



Faller påstanden om at «lakseskatten» er nøytral i fisk?

En analyse av nøytralitet i grunnrenteskatten på havbruk

Pernille Frostad & Håvard Moldskred

Veileder: Thore Johnsen

Masterutredning i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH) høsten 2023. Masteroppgaven utgjør 30 studiepoeng, og er skrevet innen hovedprofilen finansiell økonomi.

Hovedårsaken til at vi ønsket å skrive en oppgave om grunnrentebeskatning på havbruk, er at området har politisk brodd. Skatt er en sentral drivkraft for å opprettholde det høye velferdsnivået vi har i Norge. Samtidig kan beskatning gjort på feil måte være verdiødeleggende og hemmende for norsk næringsliv.

Først og fremst ønsker vi å takke professor emeritus Thore Johnsen for en rekke gode diskusjoner, kritiske innspill og verdifull innsikt. Det har vært et privilegium å bli veiledet av en som over mange tiår har vært, og fortsatt er, en sentral del av frontlinjen i finansfaget. Vi er ydmyke for at vi har fått delt nysgjerrigheten og iveren etter å undersøke hvordan finansteorietiske konsepter slår ut i den virkelige verden. Spesielt takknemlige er vi for den jevnlig påminnelsen om at *økonomifaget er mest interessant der det har høy relevans for samfunnet*. Det har vært avgjørende for at utredningen er praktisk og virkelighetsnært rettet. Samarbeidet har vært konstruktiv og krevende – men jevnt over med glimt i øyet. Det har gjort arbeidet med masteroppgaven morsomt og givende.

Vi ønsker også å takke markedsaktørene for å villig ha delt kunnskap, datagrunnlag og betraktninger tilknyttet oppgaven, spesielt ledelsen i Mowi ASA. I tillegg rettes takk til oppdrettskonsernet Alsaker Fjordbruk, som har latt oss observere hvordan verdikjeden til en norsk oppdretter ser ut i praksis. Vi sender også en takk i retning våre fremtidige kollegaer i Boston Consulting Group og McKinsey & Company, for sparring rundt vinkling av oppgavens problemstilling.

Avslutningsvis ønsker vi å takke våre foreldre for å ha satt forbilledlige eksempler med hensyn til arbeidsmoral. I tillegg må vi takke for at de har oppdratt barn som det er hyggelig å skrive masteroppgave med.

Norges Handelshøyskole
Bergen, desember 2023

Pernille Frostad

Håvard Moldskred

Sammendrag

For å i minst mulig grad forstyrre samfunnsøkonomisk optimal ressursallokering, er det ønskelig at skatter i størst mulig grad utformes som nøytrale. Grunnrente, som er en type renprofitt som stammer fra utnyttelsen av knappe naturressurser, kan i teorien beskattes på en nøytral måte. Lykkes man i å utforme en nøytral skatt vil man kunne innhente nødvendig skatteproveny i finansieringen av velferdsstaten, uten å påvirke bedriftsøkonomiske beslutninger.

Denne masterutredningen tar utgangspunkt i tre elementer ved grunnrenteskattemodellen på havbruk, og undersøker hvorvidt disse bryter med påstanden om at grunnrenteskatten virker nøytralt. Ettersom elementene er ulike av natur, bruker vi ulike metoder og grunnlag for å analysere effekten av de ulike elementene. I grunnlaget inngår transaksjonsdata fra en mellomstor norsk oppdretter, spørreundersøkelser respondert av 9 ulike oppdrettere og 8 sjømatanalytikere i 8 ulike meglerhus, kontantstrømmer utarbeidet i samråd med næringen, og dybdeintervjuer med forvaltere, oppdrettsselskap, sjømatanalytikere, finansrådgivere, professorer, medlemmer i skatteutvalget og petroleumsprisrådet.

Utredningen finner at et normprissystem som lener seg på Nasdaq Salmon Index i vesentlig grad, kan føre til tre typer vridninger. For det første kan det motivere oppdretterne til å tilpasse produksjonen til visse kvaliteter og størrelser. For det andre kan det redusere graden av videreforedling av laks i Norge. For det tredje kan det føre til en svak favorisering av vertikalt integrerte aktører, dersom internpriser ikke settes på en armlengdes avstand. Dersom internpriser reflekterer uavhengige markedspriser, finner vi at hensynet til nøytralitet bedre ivaretas ved å fastsette grunnrenteskattepliktig inntekt basert på faktiske realiserte inntekter.

Videre indikerer funnene våre at grunnrenteskattemodellens behandling av investeringskostnader ikke fungerer nøytralt i praksis. Dette er fordi aktørene ikke sidestiller direkte utbetaling av statens andel av investeringskostnader med å binde den samme mengden kapital til risikofri rente i en fremførbar skattefordel, ettersom de hverken betrakter eller verdsetter skattefordelen som risikofri. Det kan gjøre samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter bedriftsøkonomisk ulønnsomme. Behandlingen av investeringskostnader kan isolert sett gi en vridning til fordel for store aktører i skatteposisjon, som får frigjort kapital gjennom umiddelbar realisering av skattefordelen. I utredningen finner vi at

nøytralitetshensynet bedre ivaretas dersom skattefordelen gjøres likvid, og kan selges eller pantsettes i velfungerende kapitalmarkeder.

Utredningen viser så at grunnrenteskattmodellens bunnfradrag bryter med nøytralitetspåstanden, og at dette kan manifestere seg i redusert konsolideringsaktivitet, endringer i organisasjonsstrukturer og forskyvninger i oppdretternes investeringsbeslutninger. Vi finner at bunnfradraget isolert sett gjør små selskaper mer konkurransedyktige i auksjoner for kjøp av produksjonskapasitet, noe som kan bidra til en investeringsvridning mot en næringssammensetning med flere små og mellomstore aktører. Når vi vurderer samspillet mellom investeringsvridningene som oppstår på bakgrunn av skattmodellens behandling av investeringskostnader og bunnfradraget, finner vi imidlertid at kreftene i noen grad utjevner hverandre. Ettersom både bruk av normpris, behandling av investeringskostnader og bunnfradrag virker investeringsvridende i ulik grad og retning, kan det likevel vanskelig konkluderes med at grunnrenteskatten på havbruk er strengt nøytral.

Innholdsfortegnelse

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	5
1. INTRODUKSJON	8
1.1 AKTUALITET OG FORMÅL.....	8
1.2 PROBLEMSTILLING.....	9
1.3 OPPGAVENS VIDERE OPPBYGNING.....	10
2. OPPDRETTSNÆRINGEN	11
2.1 OPPDRETTSNÆRINGENS PLESS I NORSK ØKONOMI.....	11
2.2 STRUKTUREN I NORSK OPPDRETTSNÆRING: AKTØRER OG EIERSKAP.....	12
2.3 VERDIKJEDEN FRA FJORD TIL BORD.....	15
2.4 KARAKTERISTIKKER AV OPPDRETTSNÆRINGEN.....	17
2.4.1 Syklisk råvarebransje.....	17
2.4.2 Konsesjonsbelagt næring.....	17
2.4.3 Variasjoner i arbeidskapital.....	19
2.4.4 Biologisk risiko.....	20
3. HISTORISK LØNNSOMHET I OPPDRETTSNÆRINGEN	22
3.1 UTVIKLING I DRIFTSMARGIN.....	22
3.2 HISTORISK KAPITALAVKASTNING.....	27
3.3 AVKASTNINGSKRAV.....	28
3.3.1 Teoretisk utledet avkastningskrav (WACC).....	28
3.3.2 Utleddning av investorenes implisitt forventede avkastning.....	30
3.4 INDIKASJONER PÅ MERAVKASTNING I OPPDRETTSNÆRINGEN.....	32
4. UTFORMINGEN AV ET SKATTESYSTEM	33
4.1 SKATTESYSTEMETS ROLLE.....	33
4.2 ULIKE SKATTETYPEN.....	34
4.2.1 Vridende skatter.....	34
4.2.2 Nøytrale skatter.....	35
4.2.3 Teoretiske retningslinjer for utformingen av skattesystemet.....	35
4.3 RENPROFIT OG GRUNNRENTE.....	36
4.4 GRUNNRENTE SOM ATTRAKTIVT SKATTEGRUNNLAG.....	37
4.5 NØYTRAL SKATTELEGGING AV GRUNNRENTE I OPPDRETTSNÆRINGEN.....	38
4.6 NØYTRALITETSDEFINISJONEN.....	39
5. GRUNNRENTESKATTEMODELLEN I OPPDRETTSNÆRINGEN	40

