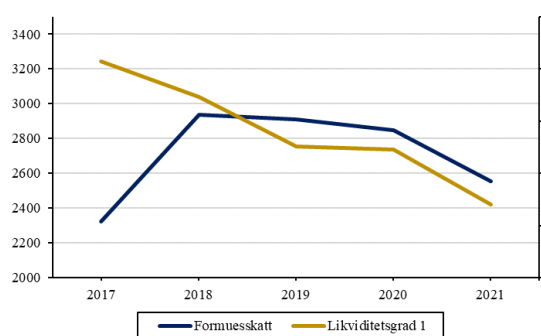
På tross av indikasjoner på at formuesskatten potensielt kunne svekke Måsøval sin likviditet, ettersom vi blant annet fant negativ korrelasjon mellom likviditetsgrad 1 og formuesskatt, har vi ikke grunnlag for å kunne påstå at formuesskatten svekker soliditeten eller likviditeten til selskapet. Dette kan vi påstå ettersom at vi både finner positiv korrelasjon mellom formuesskatten og egenkapitalandelen og negativ korrelasjon mellom formuesskatt og gjeldsgraden, noe som isolert sett indikerer at formuesskatten heller har en sammenheng med forbedrede nøkkeltall. På tross av at vi fant negative korrelasjoner mellom likviditetsgrad 1 og formuesskatten i perioden, vil det ikke være hold i påstanden om at formuesskatten svekker likviditeten. Dette er fordi at formuesskatten kun kan påvirke selskapets nøkkeltall gjennom

utbyttene som tas ut, og vi finner ingen sammenheng mellom utbyttene som tas ut av selskapet og formuesskatten selskapet utløser for sine eiere. I likhet med hva vi fant for de andre selskapene indikerer det at utbyttene i hovedsak tas ut av andre årsaker enn for å betjene formuesskatten.

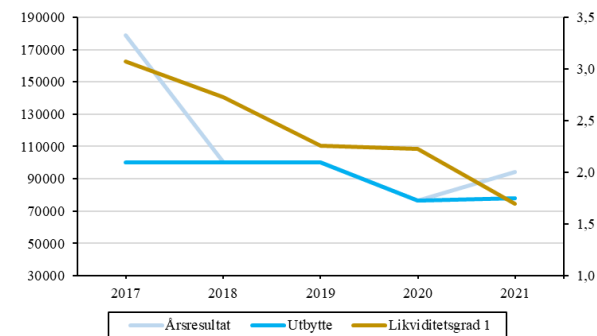
### 7.3.4 Eide fjordbruk

Med utgangspunkt i nøkkeltallsanalysen kan vi konkludere med at Eide har stabil soliditet og likviditet. Vi ser imidlertid alt i alt en svekkelse av de tre nøkkeltallene i perioden, og det er nærliggende å tro at den svært høye utbytteraten på 88 prosent er årsaken til det.

#### Likviditetsgrad 1



Figur 37: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse) 2017-2021

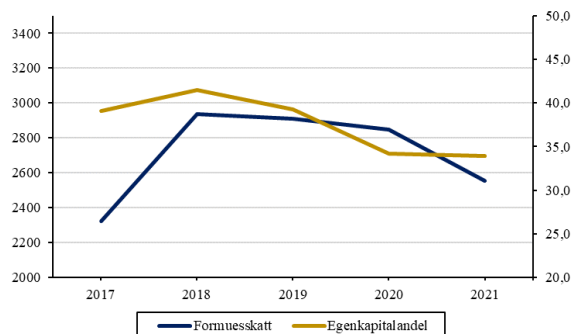


Figur 38: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Likviditetsgrad 1* (høyre-akse) 2017-2021

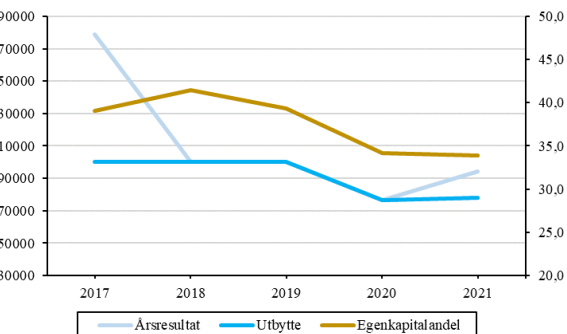
Vi ser i figurene ovenfor at analyseperioden preges av en jevn reduksjon i likviditetsgrad 1. Dette sammenfaller også med årsresultatet som ser i Figur 38 har en negativ trend i perioden, men vi kan likevel ikke se noen direkte korrelasjon fra år til år. Dette kan forklares ved at Eide har en svært høy utbytterate hvor de i perioden 2018 til 2020 tar ut 100 prosent av årsresultatet i utbytte. Også i 2020 og 2021 tar de ut svært store utbytter. Vi kan imidlertid heller ikke se noen direkte korrelasjon mellom utbytte og likviditetsgrad 1 for Eide, annet enn at de store utbyttene mest sannsynlig er noe av årsakene til den synkende likviditeten i perioden. Likevel er det kun i 2021 at selskapet har likviditetsgrad mindre enn tommelfingerregelen på 2, så likviditeten er alt i alt god i perioden. I Figur 37 ser vi forholdet mellom formuesskatten og likviditetsgrad 1 i perioden. Vi registrerer en negativ korrelasjon i første del av perioden, for

så å registrere en positiv korrelasjon i slutten av perioden, men alt i alt er det lite grunnlag for å kunne fastslå noen tydelig korrelasjon mellom formuesskatten og likviditetsgrad 1.

## Egenkapitalandel



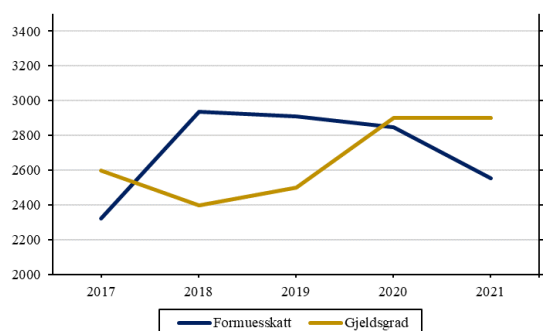
Figur 39: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse) 2017-2021



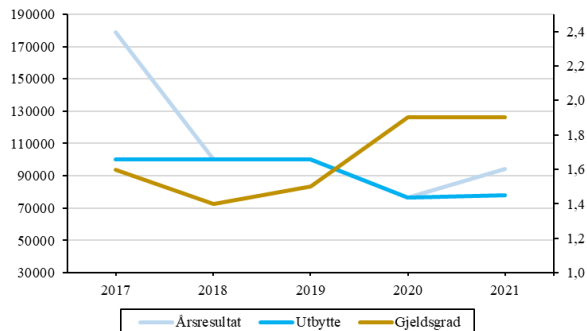
Figur 40: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Egenkapitalandel* (høyre-akse) 2017-2021

Vi kan heller ikke se noen direkte korrelasjoner med utviklingen i egenkapitalandelen og årsresultat i perioden ut fra Figur 40. Dette kan antakelig også i stor grad forklares av den høye utbytteraten i selskapet, ettersom de tar ut omtrent hele årsresultatet fra selskapet hvert år. Vi ser imidlertid en tydelig positiv korrelasjon mellom egenkapitalandelen og utbyttene i perioden i Figur 40. Når det tas ut så store utbytter som her, vil egenkapitalandelen reduseres ved at gjelden øker tilsvarende utbytte, og ved at egenkapitalen relativt sett blir lavere. I Figur 39 registrerer vi en svakt positiv korrelasjon mellom egenkapitalandelen og formuesskatten i perioden. Vi ser en økning i begge faktorene fra 2017 til 2018, og en jevn reduksjon i perioden 2018 til 2020, før den positive korrelasjonen igjen uteblir i perioden 2020 til 2021. Isolert sett avkrefter dette at økt formuesskatt svekker soliditeten og motsatt.