5.1	SKATTEGRUNNLAG OG SKATTESATS FOR GRUNNRENTESKATTEN.....	40
5.2	FASTSETTELSE AV BRUTTOINNTekt.....	41
5.3	FRADRAGSBERETTIGEDE KOSTNADER.....	42
6.	NORMPRIS.....	44
6.1	NASDAQ SALMON INDEX SOM NORMPRIS	45
6.1.1	<i>Datagrunnlag</i>	45
6.1.2	<i>Nasdaq Salmon Index som historisk normpris</i>	46
6.1.3	<i>Vektjustert Nasdaq Salmon Index som historisk normpris</i>	48
6.1.4	<i>Forklaring på avvik</i>	50
6.1.5	<i>Språk i kostnader mellom merdkant og referansepunkt for Nasdaq Salmon Index</i>	52
6.2	VIL ET NORMPRISSYSTEM BASERT PÅ NASDAQ SALMON INDEX FUNGERE NØYTRALT?.....	53
6.3	FAKTSKE PRISER OG INTERNPRISER SOM ALTERNATIV TIL NORMPRISER.....	55
6.4	KAPITTELOPPSUMMERING.....	56
7.	BEHANDLING AV INVESTERINGSKOSTNADER.....	57
7.1	KONTANTSTRØM TILKNYTTET INVESTERING I EN STANDARD OPPDRETTSLOKALITET.....	58
7.2	NØYTRAL BESKATNING AV KONTANTSTRØMMEN I PRAKSIS	59
7.3	FINANSDEPARTEMENTETS SYN PÅ BEHANDLING AV INVESTERINGSKOSTNADER	60
7.4	ANALYSE AV FORUTSETNINGER.....	61
7.4.1	<i>Skattefordelen betraktes og verdsettes som risikofri av markedsaktørene</i>	61
7.4.2	<i>Skattefradragene må kunne gjøres likvide for aktører som ikke er i skatteposisjon</i>	65
7.5	KAPITTELOPPSUMMERING.....	69
8.	BUNNFRADRAG	71
8.1	BUNNFRADRAGET GJØR AT EFFEKTIV SKATTESATS ØKER MED STØRRELSE	71
8.2	PRAKTISKE IMPLIKASJONER FOR OPPDRETTSNÆRINGEN	73
8.3	SAMVIRKNINGER MELLOM BUNNFRADRAGET OG BEHANDLING AV INVESTERINGER	75
8.4	KAPITTELOPPSUMMERING.....	78
9.	AVSLUTNING.....	79
9.1	KONKLUSJON	79
9.2	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING.....	81
9.2.1	<i>Begrenset fradrag for historiske investeringer i konsesjoner</i>	81
9.2.2	<i>Innføringen av grunnrenteskattmodellen</i>	82
10.	APPENDIKS.....	84
10.1	SPØRREUNDERSØKELSER OG DYBDEINTERVJUER.....	84
10.1.1	<i>Resultater fra spørreundersøkelse til analytikere om grunnrenteskatt i havbruksnæringen</i> ..	84
10.1.2	<i>Resultater fra spørreundersøkelse til oppdrettere om grunnrenteskatt i havbruksnæringen</i> ..	91
10.2	UTLEDNING AV IMPLISITTE AVKASTNINGSKRAV.....	100
10.3	ANTAKELSER GJORT I ILLUSTRASJON AV EFFEKTIV SKATTSATS UNDER BUNNFRADRAG	101

10.4	GRUNNLEGGENDE FINANSKONSEPTER.....	102
10.4.1	<i>Kapitalverdimodellen (CAPM)</i>	102
10.4.2	<i>Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)</i>	103
10.4.3	<i>Standard netto nåverdi (NPV) og internrente (IRR)</i>	104
10.5	FORUTSETNINGER BAK MODELLFELT	105
	LITTERATURLISTE	107

1. Introduksjon

1.1 Aktualitet og formål

28. september 2022 kalte statsminister Jonas Gahr Støre og finansminister Trygve Slagsvold Vedum inn til pressekonferanse om «hemmelig tema» ved Blaafarveværket i Åmot. Der introduserte de regjeringens forslag om å innføre 40 prosent grunnrenteskatt på havbruk, på toppen av alminnelig selskapsskatt (Regjeringen, 2022). Forslaget møtte massive reaksjoner i næringen. Sjømat Norge hevdet at grunnrentemodellen ville «skru av lyset langs kysten». Flere av Norges største oppdrettere beskrev forslaget som «næringsfiendtlig» (Ogre, 2022).

31. mai 2023 vedtok Stortinget en effektiv grunnrenteskattesats på 25 prosent, med tilbakevirkende kraft fra 1. januar 2023. Følgende argumentasjon stod sentralt i proposisjonen Finansdepartementet leverte til Stortinget, som lå til grunn for vedtaket:

«En riktig utformet grunnrenteskatt vil virke nøytralt på investeringene. [...] En riktig utformet grunnrenteskatt er kjennetegnet ved at staten tar en like stor del av alle inntekter som den dekker av alle kostnader, herunder investeringskostnader» (Prop. 78 LS, 2023, s. 7).

I høringsrunden, som endte fire dager etter at lovforslaget trådte i kraft (Regjeringen, 2022), ble det gjennomgående satt spørsmålsteget ved hvor nøytral grunnrentemodellen vil være i praksis. Norges og verdens største oppdretter av laks, Mowi ASA, hevdet følgende:

«Den (modellen) er ikke investeringsnøytral og vil få store konsekvenser for kyst-Norge samt dagens og fremtidige arbeidsplasser. [...] Skatteforslaget bærer preg av hastverksarbeid, og har så store mangler og konsekvenser, at det eneste forsvarlige er å utsette innføringen» (Mowi ASA, 2022, s. 4).

I likhet med Mowi advarte Norges største sjømatorganisasjon, Sjømat Norge, mot innføringen av grunnrentemodellen i havbruk på følgende måte:

«Næringen har vilje, og de siste årene, evne til å betale mer skatt, men regjeringens forslag har et nivå og en utforming som dersom det blir vedtatt, vil få store skadelige virkninger på næringens struktur, investeringer, sysselsetting og verdiskaping» (Sjømat Norge, 2023, s. 5).

Påstandene illustrerer at grunnrentebeskatning på havbruk har gitt grobunn for polarisering mellom stat, representert ved academia, og næring. Staten argumenterer med at

grunnrenteskattemodellen i teorien slår ut nøytralt, og ikke påvirker investeringsbeslutninger i sektoren. Næringen hevder at det er en rekke kompliserende faktorer som grunnrentemodellen ikke tar tilstrekkelig høyde for, som gjør at teori ikke sammenfaller med praksis. Formålet med denne masteroppgaven er å undersøke de elementene ved grunnrentemodellen hvor vi mistenker at et eventuelt avvik mellom teori og praksis kan være til stede, og et stykke på vei å presentere alternative utforminger for hvordan gapet kan tettes. Gjennom oppgaven håper vi å bidra til et kunnskapsgrunnlag som gir en mer konstruktiv debatt mellom stat og næring ved fremtidige evalueringer, og tilpasninger av grunnrentemodellen innen havbruk.

1.2 Problemstilling

Den overordnede problemstillingen for denne masterutredningen er:

«Er bruk av normpris, behandling av investeringskostnader og bunnfradrag nøytrale elementer ved grunnrenteskatten på havbruk, eller virker de vridende på markedsaktørenes drifts- og investeringsbeslutninger i praksis?»

Problemstillingen besvares ved å først undersøke om et normprissystem i fastsettelsen av oppdretternes bruttoinntekter kan risikere å bryte med nøytralitetspåstanden. Ettersom det ikke er endelig avklart hvordan normpris vil settes, forankres diskusjonen i hvilke skattemessige effekter en normpris basert på en referanseindeks ville gitt en norsk, mellomstor oppdretter historisk, basert på faktiske transaksjonsdata. Vi drøfter hvilke tilpasninger et slikt normprissystem gir i praksis. Deretter diskuterer vi hvorvidt måten grunnrenteskattemodellen behandler investeringskostnader på, vil gjøre at grunnrenteskatten ikke fungerer nøytralt. Dette kvantifiseres gjennom stiliserte, men virkelighetsnære kontantstrømeksempler. Eksemplene er satt opp på bakgrunn av datapunkter fra skatteutvalget for havbruk, samt datagrunnlag som vi har fått tilsendt direkte fra oppdrettsselskapet Mowi ASA. Vi drøfter hvordan behandlingen av investeringskostnader kan gi investeringsvridninger i praksis. Deretter diskuterer vi om grunnrenteskattemodellens bunnfradrag isolert sett hindrer grunnrenteskatten i å virke nøytralt, og hvordan bunnfradraget kan bidra til å vri investeringer mellom aktører. Avslutningsvis ser vi om grunnrenteskattemodellen virker nøytralt når behandlingen av investeringer og bunnfradraget virker sammen, eller om modellen vrir investeringer mot visse type aktører i praksis.

1.3 Oppgavens videre oppbygning

Oppgaven er delt inn i 9 hovedkapitler. I kapittel 2 introduseres norsk oppdrettsnæring og utviklingen i denne, før vi ser nærmere på hvordan den er strukturert i dag. Vi gjør rede for hvordan verdikjeden for oppdrett fungerer i praksis, og hvilke særlige karakteristikk en investor vil treffe på i møte med næringen. I kapittel 3 går vi i dybden på den historiske lønnsomheten i oppdrettsnæringen, og undersøker meravkastningen som har motivert innføringen av grunnrentebeskatning på næringen. I samme hånd vending utledes et intervall for avkastningskravet som er representativt for investeringer i oppdrettsnæringen, som i senere kapitler brukes til analyseformål. I kapittel 4 undersøker vi hvordan et skattesystem bør utformes for å virke mest mulig effektivt, og hvordan dette best oppnås ved bruk av *nøytrale* skatter. I forlengelsen av det introduseres begrepene renprofitt og grunnrente. Vi diskuterer hvorfor dette er attraktive skattegrunnlag, og hvilke forutsetninger som må ligge til grunn for at disse kan beskattes nøytralt gjennom en *kontantstrømskatt*. Kapittel 5 tar for seg den faktiske grunnrentemodellen, og hvordan denne skal beskatte oppdrettselskapene i praksis. Som pekt på i avsnitt 1.2, vil vi deretter se på tre konkrete elementer ved grunnrenteskattmodellen, og analysere og diskutere om disse bryter med påstanden om at grunnrenteskatten vil fungere som en nøytral skatt i praksis. Vi undersøker først om et normprissystem kan virke investeringsvridende i kapittel 6. Dernest tar vi for oss hvorvidt verdsettelsesuenighetene mellom Finansdepartementet og næringen kan virke investeringsvridende i kapittel 7, før vi undersøker om grunnrenteskattmodellens bunnfradrag virker i nøytralt i kapittel 8. I kapittel 9 konkluderer vi på problemstillingen, og kommer med forslag til videre forskning.

2. Oppdrettsnæringen

2.1 Oppdrettsnæringens plass i norsk økonomi

Grunnlaget for norsk lakseoppdrett ble lagt på 60-tallet, da villaks fra 41 nasjonale elver ble samlet inn for å ale fram laks med passende egenskaper for oppdrettsformål (Norges Sjømatråd, 2021). Verdens første flytende oppdrettsanlegg ble så etablert på Hitra, vest for Trondheim, i 1970. Den norske kystlinjen med skjermede fjorder og oksygenrikt vann gav gunstige forhold for å drive oppdrett. Med tiden har oppdrettsnæringen vokst fra å være en «attåttnæring» for kystbøndene, til å bli en eksportnæring i milliardklassen (Statistisk sentralbyrå, 2017).

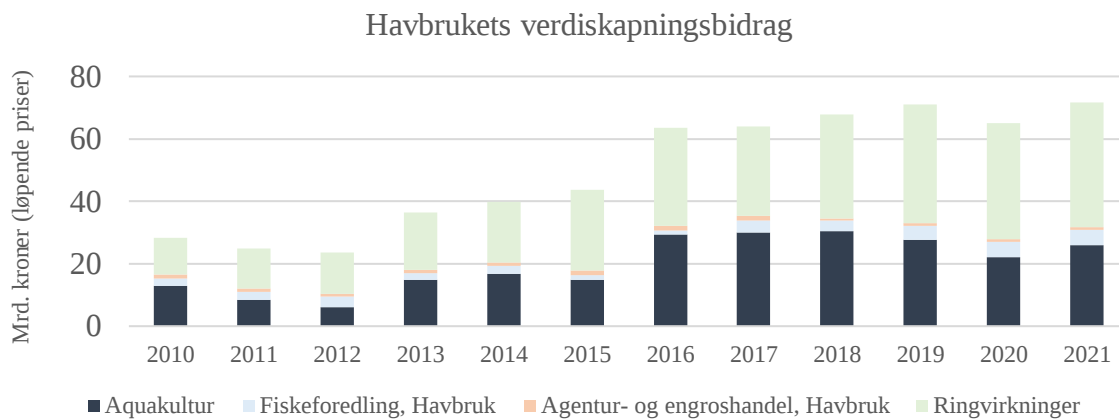
Norsk havbruksnæring består i hovedsak av oppdrett av laks og regnbueørret, og produksjonen av disse artene har økt betraktelig i løpet av de siste tiårene. Produksjonen i 2022 lå på rundt 1,65 millioner tonn, solgt til en førstehandsverdi på vel 107 mrd. norske kroner. Rundt 95 prosent av den norske havbruksproduksjonen blir eksportert til nærmere 100 land (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021). Figur 1 illustrerer utviklingen i produksjonsvolum- og verdi fra 1980 til 2022.



Figur 1 - Salg av slaktet matfisk, 1980-2022. Mengde i 1000 tonn og verdi i mrd. 2022-kroner.
Kilde rådata: Statistisk Sentralbyrå (1980-1993) og Fiskeridirektoratet (1994-2022).

I 2021 hadde den samlede verdikjeden i havbruksnæringen et bidrag til norsk bruttonasjonalprodukt (BNP) på om lag 31,8 mrd. norske kroner (Johansen, Myhre, Young, & Richardsen, 2022). Det tilsvarte i overkant av 1 prosent av totalt BNP skapt i Fastlands-Norge. Om en også inkluderte ringvirkningene havbruksnæringen skaper, beløp

verdiskapningsbidraget seg til 71,6 milliarder. Figur 2 illustrerer utviklingen i havbruksnæringens bidrag til norsk bruttonasjonalprodukt fra 2010-2021.



Figur 2 - Havbrukssektorens verdiskapningsbidrag til BNP, 2010-2021. Verdi i milliarder norske kroner. Løpende priser. Kilde rådata: SINTEF Ocean.

I overkant av 10 000 personer var sysselsatt direkte i havbruksnæringen i 2022 (Fiskeridirektoratet, 2023). Drøyt 7 100 av disse var tilknyttet produksjon av laks og regnbueørret. Det samlede sysselsettingsnivået har økt med nær 135 prosent fra år 2000, og 50 prosent fra 2015. Havbruksnæringen gir også opphav til sysselsetting til annen videreforedlingsvirksomhet, som salg, markedsføring og transport. Om en også inkluderer ansatte i ringvirkningsaktivitetene, har havbruksnæringen på det jevne lagt grunnlag for i overkant av 45 000 årsverk de siste årene (Johansen, Myhre, Young, & Richardsen, 2022).

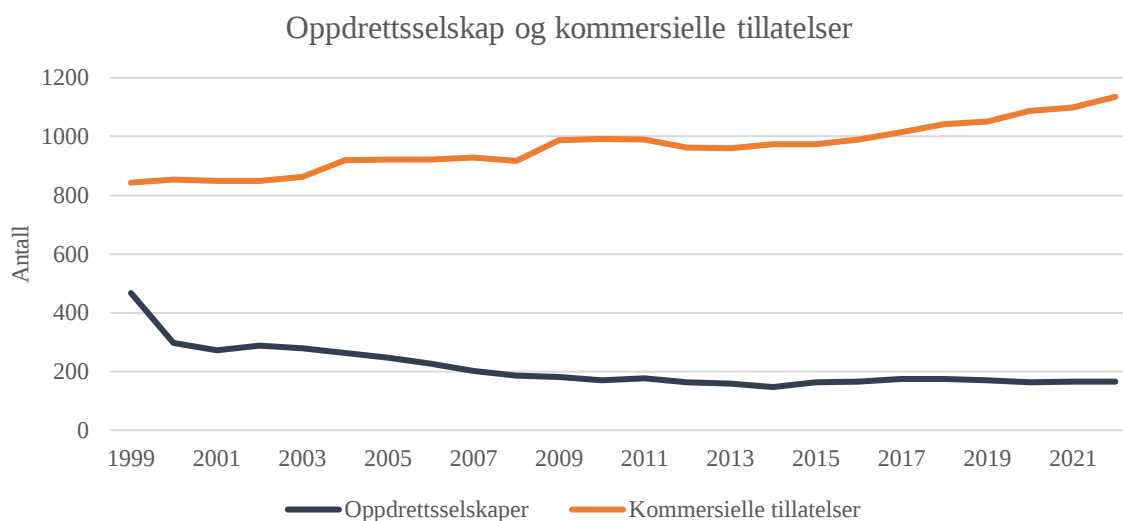
2.2 Strukturen i norsk oppdrettsnæring: Aktører og eierskap

Norsk havbruksnæring startet med oppdrettspionerene som tidlig på 1970-tallet eksperimenterte med oppdrett av laks og ørret ved hjelp av hjemmelaget utstyr (Statistisk sentralbyrå, 2017). Gjennom langvarig prøving og feiling lykkes en med å få fisken til å vokse i kontrollerte omgivelser i sjøvann. Oppdrett i flytemerder, notposer som spennes ut ved hjelp av et flytende rammeverk, var langt rimeligere og mer effektivt enn landbaserte anlegg.

I 1973 var oppdrettsnæringen blitt en levedyktig næring, og den norske stat innførte krav om at en måtte ha tillatelse fra myndighetene for å etablere ny produksjon. Frem til 1991 var regelen at et foretak bare kunne eie én tillatelse, og at eieren skulle ha lokal tilknytning til området. De fleste foretakene var organisert som enkeltmannsforetak, og i 1990 var det 970 foretak som produserte matfisk (Statistisk sentralbyrå, 2017). Krise i næringen med lave priser

og en rekke konkurser motiverte liberalisering av oppdretsloven, og man åpnet opp for at samme person kunne ha eierinteresser i flere anlegg.