## Gjeldsgrad



Figur 41: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021

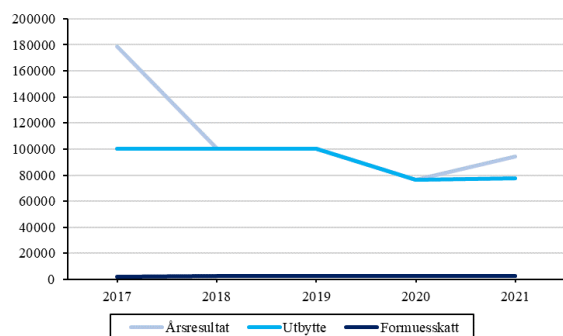


Figur 42: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av *Gjeldsgrad* (høyre-akse) 2017-2021

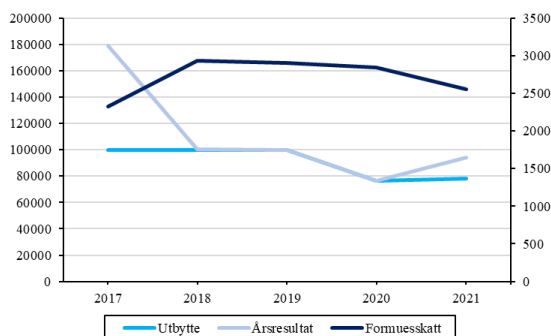
Vi ser i Figur 41 en svak negativ korrelasjon mellom gjeldsgrad og formuesskatt i perioden, noe som kan indikere at formuesskatten faktisk medfører redusert gjeldsgrad. Som vi har nevnt for flere av de andre aktørene er det imidlertid mer trolig motsatt kausalitet, at det er redusert gjeldsgrad som medfører økt formuesskatt ettersom redusert gjeldsgrad indikerer økt egenkapital og redusert gjeld, som igjen øker grunnlaget for formuesverdien. En redusert gjeldsgrad indikerer at selskapet i større grad finansierer seg med egenkapital og i mindre grad med gjeld noe som også isolert sett er positivt for selskapets soliditet. Vi ser ingen direkte korrelasjon, verken positiv eller negativ mellom verken gjeldsgrad og årsresultat, eller mellom gjeldsgrad og utbytte i Figur 42. Likevel ser vi totalt sett at både årsresultat og utbytte reduseres i perioden, mens gjeldsgraden øker. At gjeldsgraden øker når årsresultatet minker kan forklares ved at et redusert årsresultat gjerne resulterer i lavere oppbygging av egenkapital og mer gjeld. At utbytte er negativt korrelert med gjeldsgrad er noe mer uforklarlig ettersom det er nærliggende å tro at et økt utbytte vil øke gjeldsgraden ettersom egenkapitalen synker og den kortsiktige gjelden øker. Det er imidlertid ingen tydelig korrelasjon, og skulle vi konkludert med noe mer her måtte vi sett på utviklingen over en lenger periode enn kun fem regnskapsår.



## Har formuesskatten betydning for aksjonærenes valg av utbytte?



Figur 43: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021



Figur 44: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021

Som vi ser av Figur 43 er formuesskatten selskapet utløser for sine eiere relativt stabil i perioden, og ser ikke ut til å ha noen tydelige korrelasjoner med verken årsresultatene eller utbyttene fra år til år. Begge figurene over illustrerer tydelig at utbyttene i store deler av perioden er på 100 prosent av resultatet, noe som tilsier at selskapet ikke investerer noe i selskapets egenkapital disse årene. I likhet med de tre andre selskapene ser vi også at formuesskatten er svært mye lavere enn utbyttene som tas ut, noe som indikerer at utbyttene tas ut av andre årsaker enn å betale formuesskatten selskapet utløser for sine eiere. Vi finner heller ingen korrelasjoner i analysen over som indikerer at økt formuesskatt medfører en svekkelse i nøkkeltallene. Samlet sett har vi med dette tatt i betraktning ingen grunnlag for å konkludere med at formuesskatten svekker nøkkeltallene til Eide i perioden.

## Konklusjon

Vi kan konkludere med at det ikke er grunnlag for å påstå at formuesskatten har negativ påvirkning på Eides likviditet og soliditet i perioden 2017 til 2022. Dette konkluderer vi med ettersom vi finner svake eller ingen direkte korrelasjoner mellom formuesskatten selskapet utløser for sine eiere, og nøkkeltallene i perioden. Vi ser en total svekkelse i de tre nøkkeltallene i perioden, men ettersom utbytteraten er på hele 88 prosent, og at utbyttene hvert år er betydelig større enn formuesskatten selskapet utløser for sine eiere indikerer det at er andre faktorer som spiller inn på valg om uttak av utbytte, og dermed svekkelsen i nøkkeltallene. Det foreligger ingen grunnlag for å kunne påstå at formuesskatten er årsaken til svekkelsen i nøkkeltallene i perioden.

---

### 7.3.5 Oppsummering og konklusjon: Fører formuesskatten til likviditetsutfordringer for de unoterte oppdrettsselskapene?

I dette delkapittelet har vi foretatt en analyse for å undersøke om formuesskatten har skapt likviditetsutfordringer for de fire selskapene. Vi finner svært forskjellige sammenhenger mellom formuesskatten og nøkkeltallene til de fire selskapene i perioden. På tross av at vi kan se noen få indikasjoner på korrelasjon mellom økt formuesskatt og reduserte nøkkeltall for noen av selskapene, er det ingen grunnlag for å påstå at det faktisk er formuesskatten som medfører reduksjonen i nøkkeltallene. Dersom reduksjonen i nøkkeltallene faktisk skyldes økt formuesskatt, vil dette først og fremst være synlig gjennom utbytte. Vi ser en negativ korrelasjon med likviditetsgrad 1 og utbyttene i tre av de fire selskapene, noe som indikerer at utbyttene bidrar til svekket likviditet. Dette er imidlertid forventet ettersom at når det tas ut utbytte øker den kortsiktige gjelden og omløpsmidlene reduseres. Vi finner også negative korrelasjoner mellom utbyttene som tas ut, og de to nøkkeltallene egenkapitalandel og gjeldsgrad i selskapene i gruppe 1 i perioden. Vi finner imidlertid ikke de samme korrelasjonene mellom formuesskatt og svekkede nøkkeltall for selskapene i gruppe 2. Isolert sett kan dette indikere at utbyttene bidrar til svekket soliditet og likviditet for selskapene i gruppe 1.

Vi finner imidlertid at hos alle de fire bedriftene er formuesskatten selskapet utløser for sine eiere er svært mye mindre enn utbyttene som totalt sett tas ut. Dette avkrefter dermed at det er formuesskatten som svekker selskapenes likviditet og soliditet. Analysen vår viser at det gjerne er årsresultatet som spiller inn på størrelsen på utbytte fra selskapet, men at det også finnes andre utenforliggende årsaker bak uttak av utbyttene i perioden. Dette stemmer overens med funnene i studiene til Finnevolden og Guldbrandsen fra 2015, og Sandanger og Jelstad i 2017, som begge finner at utbyttet i stor grad tas ut av andre årsaker enn å betjene formuesskatten. Funnene våre tyder også på at det er selskapene med best likviditet og soliditet som genererer mest formuesskatt. Vi kan argumentere for at selskap med en sterkere økonomisk stilling utløser mer formuesskatt til eierne av bedriften, og at deres positive finansielle situasjon gir dem mulighet til å betale større utbytter til sine aksjonærer. Disse funnene støttes av studiene til Sakkestad og Skarsgaard (2013) og Apeland og Eilertsen (2020). *Konklusjonen av våre studier blir dermed at vi ikke kan hevde at formuesskatten bidrar til å svekke selskapenes likviditet.*

---

### 7.3.6 Avsluttende bemerkninger

Som vi presenterte i kapittel 2 har formuesskattesatsen vært stabil gjennom hele perioden, men verdsettelsesrabatten ved fastsetting av formue har økt betydelig hvert år, hvor den i 2017 var på ti prosent, mens den i 2021 var på hele 45 prosent. Denne betydelige økningen i verdsettelsesrabatt skulle isolert sett indikere at formuesskatten utløst fra selskapene skulle ha blitt redusert i løpet av perioden. Vi registrerer imidlertid ingen overordnet reduksjon i formuesskatten for noen av de fire selskapene, og ser at de nominelle summene for formuesskatt i tillegg er svært små. Hos Måsøval finner vi til og med en vekst i formuesskatten fra 2017 til 2021. Dette indikerer isolert sett at alle de fire selskapene har fått økte eiendeler og/ eller redusert gjeld. Vi ser at flere av selskapene blant annet har tilegnet seg nye, store konsesjoner i løpet av perioden som de har betalt en relativt høy pris for. Konsesjoner har ingen verdsettingsrabatt i formuesskattegrunnlaget noe som medfører en stor økning i de totale eiendelene til dette selskapet.