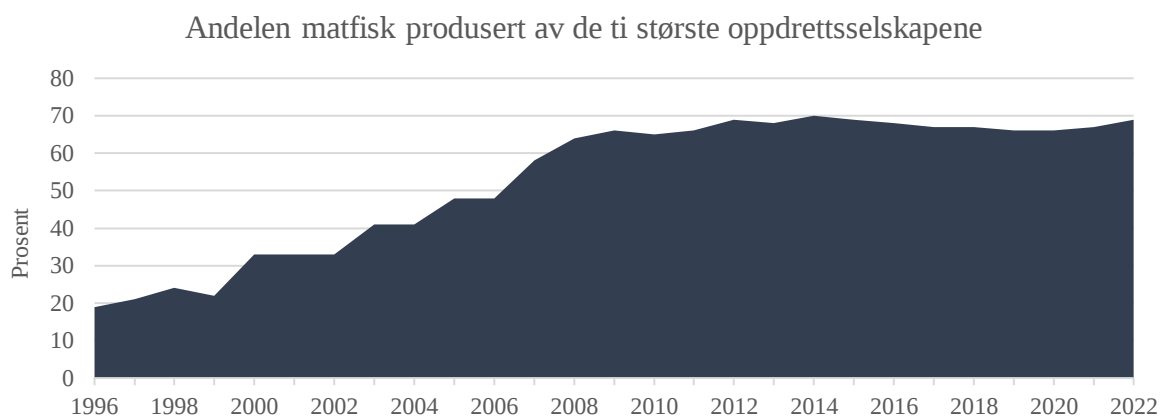
Etter dereguleringen i 1991 har oppdrettsnæringen gjennomgått en betydelig omstrukturering, hvor færre og større enheter preger utviklingen i alle ledd. I 1990 var det 970 foretak som produserte matfisk (Statistisk sentralbyrå, 2017), sammenlignet med 165 i 2022 (Fiskeridirektoratet, 2023). I samme periode har antall matfisktillatelser økt. Figur 3 viser utviklingen i antall oppdrettsselskap og kommersielle tillatelser fra 1999-2022.



Figur 3 - Oppdrettsselskaper og kommersielle matfisktillatelser i antall, 1999-2022.
Kilde rådata: Fiskeridirektoratet.

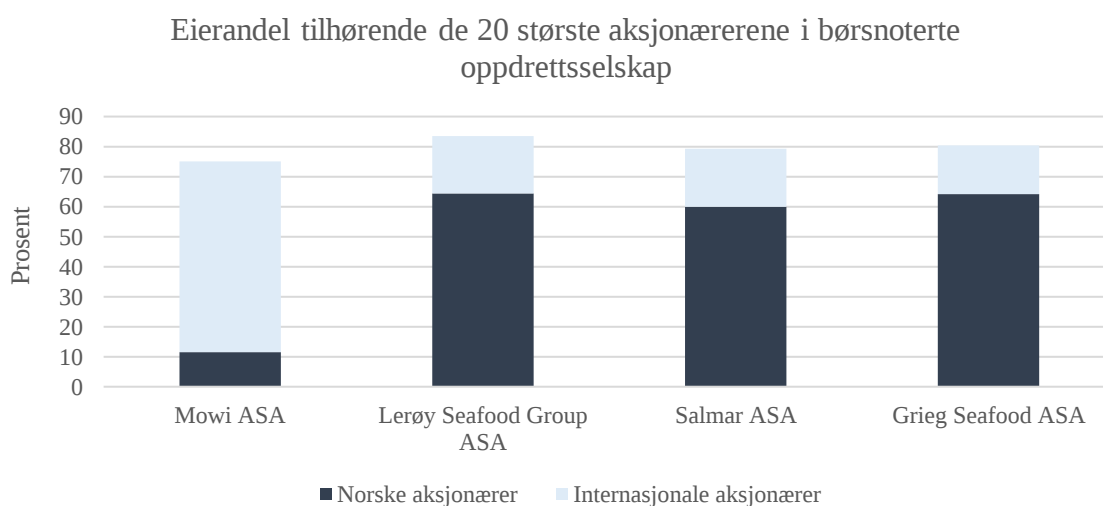
Reduksjon i antall oppdrettsselskaper og økning i antall kommersielle tillatelser innebærer at produksjonskapasiteten i norsk oppdrett i større grad er blitt konsentrert blant færre selskap. Lempeligere restriksjoner på tillatelser har samtidig gjort at lokalitetene¹ det drives oppdrett på har blitt større, men færre. I 2019 kontrollerte de ti største aktørene til sammen rundt to tredjedeler av produksjonskapasiteten i norsk oppdrett (NOU 2019: 18). Den største aktøren, Mowi ASA, eide om lag 21 prosent av den tildelte biomassen. I 2022 stod de ti største selskapene for i underkant av 70 prosent av den totale mengden som ble solgt av laks og regnbueørret. Figur 4 illustrerer hvor stor andel av matfisk som er produsert av de ti største oppdrettsselskapene fra 1996-2022.

¹ Begrepet lokalitet benyttes om de fysiske stedene hvor det gis tillatelse til å drive med havbruk.



Figur 4 - Andelen matfisk produsert av de ti største oppdrettsselskapene i tidsperioden 1996-2002.
Kilde rådata: Fiskeridirektoratet.

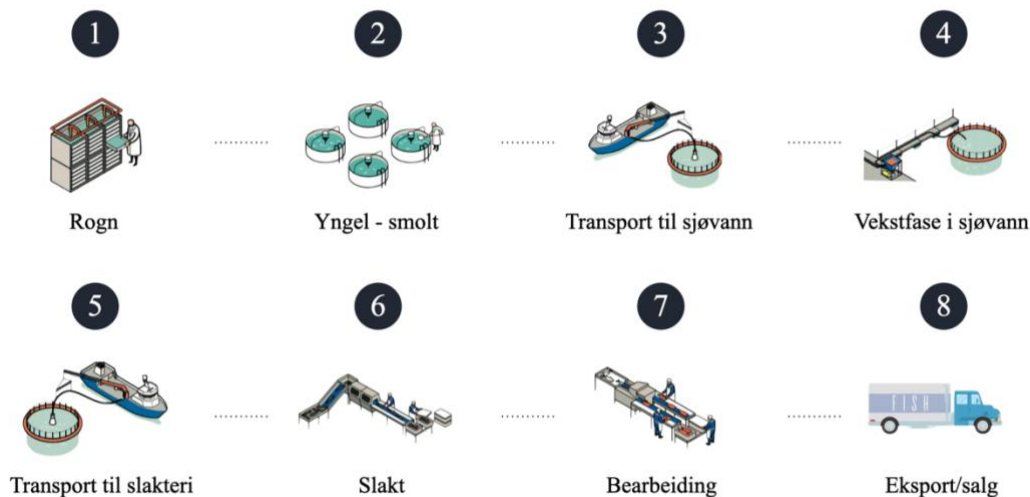
Fire av de ti største aktørene er notert på Oslo Børs: Mowi, Lerøy Seafood Group, Salmar, Grieg Seafood. Det innebærer at eierstrukturen er til dels fragmentert, og består av norske så vel som internasjonale investorer. Figur 5 viser den samlede eierandelen tilhørende de 20 største aksjonærene i de oppdrettsselskapene som er notert på Oslo Børs, og hvorvidt aksjonærene er registrert i Norge eller i utlandet. Eierskapet er konsentrert, og de 20 største aksjonærene holder over 75 prosent av eierinteressene i alle de fire selskapene. Norske aksjonærer er svakest representert blant de 20 største eierne hos Mowi (~11,5 prosent), og sterkest i Lerøy Seafood Group (~64 prosent).



Figur 5 - Eierandel tilhørende de 20 største aksjonærene i børsnoterte, norske oppdrettsselskap. Inndelt i hvorvidt aksjonærene er registrert i Norge eller utlandet. Kilde rådata: Proff.no (som er basert på data fra Aksjonærregisteret hos Skatteetaten).

2.3 Verdikjeden fra fjord til bord

Verdikjeden for oppdrett av laks er kompleks og omfatter avl, settefiskproduksjon, matfiskproduksjon, slaktning og foredling, samt eksport og salg av den ferdige matfisken. Prosessen er illustrert i Figur 6, og beskrives kort i det følgende.



Figur 6 - Verdikjeden innenfor oppdrett. Kilde: Mowi ASA.

Produksjonssyklusen på en laks er om lag tre år, og begynner med å stryke av en voksen, kjønnsmoden stamfisk for å høste egg (Mowi, 2023). Stamfisken er alet opp i ca. 32 måneder i egne basseng eller anlegg (Cermaq, 2023). Den er utvalgt med hensyn til hvilke egenskaper en ønsker for avkommet, som vekst, motstand mot sykdom og kjøttkvalitet. Ved å blande egg og melke som en høster fra stamfisken, befruktes lakseegg. Lakseeggene, rognen, legges i klekkebakker på land som er spesielle skuffer som gjennomstrømmes av ferskvann. Her tilbringer rognen omtrent 500 døgngrader², før den klekkes til en lakselarve (Lerøy, 2023).

Rundt 4-6 uker etter klekking overføres lakseyngelen til større landbaserte tanker, hvor de mates med finkornet fôr. Yngelen vokser og sorteres på størrelse i nye og større ferskvannstanker på land. Underveis foregår smoltifisering, som er fysiologiske endringer fisken gjennomgår for å tilpasse seg et liv i sjøvann fremfor ferskvann. I denne landbaserte fasen vaksineres fisken for å beskyttes mot naturlige virus og sykdommer. Etter 8-15 måneder i ferskvann er vekten på smolten fra 100 gram og oppover (Lerøy, 2023). I Norge er gjennomsnittet på 200 gram for smolten som settes ut på våren, og 180 gram på høstutsettet

² Antall døgn multiplisert med antall grader.

(Ytrestøyl, et al., 2023). I nyere tid har næringen utforsket muligheten til å vokse smolten ytterligere på land i såkalte postsmoltanlegg, blant annet for å øke veksttakten og redusere fiskedødelighet i sjø. Rundt 20 prosent av norske oppdrettere setter ut smolt som er større enn 250 gram, og flere aktører tilrettelegger for vekst av storsmolt opp til 1000 gram.

Etter smoltfasen transporteres fisken ut i sjøen med brønnbåter som er spesialiserte for frakt av levende fisk. Smolten settes i merder, som er plassert på lokasjoner med tilstrekkelig gjennomstrømning av rent, friskt vann (Alsaker Fjordbruk, 2023). Tettheten av laks i merden kan maksimalt være på 2,5 prosent fisk mot 97,5 prosent vann (Laksefakta, 2023). Når laksen er sluppet over merdkanten og ned i sjøen, betegnes fisken som matfisk.

I sjøen vokser fisken videre fra smolt til postsmolt, til ung laks og til slakteklar voksen fisk. Vekstprosessen tar om lag 14-22 måneder. For veksten er det avgjørende med riktige vannforhold, både med hensyn til strømninger, oksygennivå og temperatur (Lerøy, 2023). Ved høyere temperaturer vokser fisken fortere enn ved lave temperaturer, og optimal temperatur for sunn vekst er mellom 8-14 grader celsius (Mowi, 2023). Samtidig bør ikke anleggene ligge for eksponert. Disse kravene begrenser hvilke lokasjoner som er egnet til å drive med oppdrett.

Når fisken måler 4-6 kg, er den klar til å fraktes fra merd til slakteriet. Fisken hentes opp fra merden og fraktes levende til fabrikken ved hjelp av brønnbåt, en prosess som tar mellom 3-20 timer. For å roe ned fisken før slakt settes den i en ventemerd, der den blir mellom ett til seks døgn. Deretter ledes fisken inn i produksjonsanlegget videre prosessering.

Man skiller mellom primær- og sekundærprosessering. Primærprosessering er det første steget i videreforedlingen av fisken. Prosessen starter med at fisken bedøves for å redusere stressnivået, noe som bevarer kvaliteten på kjøttet. Deretter slaktes og sløyes fisken, før den legges på is (Mowi, 2023).

Neste steg er sekundærprosessering, som innebærer viderebehandling av den slaktede fisken. Behandlingen kan bestå i filetering, porsjonering, røyking, marinering og panering, og skjer typisk 4-5 dager etter slakt, når fisken er kommet ut av en tilstand i dødsstivhet.³ Deretter pakkes fisken enten i vakuum, i modifisert atmosfære forpakning (MAP) eller blir frosset og

³ Omtales også som *rigor mortis*. Muskelsammentrekninger som oppstår 2-5 timer etter slakt, som oppheves gradvis.

lagret for distribusjon (Mowi, 2023). Produktene selges så videre til grossister, dagligvare, restauranter og andre konsumenter.

Verdikjeden stopper for flere norske aktører etter primærprosessering. I første halvår 2022 ble 76 prosent av den norske oppdrettslaksen sendt til utlandet for videreforedling (Jensen, 2022). En årsak er at Norge må betale toll for å selge foredlet laks til EU. Samtidig kan EU-land selge prosessert fisk tollfritt til det europeiske markedet. En annen årsak er at lønnsnivået i mange av EU-landene er lavere enn i Norge (Statistisk Sentralbyrå, 2020). Derfor har mange EU-land bygget opp videreforedlingsindustri basert på norsk laks, hvorav Polen og Danmark er de to største (Norges Sjømatråd, 2023).

2.4 Karakteristikk av oppdrettsnæringen

2.4.1 Syklisk råvarebransje

Laks er en råvare som ofte klassifiseres i de overordnede kvalitetsgruppene superior, ordinær og produksjonsfisk (Drønen, 2019). Innenfor hver kvalitet er pris den differensierende faktoren, ettersom forbrukeren er tilnærmet indifferent mellom hvilken lakseprodusent fisken er levert fra. I en slik global råvarebransje er det marginalprodusentens kostnadsnivå som er prissettende. Med andre ord vil lakseselskapene normalt være pristakere ved at prisen de kan realisere i stor grad er eksogent gitt av det globale markedet.

2.4.2 Konesjonsbelagt næring

Havbruk er en tillatelsesbasert næring (Laksetildelingsforskriften, 2022). Det innebærer at oppdrettere må ha konsesjon utstedt av myndighetene for å drive fiskeoppdrett i det bestemte anlegg, på den bestemte lokalitet. Konesjoner regulerer blant annet hvilken art det kan drives oppdrett på, i hvilket omfang og til hvilket formål.

Hvor mye levende fisk eieren kan ha stående i sjø per konsesjon, begrenses av maksimalt tillatt biomasse, forkortet MTB (Fiskeridirektoratet, 2023). MTB måles i antall tonn fisk.⁴ Hver enkelt konsesjon er avgrenset i MTB på to nivåer; selskapsnivå og lokalitetsnivå.

⁴ Antall fisk multiplisert med snittvekt.

På selskapsnivå begrenses MTB av biomassetaket. I dette taket inngår all biomasse tildelt samme juridiske person innenfor samme produksjonsområde, gitt at konsesjonene tilfredsstillende visse krav. For det første må tillatelsene gjelde samme art. For det andre må de gjelde samme type. I tillegg må tillatelsene gjelde samme formål (Akvakulturdriftsforskriften, 2008). Normal størrelse på en tillatelse til matfiskproduksjon av laks, ørret og regnbueørret er på 780 tonn i alle fylker utenom Troms og Finnmark, hvor grensen er på 945 tonn på grunn av lavere vekst i kaldere vann. Som hovedregel kan konsern med flere akvakulturtillatelser etablere et felles biomassetak for inntil to tilgrensende produksjonsområder. Foretaker selskapet en høy andel av egen oppdrettsfisk i et norsk kystdistrikt, kan det innvilges et biomassetak for inntil tre produksjonsområder. Biomassetak som favner over fire produksjonsområder innvilges kun unntaksvis, og da med hensikt om å opprettholde det geografiske omfanget av tidligere innvilgede interregionale biomassetak.

I oppdrettsnæringens første tiår ble konsesjoner tildelt på vederlagsfri basis. I perioden mellom 1973 og 1989 utstedte Den norske stat i alt 421 kostnadsfrie tillatelser, etterfulgt av et opphold i tildelinger frem til 2002 (Rønning, 2021). Norske myndigheter innførte da et fastprisregime på 5 millioner kroner per konsesjon, foruten om tillatelsene som var stedbundne til Troms og Finnmark. Disse ble priset til 4 millioner kroner. I påfølgende konsesjonsrunde i 2023 ble vederlaget holdt konstant, før prisen per tillatelse økte til 8 millioner i 2008. Tildelingsrunden i 2013 var den første hvor myndighetene solgte deler av utlyste konsesjoner gjennom en lukket budrunde. Det totale vederlaget fra budrunden beløp seg til 904,2 millioner kroner, som gav en gjennomsnittspris på 60,3 millioner for hver av de 15 utlyste konsesjonene, eller 77.300 kroner per tonn MTB.

Siden er man gått over til å avholde ren auksjon på økt produksjonskapasitet på eksisterende tillatelser. Første auksjon på dette fant sted i 2018, hvor snittprisen per tonn MTB beløp seg til kr 211.700 i områdene sør for Senja, og kr 163.500 for områdene lenger nord. Den foreløpig siste budrunden på økt kapasitet ble avholdt i 2020. Salget av 27.200 tonn MTB ble da auksjonert ut til en snittpris på 219.758 kroner per tonn, noe som beløp seg til et totalt vederlag på om lag 6 milliarder kroner. Dermed kostet en tidsbegrenset tillatelse i snitt mellom 100 og 200 millioner kroner i nylige tildelingsrunder (2018-2022), avhengig av lokasjon og MTB (Fiskeridirektoratet, 2022). I tillegg til kommersielle matfisktillatelser er det historisk utdelt et begrenset antall særtillatelser som utviklingstillatelser, med formål om å bidra til et teknologiløft i havbruksnæringen.