I et større perspektiv har lakseindustrien hatt en enestående utvikling de siste årene, men i årene 2020 og 2021 så man en nedgang i hele det globale verdensmarkedet grunnet koronapandemien, noe som også fikk stor betydning for oppdrettsnæringen. Ettersom minst to av fem år i perioden vi analyserer var preget av pandemien, vil det naturligvis slå ut på resultatene i vår analyse. Vi ser blant annet at alle selskapene hadde et betydelig lavere årsresultat i 2020 sammenliknet med resten av perioden. Dette skyldes i stor grad lavere inntjening ettersom store deler av verdens serveringssteder var stengt i lengre perioder og etterspørselen etter matfisk på verdensmarkedet sank. Perioden 2018 til 2021 preges også i stor grad av rekordhøye smittetall for lakselus og høy dødelighet for laks i oppdrett. Dette vil også være en avgjørende faktor for selskapenes årsresultat ved at det medfører mer svinn og høyere kostnader for selskapene. Det er derfor verdt å merke seg at vi i vår utredning, til tross for koronapandemien og lakselus-problemet som i stor grad har berørt oppdrettsnæringen, ikke kan hevde at formuesskatten bidrar til å svekke selskapenes likviditet. Vi ser imidlertid at 2021 ble et bedre år for alle de fire selskapene hvor vi registrerer en økning i årsresultatet for samtlige selskap. Dette kan indikere at den negative trenden fra årene før 2021 er i ferd med å snu.

---

Som vi presenterte i delkapittel 2.2. vil det være relevant å ta i betraktning at, formuesskattesatsene har økt betydelig i år, samtidig med en reduksjon i verdsettelsesrabatt fra 45 prosent i 2021 til 25 prosent i 2022. I tillegg til dette har regjeringen også økt utbytteskatten med virkning fra 2022. Dette vil følgelig få en innvirkning på aksjonærenes formuesskatt og utbyttepraksis fremover, men det vil ikke påvirke årene i vår analyseperiode isolert sett. Det er imidlertid grunnlag for å tro at aksjonærene vil ta dette i betraktning i de kommende skatteårene, og at formuesskatten følgelig vil få en større innvirkning på aksjonærene, og dermed i større grad kan få indirekte påvirkning på selskapene. Innføringen av grunnrentebeskatningen fra og med i år vil også få innvirkning på selskapene fremover, og det er grunn til å tro at den i mye større grad vil påvirke selskapenes finansielle situasjon enn formuesskatten frem til nå har gjort. Grunnrenteskatten vil beskatte selskapenes overskudd, som igjen kan medføre blant annet mindre investeringer og utvikling i selskapene, samt at den vil svekke mulighetene for den høye utbyttepraksisen vi har registrert blant de fire selskapene i perioden som har vært. I tillegg vil også markedsverdien av både noterte og unoterte selskap svekkes ved at forventet fremtidig inntjening følgelig reduseres. Vi har imidlertid ikke inkludert grunnrenteskatten i vår analyse ettersom den ble introdusert forholdsvis sent høsten 2022.

#### 7.4 Hypotese: Formuesskatten har vært mer tyngende for aksjonærer i oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998

I denne delen av analysen vil vi diskutere om formuesskatten er mer tyngende for aksjonærene i oppdrettsselskapene i gruppe 2 enn for aksjonærene i oppdrettsselskapene i gruppe 1. Vi har grunnlag for å tro at dette er tilfellet ettersom selskapene i denne gruppen har ervervet hovedvekten av sine konsesjoner etter 1998 hvor de dermed har større verdier for konsesjoner registrert i eiendelene, som isolert sett tilsier et større formuesskattegrunnlag enn selskapene i gruppe 1.

Med utgangspunkt i analysen fra kapittel 7.3 fant vi at det i løpet av vår analyseperiode var tegn til svekkelse i nøkkeltallene hos noen av selskapene. Deriblant så vi svekkelse i nøkkeltallene til Eide og noen indikasjoner på svekkelse for Måsøval som begge er selskap i gruppe 2. Hos disse to selskapene ser vi imidlertid ingen tegn til økt formuesskatt. For

---

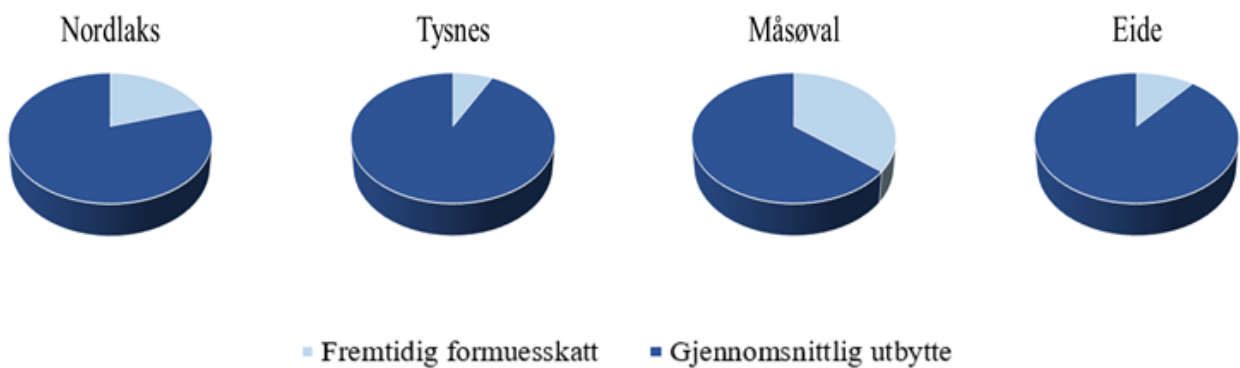
selskapene i gruppe 1 observerte vi to svært forskjellige utviklinger. For Nordlaks observerer vi både forbedringer i nøkkeltallene gjennom perioden og også økende formuesskatt i store deler av perioden. Tysnes på den andre siden har tegn til svekkelse i nøkkeltallene, men vi ser ingen korrelasjon med formuesskatten som svinger svært mye fra år til år.

Oppsummert observerer vi de tydeligste reduksjonene i nøkkeltall hos Tysnes i gruppe 1 og Eide i gruppe 2. Dette er de to av selskapene med desidert høyest utbytterate i perioden og det kan dermed indikere at reduksjonen i nøkkeltall henger tett sammen med utbyttene som tas ut av selskapet. I delkapittel 7.3. konkluderte vi med at utbyttene i liten grad henger sammen med formuesskatten som utløses i de respektive selskapene, og at formuesskatten derfor ikke bidrar til å svekke selskapenes likviditet. Ettersom vi her ikke finner noen sammenheng mellom hvorvidt formuesskatten er mer tyngende for den ene gruppen enn den andre, har vi ikke grunnlag for å si at formuesskatten er mer tyngende for aksjonærer i selskapene i gruppe 2. Vår konklusjon er at resultater og utbytter er så store sett i forhold til formuesskatten at det ikke er grunnlag for å påstå at formuesskatten er tyngende for noen av selskapene.