Utviklingen produksjonskapasiteten som kan selges på auksjon, avhenger av lokalitetens miljømessige bæreevne. Bæreevnen vurderes av miljøverndepartementet, som regulerer den regionale veksten i oppdrettsnæringen gjennom trafikklyssystemet.

Trafikklyssystemet er et statlig styringsverktøy hvor departementet fargelegger kysten i 13 distinkte produksjonsområder. Fargen avgjør om oppdretterne i området får lov til å vokse, eller om de får sin produksjonskapasitet redusert. Gjennomgangen gjøres annethvert år, ut fra vurderinger rundt den samlede miljøtilstanden i sjøen. Sentralt i vurderingen er hvordan lakselus fra oppdrettsanleggene påvirker villaksen i området. Om miljøpåvirkningen i et område vurderes som liten, kan næringen øke produksjonen med inntil 6 prosent (grønt lys). Er miljøpåvirkningen moderat holdes produksjonen uendret (gult lys), og er påvirkningen stor må produksjonen reduseres med 6 prosent (rødt lys).



Figur 7 - Oversikt over de 13 produksjonsområdene for oppdrettsfisk. Fargelegging lik aktuell fargelegging i siste vurderingsrunde (2022). Ny fargelegging forventet 1. kvartal 2024.

2.4.3 Variasjoner i arbeidskapital

Arbeidskapitalen i havbruk består normalt av varelager av biologisk masse i form av fisk, varelager av fôr og emballasje, kundefordringer, leverandørgjeld og andre kortsiktige operasjonelle eiendeler og gjeldsposter. I den aggregerte balansen til de 38 største oppdrettsselskapene i Norge står varelager og kundefordringer for omtrent 25 prosent av verdien av totale eiendeler (Kontali, 2022). Behovet for arbeidskapital øker dersom man skal

vokse organisk. Det er fordi man må investere i en større masse fisk i sjøen for å kunne høste høyere slaktevolumer i fremtiden. For å oppnå en økning i slaktevolum på én kilo, kreves det i snitt en netto arbeidskapitalinvestering på omtrent 39 kroner fra året før den høstes til tidspunkt for slakt (Mowi, 2023).

Nivået av arbeidskapital svinger mye gjennom året på grunn av fiskens ujevne veksthastighet i ulike temperaturer. I takt med at fisken vokser, øker verdien på den biologiske massen og verdien av det biologiske varelageret. Ettersom slaktemønsteret er relativt konstant over året, samtidig som fisken vokser i varierende takt gjennom året, vil det være store sesongmessige variasjoner i arbeidskapitalbinding. Typisk vil netto arbeidskapital toppe ut ved slutten av året og bunne ut på midten av sommeren. En annen kilde til variasjoner i arbeidskapitalen er svingninger i valuta og andre produksjonskostnader (Mowi, 2023).

2.4.4 Biologisk risiko

Særegent for oppdrettsnæringen er at det er betydelig biologisk risiko forbundet med oppdrett av levende dyr. Biologiske utfordringer som parasitter, sykdommer, og algeoppblomstring oppstår med jevne mellomrom. Med dette kommer store kostnader knyttet til behandling og fiskedødelighet. Selv om investering i teknologi og medisiner for forebygging av biologiske utfordringer er en prioritet hos oppdretterne, er det ikke mulig å kvitte seg med all biologisk risiko.

Lus er en av de største biologiske utfordringene forbundet med oppdrett av fisk. Parasitten lus lever naturlig i saltvann og spiser hud, slim og blod på fisken. Smitte av lus mellom fisk skjer lettere ved høyere sjøtemperaturer. Dette er en av de medvirkende årsakene til at lusenivået historisk sett har vært høyere på Vestlandet enn i andre regioner, samtidig som region Nordland har hatt relativt lave lusenivåer (Misund, 2022a). Oppdretterne er pålagt å overvåke lusenivået, og sørge for at dette ligger under en myndighetsbestemt grense. Høy konsentrasjon av lus kan forringe kvaliteten og dermed salgsprisen på fisken, eller i verste fall øke dødeligheten i et anlegg (A. Nylund, personlig kommunikasjon, 17. november 2023). Direkte kostnader knyttet til lusebehandling og dødelighet er estimert å være 5 milliarder kroner årlig samlet for næringen (Nofima, 2017). I tillegg oppstår det indirekte kostnader for lusebehandling knyttet til stress, redusert tilvekst og økt mottakelighet for sykdommer (Misund, 2022a).

Også andre sykdommer og virus fører med seg vesentlige biologiske kostnader i oppdrettsvirksomhet. Selv om dagens vaksiner av fisken gir god beskyttelse mot en rekke bakterielle infeksjoner, er beskyttelsen mot virussykdommer mer variabel. Eksempler på sykdommer som rammer norsk laks i dag er infeksjøs lakseanemi (ISA), pankreassykdom (PD), amøbegjellesykdommen (AGD), hjertesprekk (CMS) og vintersår (Norges Sjømatråd, 2023a). Syk fisk kan ikke sendes til markedet, og forårsaker med det store bortfall av inntekter. Det ble gjort et estimat i 2015 som indikerte at de vanligste virussykdommene (CMS, ISA, PD) samlet sett koster næringen ~4,2 milliarder kroner årlig (Vedeler, 2017). Videre kan stress redusere laksens evne til å bekjempe infeksjoner. Faktorer som kan utløse stress er dårlig vær, nye rutiner, håndtering av laksen, lakselus, dårlige miljøforhold eller transport (Norges Sjømatråd, 2023a).

Raskt økende kostnader knyttet til biologiske utfordringer har vært en trend de siste årene. Denne trenden er ifølge Misund blant annet drevet av strengere reguleringer, økt vekt på dødfisk og økt bruk av ikke-medikamentelle avlusningsmetoder (2022a). Hvis man inkluderer både direkte og indirekte biologikostnader nevnt ovenfor, har Misund estimert at kostnader knyttet til biologi utgjør omtrent 10-14 kroner per kilo slaktet fisk i dag. For å redusere stress og sykdommer, og biologikostnader på sikt, har næringen investert vesentlige summer i nye teknologiske løsninger de seneste årene. Eksempelvis har Nordlaks investert ~600 millioner kroner i en ny type semilukket anlegg (Thonhaugen, 2016) og Salmar ~700 millioner kroner i en havmerd (Okstad, 2018).

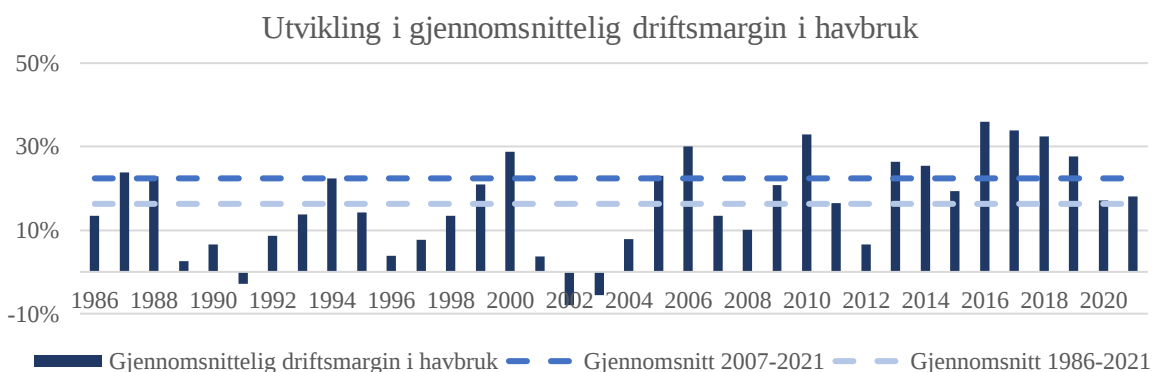
3. Historisk lønnsomhet i oppdrettsnæringen

I dette kapitlet beskriver vi utviklingen i oppdrettsnæringens lønnsomhet. Høy meravkastning i næringen er brukt som tungtveiende argument for innføringen av grunnrenteskatt. I det følgende undersøker vi om slik meravkastning har eksistert, ved å se historisk avkastning på investert kapital opp mot et avkastningskrav.

Først undersøker vi utvikling i historisk driftsmargin, som utgjør telleren i beregningen av avkastning på investert kapital. Deretter ser vi driftsmarginene i sammenheng med investert kapital, som utgjør nevneren i beregningen. Så estimerer vi et intervall for det sannsynlige avkastningskravet hos investorer i oppdrettsnæringen, ved å triangulere mellom avkastningskrav utledet teoretisk og implisitt fra børsmultipler, og datapunkter på bransjepraksis basert på interaksjon med sjømatanalytikere. Avslutningsvis ser vi avkastning på kapitalen opp mot intervallet for avkastningskrav, for å indikere om det har eksistert historisk meravkastning i oppdrettsnæringen.