*Vi forkaster derfor hypotesen om at formuesskatten er mer tyngende for aksjonærer i oppdrettsselskaper med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998.*

## 7.5 Vil lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskap?

For å besvare problemstillingen om lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner vil føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskap ønsker vi avslutningsvis å sette fremtidig formuesskatt ved bruk av de nye verdsettelsesreglene opp mot gjennomsnittet av utbyttene selskapene har betalt i analyseperioden. Dette vil gi oss en indikasjon på hvorvidt lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner vil føre til økonomiske utfordringer for oppdrettsselskapene fremover. Vi presenterer dette under i Tabell 22 hvor *fremtidig formuesskatt* er formuesverdien vi beregnet ved å legge til verdien av konsesjonene basert på de nye reglene på selskapenes reelle formuesskatt i 2021. *Gjennomsnittlig utbytte* er gjennomsnittet av utbyttene de respektive selskapene har tatt ut av selskapet i perioden 2017 til 2021, og *andel formuesskatt av utbytte* illustrerer hvor stor andel av gjennomsnittsutbyttet den nye formuesskatten vil utgjøre.



Figur 45: Oversikt over selskapenes andel beregnet fremtidig formuesskatt av gjennomsnittlig utbytte i perioden 2017 – 2021.

Tabell 22: Oversikt over hvert selskap sin andel fremtidig formuesskatt av gjennomsnittlig utbytte i perioden 2017 – 2021

Selskap	Fremtidig formuesskatt	Gjennomsnittlig utbytte	Andel formuesskatt av utbytte
Nordlaks	66 147	260 000	25 %
Tysnes	6 945	85 200	8 %
Måsøval	22 320	39 669	56 %
Eide	11 254	90 861	12 %

Av Tabell 22 og Figur 45 ser vi at for alle selskapene er gjennomsnittsutbyttet fremdeles betydelig høyere enn hva vi beregnet at den nye totale formuesskatten vil bli ved de nye verdsettelsesreglene for konsesjoner. Vi finner faktisk at gjennomsnittsutbyttet i perioden som har vært, fremdeles er 6,5<sup>10</sup> ganger større enn den estimerte formuesskatten selskapene vil utløse med de nye reglene for verdsettelse av konsesjoner. I nøkkeltallsanalysen i kapittel 6 fastslo vi at på tross av at alle selskapene tar ut store utbytter i analyseperioden er deres økonomiske stillinger gode, altså har selskapene hatt en tilfredsstillende økonomisk stilling i perioden på tross av store utbyttebetalinger til aksjonærene. Som vi ser av tabellen har de fremdeles store overskudd igjen av utbyttene som tas ut, selv etter å ha betjent den økte

<sup>10</sup> Gjennomsnittlig utbytte i perioden 2017-2019 for de fire selskapene / gjennomsnittlig fremtidig formuesskatt for de fire selskapene

---

fremtidige formuesskatten. Ettersom vi har fastslått i dette delkapittelet at formuesskatten utgjør en svært liten andel av utbyttene som tas ut, samt at selskapene har tilfredsstillende likviditet i perioden på tross av utbyttene, kan vi dermed konkludere med at formuesskatten etter lovendringen ikke vil føre til økonomiske utfordringer for oppdrettsselskapene.

### 7.5.1 Avsluttende bemerkninger

Det er avslutningsvis verdt å nevne at på tross av at vi konkluderte med at de nye verdsettelsesreglene for formuesbeskatning i oppdrettsnæringen ikke vil føre til økonomiske utfordringer for selskapene, vil aksjonærene fremdeles forvente en god avkastning på investert kapital i selskapene. Avkastningsforventningene vil måtte reflektere risikoen havbruksnæringen i Norge innehar. Dersom vi legger til grunn at havbruksnæringen representerer om lag samme risiko som et gjennomsnitt på Oslo børs, er det rimelig at aksjonærene forventer tilsvarende avkastning som de ville fått her. Når vi skal se på hvorvidt de nye reglene for verdsettelse av konsesjoner i oppdrettsnæringen er tyngende må vi se på om investorens forventede avkastning i selskapet fremdeles er høyere enn forventet avkastning på børs. Er den ikke det, kan en investor heller investere pengene sine på børs ettersom en fornuftig investor setter pengene sine der han forventer størst avkastning i forhold til risiko.

Som vi fant i delkapittel 7.2.3 innebærer de nye verdsettelsesreglene for konsesjoner en betydelig økning i formuesskatten til de fire selskapene. Hvorvidt dette er tyngende for investorene kan vi vurdere i forhold til avkastningen på en veldiversifisert portefølje<sup>11</sup> med aksjer på Oslo børs som investorenes alternative avkastning. Vi kunne da analysert verdiskapningen fra år til år i analyseperioden og sammenliknet med børsens avkastning, hvor vi ville justert opp avkastningen på selskapene med fordelene unoterte selskap har ved lavere formuesverdi og dermed formuesskatt for å gjøre sammenlikningen riktig. Dersom den justerte verdiutviklingen til selskapene er dårligere enn børsavkastningen vil formuesskatten kunne være tyngende for selskapenes eiere. Vi har imidlertid ikke gjennomført dette da en slik analyse bør gjøres i et lenger tidsperspektiv enn fem år og vi har derfor holdt oss til å gjennomføre den overordnede analysen over, hvor vi sammenlikner gjennomsnittlige utbytter

---

<sup>11</sup> Veldiversifisert portefølje er en portefølje med begrenset risiko og som i prinsippet kun innebærer systematisk risiko

---

med fremtidig formuesskatt. Vi mener det gir oss en indikasjon på hvorvidt de nye reglene for formuesbeskatning av konsesjoner vil føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskap fremover.

Som tidligere nevnt vil den nye grunnrenteskatten som innføres i 2022 medføre en betydelig reduksjon i resultater etter skatt for havbrukselskapene. I tillegg vil vi på sikt antakelig kunne se betydelige utslag i formuesverdien til de unoterte selskapene ettersom blant annet auksjonsprisene på konsesjonene vil reduseres etter innføringen av grunnrenteskatten. Dette anser vi som relevant å nevne ettersom grunnrenteskatten vil skape endringer i oppdrettsnæringen i fremtiden, men det faller imidlertid utenfor temaet i denne oppgaven.

## **8. Avslutning**

### **8.1 Konklusjon**

I denne masterutredningen har vi undersøkt om den nye lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner som trådte i kraft 01.01.2022 vil medføre økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskap. Vi har utført en flercase-studie av de fire unoterte oppdrettsselskapene Nordlaks AS, Tysnes Fjordbruk AS, Måsøval AS og Eide Fjordbruk AS. Alle driver i bransjen oppdrett, foredling og salg av matfisk. Vi ønsket å oppnå en dypere innsikt i de fire selskapene og hvordan formuesskatten frem til 2022 har påvirket dem ulikt, samt hvordan de nye reglene potensielt vil påvirke selskapenes finansielle stilling fremover. Bakgrunnen for oppgaven var reaksjonene som kom i forbindelse med den nye lovendringen som innebærer at konsesjoner ervervet før 1998 nå skal medregnes i formuesbeskatningen, og at alle konsesjoner skal verdsettes til markedspris ved bruk av auksjonspriser. Eierne av oppdrettsselskapene hevdet at det vil gå hardt utover selskapenes likviditet og medføre en kapitalnedbygging av selskapene ved at de vil se seg nødt til å ta ut store utbytter for å betjene formuesskatten selskapet utløser.