3.1 Utvikling i driftsmargin

Figur 8 viser at oppdrettsnæringen har vært gjenstand for store variasjoner i lønnsomhet, men at gjennomsnittlig driftsmargin på landsbasis har vært positiv de siste 20 årene. Av figuren observerer man at driftsmarginen har vist en synkende trend etter å ha nådd toppunktet i 2016.



Figur 8 - Utvikling i gjennomsnittlig driftsmargin på landsbasis for oppdrett av laks og regnbueørret til matfiskproduksjon i perioden 1986-2021.⁵ Kilde for rådata benyttet i sammenstilling: Fiskeridirektoratet.

⁵ Fra 2009 endret Fiskeridirektoratet rapporteringen fra et samfunnsøkonomisk til et bedriftsøkonomisk perspektiv, noe som gjør at regnskapstallene før 2009 ikke er direkte sammenlignbare med tallene etter.

Viktige drivere bak utviklingen i driftsmargin i oppdrettsbransjen er blant annet endringer i eksportpris, som igjen drives av tilbud, etterspørsel og valuta. En annen viktig driver er kostnadsutviklingen på fôr og smolt.

Av Figur 9 ser vi at eksportprisen på fersk laks har gått fra å ligge mellom 20-40 kroner kiloen fra 2000-2013, til å ligge mellom 40-80 kroner kiloen i 2011-2020. Figuren viser at eksportprisen har variert spesielt mye i løpet av de siste tre årene, i intervallet 60-120 kroner per kilo.

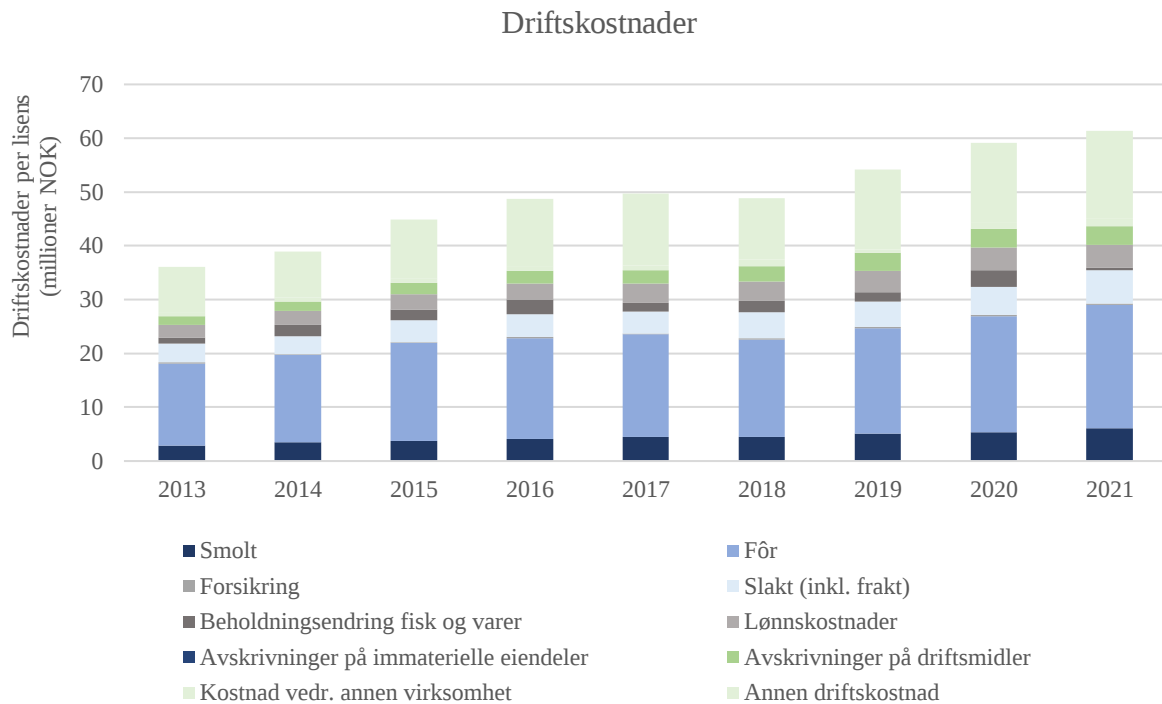


Figur 9 - Utvikling i eksportpris per kilo fersk laks. Kilde rådata: Statistisk Sentralbyrå.

Prisøkningen kan forklares av en stram tilbudsside relativt til etterspørselen etter norsk laks. Brækkan viser at tilbudssiden, målt ved eksportvolum, økte med 6 prosent i perioden 2012-2018 (2023). Den begrensede tilbudsveksten kan blant annet forklares med begrenset utdeling av ny produksjonskapasitet, samt tidvise store bortfall av tilbud på grunn av syk og død fisk. I den samme tidsperioden økte etterspørselen etter laks i euro med 68 prosent. Etterspørselsveksten kan til dels forklares av generell befolkningsvekst, en voksende middelklasse i Asia med betalingsevne for laks, økt fokus på sunt kosthold, i tillegg til utviklingen mot et bredere produktsortiment (Egeness & Dahl, 2022).

En annen forklaringsfaktor for økningen i eksportpris er en markant svekkelse i den norske kronen (Brækkan, 2023). Eurokursen har spesielt stor betydning for prisdannelsen i Norge, ettersom Europa konsumerer 45 prosent av laksen som produseres i verden (Egeness, 2023). Når kronen svekker seg mot andre valutaer kan eksportprisen på laks målt i norske kroner øke uten at laksepriser i lokal valuta og etterspørsel påvirkes. I løpet av tidsperioden 2000-2021,

har den norske kronen svekket seg med over 20 prosent.⁶ Samtidig som svekket krone har slått positivt ut på driftsmarginen gjennom økte priser, har svakere krone bidratt til økte kostnader på importerte innsatsfaktorer. Som vi ser av Figur 10 utgjør fôr størsteparten av driftskostnadene i oppdrett. Etersom fôr hovedsakelig er laget av globale råvarer som ofte omsettes i dollar, øker fôrkostnadene typisk ved kronesvekkelse (Egeness, 2023).

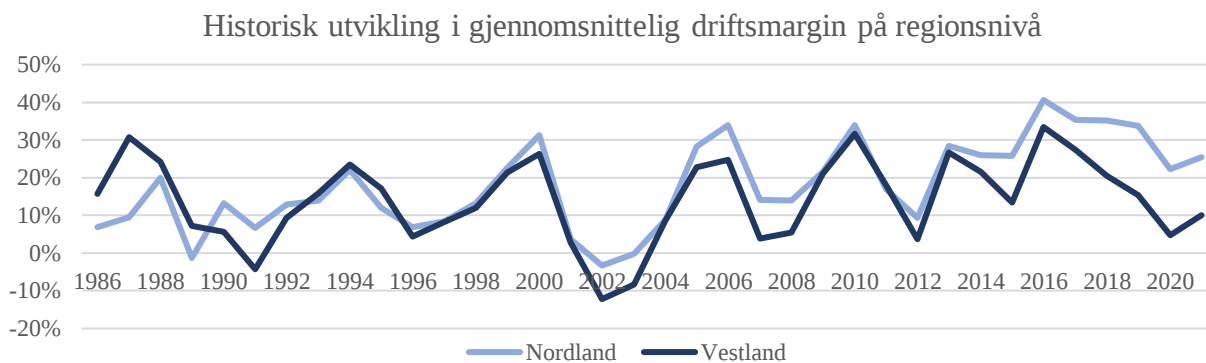


Figur 10 - Utvikling i gjennomsnittlige driftskostnader per lisens. Kilde rådata: Fiskeridirektoratet.

Av figuren observerer man at gjennomsnittlige driftskostnader per lisens har økt betraktelig de siste årene, særlig smolt- og fôrkostnader. I tillegg til valutaeffekten nevnt over, kan svak forhandlingsmakt hos oppdretterne ovenfor fôrprodusenter bidra til å forklare økte fôrkostnader. Markedet for fôrproduksjon er konsolidert, der fire utenlandske aktører står for 90 prosent av inntektene i markedet (EY, 2021). Dette gjør at de fleste oppdretterne blir pristakere på fôrkostnader med lav forhandlingsmakt. Økningen i smoltkostnader kan blant annet forklares med en trend mot å vokse fisken lenger og større i smoltanlegg før de settes i sjøen, som forklart i kapittel 2.3. På grunn av valutamekanismene som virker på driftsmarginen, nevner flere eksperter at marginene i bransjen vil falle betydelig om kronen igjen styrker seg fra dagens nivåer (Egeness, 2023).

⁶ Beregnet med utgangspunkt i valutakurs EUR/NOK 03.01.2000: 8,06 NOK og 31.12.2021: 9,99 NOK.

Redegjørelsen over viser noen sentrale drivkrefter bak den årlige variasjonen i gjennomsnittlig driftsmargin på bransjenivå. Driftsmarginen viser seg imidlertid også å ha variert mellom regioner og aktører. I Nordland har den gjennomsnittlige driftsmarginen vært størst på 27 prosent i perioden 2011-2021, og minst i Vestland med 17 prosent i samme periode - se Figur 11.