De fire oppdrettsselskapene ble delt inn i to grupper ut ifra om selskapet hadde hovedvekt av konsesjoner ervervet før eller etter 1998. Ettersom konsesjoner ervervet før 1998 var blitt holdt utenfor formuesbeskatningen frem til 2022 forventet vi å se en lavere formuesskatt sett i



---

forhold til totale konsesjoner for selskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998 enn for selskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998. Vi antok derfor at de tidligere reglene knyttet til konsesjonenes formuesbeskatning og verdsettelse var til ugunst for aksjonærene i selskapene i gruppe 2, og videre at de nye reglene i større grad ville påvirke gruppe 1 enn gruppe 2. Dette hadde vi grunnlag for å tro ettersom de tidligere formuesskattereglene hadde lagt grunnlag for en større andel skjulte verdier for selskapene i gruppe 1, som ved de nye reglene skal verdsettes til markedspris og inkluderes i formuesverdien.

Resultatene i vår utredning viser at det ikke er grunnlag for å hevde at den nye lovendringen for formuesbeskatning av konsesjoner vil føre til økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskaper, hverken for selskapene i gruppe 1 eller for selskapene i gruppe 2. Vi finner at det frem til 2022 har foregått en betydelig forskjellsbehandling i formuesbeskatningen i oppdrettsnæringen til ugunst for unoterte oppdrettsselskap med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998, og noterte oppdrettsselskap. Resultatene fra analysen viser videre at innføringen av de nye reglene for formuesbeskatning av konsesjoner vil medføre store økninger i formuesverdi, og dermed en betydelig økning i formuesbeskatningen for alle unoterte oppdrettsselskap uavhengig av når selskapets konsesjoner er ervervet. Vi finner imidlertid størst økning i konsesjonsverdi, og dermed formuesverdi for selskapene med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998. Disse funnene indikerer at unoterte oppdrettsselskap frem til 2022 har fått en betydelig verdsettelsesrabatt, noe som støttes av studien til Andresen og Bøe (2022) som finner at unoterte selskap generelt har en stor verdsettelsesrabatt.

Vi finner at formuesskatten i perioden 2017 til 2021 ikke har medført en svekkelse av selskapenes finansielle situasjon. Dette kan vi konkludere med ettersom alle oppdrettsselskapene i perioden 2017 til 2021 har hatt solide finansielle resultater og at formuesskatten selskapene har utløst for aksjonærene er betydelig mindre enn utbyttene som tas ut av selskapene i perioden. Disse funnene støttes av Sakkestad og Skarsgaard (2013) og Eilertsen og Apeland (2020) som finner liknende resultater for andre bransjer. Avslutningsvis finner vi at selv om formuesskatten vil øke betydelig for alle de unoterte selskapene, er de fremdeles finansielt sett godt nok rustet selv om eieren ser seg nødt til å ta ut utbytte for å betjene den. Dette begrunner vi med at gjennomsnittsutbyttet i perioden 2017 til 2021 er hele

---

6,5 ganger større enn den estimerte formuesskatten selskapene i gjennomsnitt vil utløse for aksjonærene ved bruk av de nye reglene. Disse resultatene taler samlet sett for at den nye lovendringen ikke vil medføre økonomiske utfordringer for unoterte oppdrettsselskaper. Det som imidlertid vil kunne påvirke selskapene i større grad er grunnrentebeskatningen som innføres fra og med 01.01.2023, noe vi ikke tatt høyde for i vår utredning.

## 8.2 Svakheter ved oppgaven

I den avsluttende delen av oppgaven presenteres svakheter ved henholdsvis dataen, utvalget og metoden i utredningen vår.

### 8.2.1 Svakheter ved data

#### Beregning av formuesskatt

Vi er oppmerksomme på at oppgaven inneholder en svakhet knyttet til sammenligningsgrunnlaget for selskapenes formuesskatt. Vi fikk tilsendt reelle formuesverdier fra to av selskapene i utvalget, Nordlaks og Tysnes som begge inngår i gruppe 1, hvor disse formuesverdiene er beregnet med bakgrunn i skattemessige verdier. For Måsøval og Eide, som begge inngår i gruppe 2 benyttet vi bokførte verdier ved beregning av formuesskatten ettersom det er denne informasjonen vi har tilgjengelig. Dette så vi oss nødt til å gjøre ettersom selskapene i gruppe 2 ikke ønsket å oppgi reell formuesverdi ettersom de anså dette som sensitiv informasjon. Dette er en generell svakhet ved den beregnede formuesskatten for selskapene i gruppe 2, men det er også en svakhet i analysen ved at sammenligningsgrunnlaget blir noe skjevt og kan føre til noe feil i resultatene. Det må avslutningsvis også nevnes at vi fra Tysnes AS fikk tilsendt en formuesverdi i 2020 på null. Vi stiller oss noe kritiske til denne informasjonen ettersom de både året før og året etter oppga store formuesverdier. Vi anser derfor dette som en svakhet ved oppgaven.

#### Svakheter ved analyseperiode

Først og fremst kan analyseperioden på fem år ses å være en svakhet ettersom oppdrettsbransjen er en syklisk bransje og at et femårsperspektiv omtrent bare viser et øyeblikksbilde av en større helhet. Hadde analyseperioden vært lenger ville det gitt et mer representativt bilde av bransjen. I tillegg har minst to av årene i vår analyseperiode vært sterkt

---

preget av den globale koronapandemien, noe som følgelig har hatt store innvirkninger på etterspørselen etter oppdrettsfisk. I tillegg til dette har omtrent hele perioden også vært preget av rekordhøye smittetall for lakselus og andre fiske sykdommer. Dette vil følgelig påvirke resultatene til selskapene i perioden, noe som kan føre til at perioden sånn sett kan ha vært lite representativ, som igjen svekker analysegrunnlaget. Dette vil imidlertid ikke påvirke sammenlikningsgrunnlaget mellom selskapene i analysen ettersom de alle er i samme bransje og i stor grad vil påvirkes av de samme bransjespesifikke faktorene, men vi anser det som en svakhet ved analyseperioden.

I tillegg til at disse utenforliggende faktorene vil påvirke resultatene og nøkkeltallene generelt, kan det blant annet være at selskapene og deres aksjonærer har gjort taktiske disposisjoner med tanke på blant annet utbytter på bakgrunn av de ekstraordinære faktorene som påvirker perioden. I tillegg er det verdt å nevne at det innad i selskapene ofte gjøres en del disposisjoner i forbindelse med årsregnskapet som gjør at nøkkeltall andre deler av året kan se annerledes ut. Informasjon og regnskaper knyttet til dette har vi ikke hatt tilgang til, og vi har dermed hatt begrenset mulighet til å gjøre analyser løpende gjennom året. Vi har derfor kun basert vår analyse på offentlige tilgjengelige årsregnskaper.

Vi har ikke tatt hensyn til inflasjon i utredningen vår. Inflasjon er et mål på prisøkningen av varer og tjenester over tid. Dette er et moment som kan ha resultert i noe uriktig fremstilling av tallene ettersom de optimalt skulle vært justert med inflasjonen hvert år i perioden.

### **Beregninger av verdien på konsesjoner**

I noen av produksjonsområdene har det ennå ikke vært auksjonert bort konsesjoner. I disse områdene var det dermed ingen synlig auksjonspris å ta utgangspunkt i ved beregningen av konsesjonsverdi når vi skulle benytte de nye verdsettelsesreglene. I det nye reglementet fremgår det at i slike tilfeller skal det benyttes auksjonspris i nærliggende områder. Problemet vi støtter på i forbindelse med dette er at flere områder kan betegnes som “nærliggende områder”, hvor de har ulike auksjonspriser, og at det dermed er uklart hvilket område som skal benyttes. Dette vil kunne gi store utslag for fremtidig formuesbeskatning ettersom det er oppnådd svært forskjellige auksjonspriser på konsesjoner i de ulike produksjonsområdene. Det

---

finnes ingen nærmere beskrivelser i reglementet for hvilket produksjonsområde som skal benyttes dersom flere av områdene kan betegnes som “nærliggende”, og ettersom det enda ikke er gjennomført i praksis hadde vi mangel på retningslinjer og måtte derfor bruke skjønn.

Vi ser også en svakhet knyttet til at hva selskapene har balanseført for eiendeler og gjeld avviker med skattemessige verdier. Dette vet vi i hovedsak skyldes at skattemessig regnskap følger skattelovens regler for verdsettelse, mens de balanseførte verdiene baserer seg på verdsettelsesreglene i regnskapsloven. Skatteloven og regnskapsloven har ulike måter å beregne blant annet selskapers eiendeler på. Dette medfører at for de to selskapene vi selv har beregnet formuesskatt for, Måsøval og Eide, hvor vi tok utgangspunkt i balansetall, vil de trolig ha betalt en annen formuesskatt enn hva vi beregner oss frem til. For de to selskapene vi har fått tildelt reell formuesskatt fra, beregnet på skattemessige verdier, bemerker vi oss at denne formuesskatten er høyere enn hva vi kommer frem til dersom vi beregner formuesskatt basert på balanseførte verdier. Vi har dermed grunnlag for å tro at de to selskapene vi har beregnet formuesverdi for, i realiteten har inkludert høyere verdier i den skattemessige verdien enn hva de har balanseført i årsrapporten. Dette gir oss også grunnlag for å tro at den skattemessige verdien av alle de fire selskaperes konsesjoner er høyere enn den balanseførte. Vi har imidlertid ikke tilgang til hva som inngår i de skattemessige verdiene til selskapene og har benyttet balanseførte verdier for konsesjoner hentet fra årsregnskapene i vår analyse.

### **8.2.2 Svakheter ved utvalget**

Vi ser flere svakheter ved utvalget i vår utredning. Vårt utvalg består av to selskap med hovedvekt av konsesjoner ervervet før 1998, og to selskap med hovedvekt av konsesjoner ervervet etter 1998. Det ville gitt et tydeligere bilde av lovendringen dersom selskapene i utvalget ikke bare hadde hovedvekt av konsesjoner ervervet før eller etter 1998, men heller hadde 100 prosent av sine konsesjoner ervervet før eller etter 1998. Det ville gitt oss et mer rettmessig bilde av hvorvidt det er konsesjonene og når de er ervervet som er hovedårsaken til den ulike formuesbeskatningen som har foregått frem til nå, og om det er disse som er utslagsgivende for i hvilken grad endringene i formuesskatten vil påvirke selskapene fremover. Det skulle imidlertid vise seg å være problematisk å finne selskaper med 100 prosent konsesjoner ervervet enten før eller etter 1998, og vi ser dermed at dette er en potensiell svakhet ved oppgaven. I tillegg ville sammenligningsgrunnlaget vært enda bedre dersom vi

---

benyttet fire selskaper av mer lik størrelse. Vi ser imidlertid ikke dette som en betydelig svakhet ettersom vi benytter oss av forholdstall i analysen.

Alle de fire oppdrettsselskapene vi har i utvalget er en del av et større konsern. I vår analyse ser vi på driftsselskapet i konsernene hvor konsesjonene er registrert, ettersom det er dette som er interessant for vår studie. Det at alle selskapene i analysen er en del av et større konsern kan anses som en svakhet ettersom det kan gi et feilaktig bilde å kun analysere et av selskapene i konsernet isolert sett. Dette kan være fordi søsterselskapene i konsernene kan ha synergier og gjøre taktiske disposisjoner ved å blant annet overføre overskudd til selskaper med underskudd, samt at de kan dele opp driften i flere selskaper. Dette kan være en svakhet fordi det kan ha påvirkninger på analysen av det spesifikke driftsselskapet isolert sett. Dette ser vi blant annet utspille seg i form av svært høye utbytterater for flere av selskapene, hvor vi vet at overskudd flyttes til søsterselskap med underskudd og samlet overskudd flyttes oppover i konsernet. Også formuesverdien blir sentrert på toppen i flere av selskapene, hvor den så treffer eierne av morselskapet.

### **8.2.3 Svakheter ved metode**

#### **Bruk av nøkkeltall**

I kapittel 6 foretok vi en nøkkeltallsanalyse av de fire selskapene, hvor vi analysere noen utvalgte nøkkeltall for å få et innblikk i de fire selskapenes finansielle situasjon. Beregningene av nøkkeltallene er basert på årsresultatene og balanseoppstillingen til selskapene de respektive årene. Det er i den forbindelse viktig å presisere at dette kun gir oss indikasjoner på selskapenes finansielle situasjon i perioden. For å få et mer fullstendig bilde burde vi supplert med andre analyser og verktøy. For eksempel kunne vi benyttet oss av regresjonsanalyser og hentet mer informasjon om selskapene fra kvartalsrapporter.

---

## Litteraturliste

- Aarbakke, M. & Brudvik, A. J. (2009). *Skatt på formue* (4. utgave). Universitetsforlaget.
- Aas Ø., (2020, 30. oktober). *Forbausende mye kjøpes og selges gjennom ulike typer auksjoner. Hva er auksjoner, og hvorfor er de så viktige for oss?* Høgskolen Kristiania. <https://www.kristiania.no/kunnskap-kristiania/2020/10/hvilken-rolle-spiller-auksjoner/>
- Andresen M. Bøe E. 2022. *Verdsetting av unoterte selskaper*. Statistisk sentralbyrå.
- Apeland A. M. & Eilertsen S. 2020. *Formuesskattens virkninger på selskapets finansielle situasjon: En case-studie av formuesskattens virkninger på Sylvsmidja AS og Vossasylv Jakob Rongve AS*. Masteroppgave. Norges Handelshøyskole. <https://openaccess.nhh.no/nhhxmlui/bitstream/handle/11250/2682352/masterthesis.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Aksjeloven (1999). *Lov om aksjeselskaper*. LOV-2021-06-18-137). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44?q=aksjeloven>
- Akvakulturloven (2005). *Lov om akvakultur* (LOV-2000-12-21-118). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Alsaker Fjordbruk, *om Alsaker fjordbruk*. <https://alsaker.no/om-alsaker-fjordbruk/>
- Auksjonsforskriften. (2022). *Forskrift om tildeling av produksjonskapasitet til akvakultur med matfisk i sjø av laks, ørret og regnbueørret i 2022 gjennom auksjon* (LOV-2022-07-22-1386). Lovdata. <https://lovdata.no/forskrift/2022-07-22-1386>
- Birknes S. & Lilland O. (2018). *Formuesskatt på børsnoterte aksjer: Analyse av verdsettelsesgrunnlaget for børsnoterte og ikke-børsnoterte aksjer*. Masteroppgave. Norges Handelshøyskole.
- Bjerksund P. Schjelderup G. (2021, 21. september). *Investor asset valuation under a wealth tax and capital income tax*. International Tax and Public Finance. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10797-021-09691-0.pdf?pdf=button>
- Bjørneby, M. (2022). *Hvordan virker formuesskatten*. Samfunnsøkonomen. [https://www.samfunnsokonomien.no/journal/2022/2/m-249/Hvordan\\_virker\\_formuesskatten](https://www.samfunnsokonomien.no/journal/2022/2/m-249/Hvordan_virker_formuesskatten)
- Bratsberg B., Eielsen G., Markussen S., Raam O., Røed K., Vigtel T. (2020).

---

*Koronakrisens første uker- hvem tok støyten i arbeidslivet* Frischsenteret- Universitetet i Oslo.

- Bøhren, L. (2021, 12 desember). Skattesjokket i laks- Dramatisk for oppdrettsnæringen. E24 <https://e24.no/naeringsliv/i/5Gyeaz/skattesjokket-i-laks-dramatisk-for-oppdrettsnaeringen>
- Christensen, E. (2009). *Auksjoner- teori, empiri og eksperimenter*. Doktorgrad. Universitetet i Bergen.
- Christensen, J. (2020, 22. januar). Formuesskatt. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/formuesskatt> (Hentet 12. oktober 2022).
- Eide E., Parchomovsky G., Stavang E. (2021) *Auksjoner i teori og praksis – frekvenser og havbruk*. Universitetsforlaget. <https://www.idunn.no/doi/10.18261/9788215045078-2021-27>
- Euronext Live Markets (u.å.) *Oslo Børs Benchmark Index \_GI*. (Hentet 03.12.22) <https://live.euronext.com/nb/product/indices/NO0007035327-XOSL/market-information>
- Euronext Live Markets (u.å.) *Oslo Seafood index*. (Hentet 03.12.22) <https://live.euronext.com/nb/product/indices/NO0010580624-XOSL>
- Finnevolden M. N & Guldbrandsen T. A. H. (2015). *En analyse av formuesskattens innvirkning på vekstselskaper: En empirisk studie av norske gassellebedrifter*. Masteroppgave. Norges Handelshøyskole. <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/300524/Master%20thesis.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Fiskeridirektoratet. (2022). *Resultater fra lakseauksjonen 2022*. Fiskeridirektoratet <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Auksjon-av-produksjonskapasitet/auksjon-2022/reultater>
- Fiskeridirektoratet. (u.å.). *Tildelingsprosessen*. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Flesland, S. (2017). *Kun 36 søkte om utsatt formuesskatt*. Skattebetalerforeningen. <https://www.skatt.no/2017/06/22/36-sokte-utsatt-formuesskatt/>
- Gobel. M. & Hestdal T. (2015). *Formuesskatt på unoterte aksjer: En analyse av ulikheter i verdsettelsesgrunnlaget til børsnoterte og unoterte aksjer*. Masteroppgave. Norges Handelshøyskole. <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/2382998/masterthesis.PDF?sequence=1&isAllowed=y>

- 
- Greaker M., Lindholt L. (2022). *Ressursrenten i naturressursnæringene i Norge 1984 – 2021*. Statistisk sentralbyrå. [https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/artikler/ressursrenten-i-naturressursnaeringene-i-norge-1984-2021/\\_attachment/inline/2a131fe9-cc05-449c-8539-2e780f7ee07b:cb4ba87aa4bc3265cde1498a86619861f0302aa9/RAPP2022-23.pdf](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/artikler/ressursrenten-i-naturressursnaeringene-i-norge-1984-2021/_attachment/inline/2a131fe9-cc05-449c-8539-2e780f7ee07b:cb4ba87aa4bc3265cde1498a86619861f0302aa9/RAPP2022-23.pdf)
- Guttormsen M. E. (2022, 14. oktober). Lakseskatt kan ha ført til milliardtapt for staten og norske kommuner. NRK. [https://www.nrk.no/nordland/regjeringen-kan-ha-mistet-4\\_7-milliarder-under-lakseauksjon-1.16138554](https://www.nrk.no/nordland/regjeringen-kan-ha-mistet-4_7-milliarder-under-lakseauksjon-1.16138554)
- Institutt for biovitenskap. 2020. *Tidsserie*. Universitetet i Oslo. <https://www.mn.uio.no/ibv/tjenester/kunnskap/plantefys/matematikk/tidsserie.html>
- Johannessen, A., Tufte, P., & Christoffersen, L. (2016). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. (5. utgave). Abstrakt.
- Johnsen, B. Z. G. & Tollersrud, T. (2021, 10. august). *Professorer avfeier at formuesskatten ødelegger for norsk eierskap*. NRK. <https://www.nrk.no/norge/professorer-avfeier-at-formuesskatt-odelegger-for-norsk-eierskap-1.15599909>
- Misund, B. (2022, 30. juli) Fiskeoppdrett. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/fiskeoppdrett> (Hentet 17. oktober 2022).
- Måsøval. (u.å.). *Made by nature*. <https://www.masoval.no>
- Nordlaks. (u.å.) *Nordlaks i dag*. <https://www.nordlaks.no/om-oss>
- NOU 2014: 13 (2014) *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Finansdepartementet.
- NOU 2019: 18. (2019) *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Finansdepartementet.
- Nyrud, T. og Mikkelsen, E. (2021, august). *Familieeierskap i oppdrettsnæringen*. Nofima. <https://nofima.brage.unit.no/nofimaxmlui/bitstream/handle/11250/2771854/Rapport+22-2021Familieeierskap+i+oppdrettsnæringen.pdf?sequence=1>
- Nærings- og fiskeridepartementet (2020), *Hørings- forslag til forskrift om auksjon av produksjonskapasitet for akvakultur med laks, ørret og regnbueørret*, Regjeringen.no <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---forslag-til-forskrift-om-auksjon-av-produksjonskapasitet-for-akvakultur-med-laks-orret-og-regnbueorret/id2692246/>
- Ot.prp. nr. 61. (2004-2005). *Om lov om akvakultur (akvakulturloven)*. Fiskeri- og kystdepartementet. <https://www.regjeringen.no/contentassets/ca442ebcd0d94331b1e0e42628855d66/no/pdfs/otp200420050061000dddpdfs.pdf>



- 
- Ottosen T. M. & Sandanger V. J. (2017) *En sammenligning av formuesskatt og utbytteskatt: En empirisk studie av norske unoterte selskap og deres aksjonærer*. Masteroppgave. Norges Handelshøyskole. [https://openaccess.nhh.no/nhh\\_xmlui/bitstream/handle/11250/2487334/masterthesis.PDF?sequence=1&isAllowed=y](https://openaccess.nhh.no/nhh_xmlui/bitstream/handle/11250/2487334/masterthesis.PDF?sequence=1&isAllowed=y)
- Proff. (2022). *Eide Fjordbruk AS*. <https://www.proff.no/selskap/eide-fjordbruk-as/eikelandsosen/fiskeoppdrett-og-utstyr/IEC1HJE07TC/>
- Proff. (u.å.) *Nøkkeltall - Forklaringer og formler*. <https://innsikt.proff.no/hjelp-og-tips/nokkeltall-forklaringer-og-formler/>
- Prop.1 LS (2021-2022). *Skatter, avgifter og toll 2022*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/contentassets/2ff0f9726e634c0ba49ccc600bac5140/no/pdfs/prp2021202200011s0dddpdfs.pdf>
- Prop.1 LS (2022-2023). *Skatter, avgifter og toll 2023*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-ls-20222023/id2931482/?ch=1>
- Prop.53 LS (2019-2020). *Endringer i skatteloven og skattebetalingsloven mv. (økonomiske tiltak i møte med virusutbruddet)*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-53-ls20192020/id2693424/?ch=3>
- Revfem J. Ghaderi H. (2022, 28. september). Børsras for laksemilliardærene: Witzøe jr. Sparer 76 millioner i formuesskatt: Regjeringens nye grunnrenteskatt for oppdrettsnæringen får utilsiktede konsekvenser. *Nettavisen økonomi*. <https://www.nettavisen.no/okonomi/borsras-for-laksemilliardarene-witzoe-jr-sparer-76-millioner-i-formuesskatt/s/5-95-674764>
- Saez, E. & Zucman G. (2019). *Progressive Wealth Taxation*. Brookings papers of Economic Activity. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/10/Saez-Zuchman-final-draft.pdf>
- Sakkestad M. & Skarsgaard K. K. (2013). *Den norske formuesskatten*. Masteroppgave. Norges Handelshøyskole. [https://openaccess.nhh.no/nhhxmlui/bitstream/handle/11250/169879/Sakkestad\\_og\\_Skarsgaard\\_2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://openaccess.nhh.no/nhhxmlui/bitstream/handle/11250/169879/Sakkestad_og_Skarsgaard_2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2019). *Research methods for business students*. (8. utgave). UK: Pearson Education limited.
- Sending, A. (2013). *Økonomistyring I* (2. utg.). Fagbokforlaget
- Skatteloven- sktl. (1999). *Lov om skatt av formue og inntekt* (LOV-1999-03-26-14).

---

Lovdata. <https://lovdata.no/lov/1999-03-26-14> (Hentet 17.11.2022)

Skatteetaten. (2021, 19. november). *Takseringsreglene for 2021*. Skatteetaten.no. <https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/skattedirektoratetsmeldinger/takseringsreglene-for-2021/>

Skatteetaten. (2022, 28. april). *Tiltakspakker i forbindelse med korona-situasjonen*. <https://www.skatteetaten.no/tiltakspakker/>

Stranden, A. L. (2020, 12. oktober) *Får økonomi-prisen for å redusere «vinnerens forbannelse»*. Forskning.no. <https://forskning.no/okonomi/far-okonomi-prisen-for-a-reducere-vinnernes-forbannelse/1754989>

Tellefsen T. K. (2022). *Fiskemilliardærer. Kapital*. <https://www.kapital.no/reportasjer/naeringsliv/2022/02/04/7812246/fiskemilliardaerr>

Thomassen, E. (2022). *Grunnrente*. Store norske leksikon. <https://snl.no/grunnrente>

## Figurregister

Figur 1: Samlet beregnet formuesverdi, 1 000 mrd. kroner Fra “Statistisk Sentralbyrå” av M. E. Andresen og E. E. Bø, 2022, Verdssetting av unoterte selskaper.....	12
Figur 2: Tildeling av havbrukstillatelser over tid. Akkumulert maksimalt tillatt biomasse. 1663-2019. 1 000 tonn. Kilde: Fiskeridirektoratet .....	19
Figur 3: Utviklingen i årsresultat, utbytte og formuesskatt for Nordlaks AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen. ....	34
Figur 4: Utviklingen i årsresultat, utbytte og formuesskatt for Tysnes Fjordbruk AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen. ....	36
Figur 5: Utviklingen i årsresultat, utbytte og formuesskatt for Måsøval AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen. ....	38
Figur 6: Utviklingen i årsresultat, utbytte og formuesskatt for Eide Fjordbruk AS i perioden 2017-2021. Tall i hele tusen. ....	40
Figur 7: Utviklingen i likviditetsgrad 1 for selskapene i tidsperioden 2017 – 2021 .....	43
Figur 8: Utvikling i egenkapitalprosenten til selskapene i tidsperioden 2017-2021 .....	47
Figur 9: Utvikling i gjeldsgraden til selskapene i tidsperioden 2017-2021 .....	50
Figur 10: Utvikling i driftsmargin til selskapene i tidsperioden 2017-2021 .....	53
Figur 11: Utvikling i totalkapitalrentabilitet til selskapene i tidsperioden 2017-2021.....	56
Figur 12: Utvikling i egenkapitalrentabilitet til selskapene i tidsperioden 2017-2021 .....	59
Figur 13: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) 2017-2021 .....	75
Figur 14: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) 2017-2021 .....	75
Figur 15: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse) 2017-2021 .....	76
Figur 16: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse) 2017-2021 .....	76
Figur 17: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	77
Figur 18: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	77
Figur 19: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021 .....	78

---

Figur 20: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021 .....	78
Figur 21: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) .....	80
Figur 22: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) 2017-2021 .....	80
Figur 23: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse) 2017-2021 .....	81
Figur 24: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse).....	81
Figur 25: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	82
Figur 26: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	82
Figur 27: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021.....	82
Figur 28: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021 .....	82
Figur 29: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) 2017-2021 .....	84
Figur 30: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) .....	84
Figur 31: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse) 2017-2021.....	85
Figur 32: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse) 2017-2021 .....	85
Figur 33: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	86
Figur 34: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	86
Figur 35: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021.....	87
Figur 36: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021 .....	87
Figur 37: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) .....	88

---

Figur 38: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Likviditetsgrad 1 (høyre-akse) 2017-2021 .....	88
Figur 39: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse) 2017-2021 .....	89
Figur 40: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Egenkapitalandel (høyre-akse) 2017-2021 .....	89
Figur 41: Utviklingen av formuesskatt (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	90
Figur 42: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av Gjeldsgrad (høyre-akse) 2017-2021 .....	90
Figur 43: Utviklingen av formuesskatt, årsresultat og utbytte 2017-2021 .....	91
Figur 44: Utviklingen av årsresultat og utbytte (venstre-akse) og utviklingen av formuesskatt (høyre-akse) 2017-2021 .....	91
Figur 45: Oversikt over selskapenes andel beregnet fremtidig formuesskatt av gjennomsnittlig utbytte i perioden 2017 – 2021 .....	96

## Tabellregister

Tabell 1: Utviklingen i bunnfradrag og skattesatser til henholdsvis kommune og stat, samt total skattesats i årene 2017 til 2022 .....	8
Tabell 2: Utviklingen i verdsettelsesrabatter i perioden 2017 til 2022 .....	9
Tabell 3: Oversikt over Nordlaks sine konsesjoner per 2021 .....	33
Tabell 4: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt i perioden 2017-2021 .....	34
Tabell 5: Oversikt over Tysnes sine konsesjoner per 2021 .....	35
Tabell 6: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt for Tysnes Fjordbruk AS i perioden 2017-2021 .....	36
Tabell 7: Oversikt over Måsøval sine konsesjoner per 2021 .....	38
Tabell 8: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt for Måsøval AS i perioden 2017-2021.....	38
Tabell 9: Oversikt over Eide Fjordbruk sine konsesjoner per 2021 .....	39
Tabell 10: Utviklingen i årsresultat, utbytte, formuesverdi og formuesskatt for Eide Fjordbruk AS i perioden 2017-2021 .....	40
Tabell 11: Oversikt over likviditetsgrad 1 i tidsperioden 2017-2021 .....	43
Tabell 12: Oversikt over egenkapitalprosenten til selskapene i tidsperioden 2017-2021 .....	47
Tabell 13: Oversikt over gjeldsgraden til selskapene i tidsperioden 2017-2021 .....	50
Tabell 14: Oversikt over driftsmargin for selskapene i perioden 2017-2021. Alle tall er i prosent.....	54
Tabell 15: Oversikt over total kapitalrentabilitet i tidsperioden 2017-2021 .....	57
Tabell 16: Oversikt over egenkapitalrentabiliteten i perioden 2017 – 2021 .....	60
Tabell 17: Oversikt over antall konsesjoner i selskapene og når de ble ervervet .....	64
Tabell 18: Oversikt over balanseført verdi for konsesjoner og MTB i 2021 .....	65

«Balanseført verdi konsesjoner» reflekterer verdien på konsesjonene som er ført i balansen i de respektive selskapenes årsregnskap i 2021. Under «Verdi konsesjoner ved nye regler» fremstilles våre beregninger for verdiene på konsesjonene til hvert av selskapene ved bruk av de nye verdsettelsesreglene, som reflekterer konsesjonenes markedsverdi. Dette har vi beregnet ved å multiplisere mengden MTB hvert av selskapene har per 2021 med sist oppnådd auksjonspris i de respektive områdene de innehar konsesjoner. *Differansen* viser hvor mye verdien av konsesjonene vil øke som følge av de nye verdsettelsesreglene, og *andel balanseført* viser hvor stor andel den

---

balanseførte verdien utgjør av den beregnede verdien ved de nye verdsettelsesreglene. Til slutt viser *økning i prosent* hvor mye verdien på konsesjonene ved bruk av de nye verdsettelsesreglene har økt i prosent fra dagens balanseførte verdi. *Tabell 19: Oversikt over verdien på konsesjonene oppgitt i balansen og våre beregnede verdier for konsesjoner ved bruk av de nye verdsettelsesreglene* ..... 67

Tabell 20: Oversikt over beregnede verdier for konsesjoner ervervet før og etter 1998 ..... 70

Tabell 21: Forskjellen i reell formuesskatt i 2021 og beregnet formuesskatt tillagt konsesjonenes formuesverdi ved bruk av de nye verdsettelsesreglene for året 2021 .... 71

Tabell 22: Oversikt over hvert selskap sin andel fremtidig formuesskatt av gjennomsnittlig utbytte i perioden 2017 – 2021 ..... 96