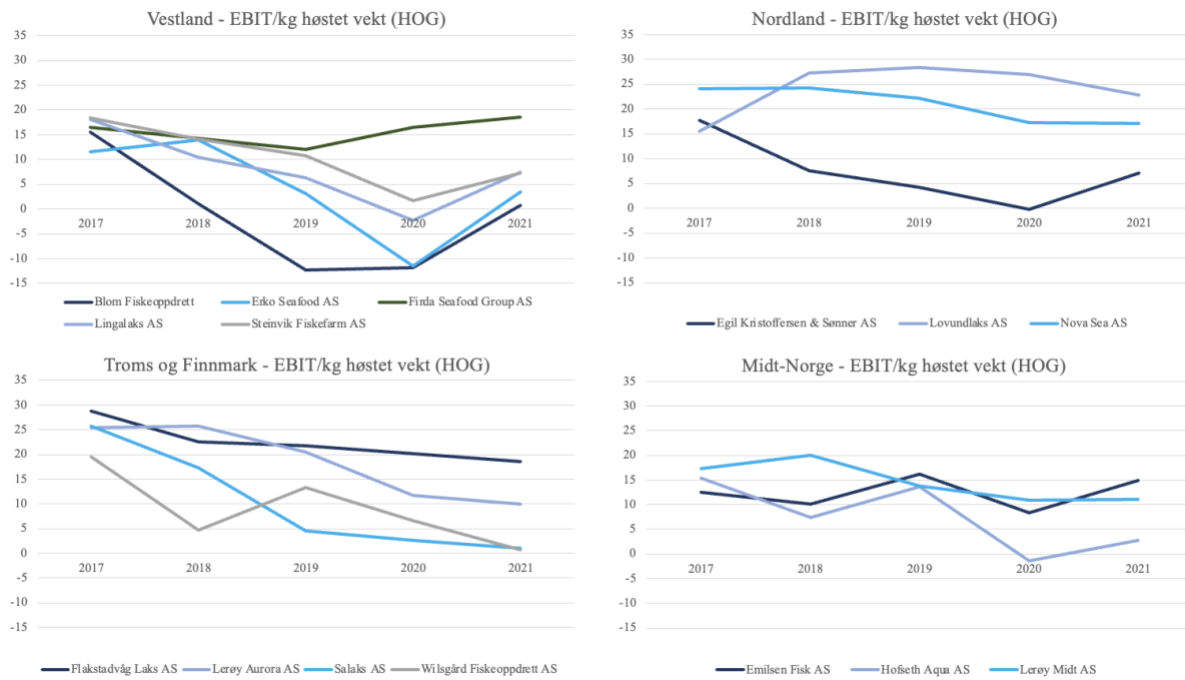


Figur 11 - Utvikling i gjennomsnittlig driftsmargin i Nordland og Vestland⁷ for laks og regnbueørret innen matfiskproduksjon fra 1986-2021. Kilde rådata benyttet i sammenstilling: Fiskeridirektoratet.

Regionale lønnsomhetsforskjeller kan forklares med at ulike lokaliteter har opplevd ulik grad av biologiske utfordringer. Spesielt region Vestland har de siste årene slitt med høye lusnivåer, gjellesykdommer, hudsykdommer og andre virussykdommer, som har drevet dødeligheten opp mot 25 prosent i enkelte år. Fisken er mer utsatt for sykdommer og lus i region Vestland på grunn av høyere sjøtemperaturer der virus og parasitter trives, mindre gjennomstrømning av vann i fjorder, og høy tetthet av oppdrettsanlegg på lite areal som øker smittefaren blant fisken (A. Nylund, personlig kommunikasjon, 17. november 2023). Økt dødelighet og kostnader knyttet til behandling driver lønnsomheten ned (Misund, 2022a). I Nord-Norge plages oppdretterne derimot mindre av gjellesykdommer og parasitter, fordi sjøtemperaturene ved lokalitetene sjeldent overstiger 15 grader (A. Nylund, personlig kommunikasjon, 17. november 2023).

Lønnsomheten varierer også mellom de ulike aktørene i de ulike regionene. Av Figur 12 ser vi at noen aktører systematisk har rapportert høyere driftsmargin per kilo høstet vekt enn konkurrentene i samme region.

⁷ I årene før 2020 er driftsmarginen for Vestland fylke beregnet som et snitt av Fiskeridirektoratets oppgitte driftsmargin for Sogn og Fjordane og Hordaland.



Figur 12 - Rapportert driftsmargin per kilo, målt i EBIT/kg i NOK, for høstet fisk i ulike regioner⁸.
Kilde rådata: Selskapenes årsrapporter og Kontali Analyse.

Lønnsomhetsforskjeller mellom aktører innenfor samme region kan komme av ulik kvalitet på oppdrettslokalitetene internt i regionen, men også på grunn ulik dyktighet og ulike operasjonelle grep. Et eksempel på førstnevnte finner man i Trøndelag, hvor Hitra-Frøya er et område med særlig gunstig utskiftning av sjøvann, sammenlignet med øvrige lokaliteter i regionen. Forskjeller på bakgrunn av operasjonelle grep kan oppstå dersom noen oppdrettere er særlig dyktige til å gjennomføre tidlig behandling av sykdommer og lus, eller minimere utsettelse av virusinfisert smolt. Noen oppdrettere investerer også tyngre i at smolten skal ha god genetikk for motstandsdyktighet mot fremtidige sykdommer, eller i teknologi for å gjøre smolten større ved utsett, som igjen reduserer tiden med marin eksponering i merd (A. Nylund, personlig kommunikasjon, 17. november 2023). Et annet operasjonelt grep som kan forklare lønnsomhetsforskjeller mellom aktører, er hvorvidt slaktekapasitet er integrert i selskapet. Aktører med intern slaktekapasitet kan ha mer fleksibilitet på høsting og slakt av fisken. Denne fleksibiliteten bidrar typisk til høyere realiserte priser og bedre produksjonsutnyttelse (Kontali, 2022).

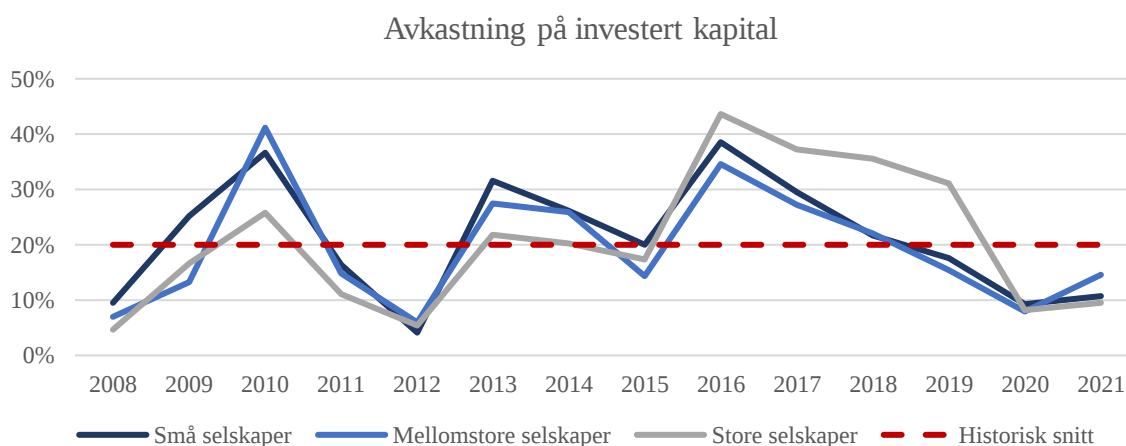
⁸ Region Midt-Norge inkluderer her aktører som opererer i Trøndelag og Møre & Romsdal.

3.2 Historisk kapitalavkastning

I beskrivelse av oppdrettsnæringens lønnsomhet, bør marginer sees i sammenheng med kapitalbindingen som kreves for å skape resultatet (Plenborg & Kinserdal, 2021). Derfor ser vi i det følgende på utviklingen i gjennomsnittlig avkastning på investert kapital.

Avkastning på investert kapital måler driftsresultatet etter skatt relativt til kapitalen som er investert i operasjonelle eiendeler. Driftsresultatet inkluderer alle operasjonelle inntekter og kostnader etter skatt, som innebærer at det ser bort fra netto finanskostnader. I beregningen av oppdretternes driftsresultat etter skatt, har vi nedjustert oppdretternes gjennomsnittlig innrapporterte driftsresultater med alminnelig skattesats på 22 prosent. I estimering av oppdretternes kapitalbinding i operasjonelle eiendeler som skal forrentes gjennom driften, har vi brukt bokført verdi av selskapenes utgående eiendeler for perioden. Samtidig har vi trukket fra kortsiktig operasjonell gjeld, da dette er ikke-rentebærende gjeld som refinansierer seg selv gjennom driften.⁹

I Figur 13 vises utviklingen i den gjennomsnittlige avkastningen på investert kapital for små, mellomstore og store oppdrettsselskap. Ettersom Fiskeridirektoratet endret metode for beregning av datapunktene som ligger til grunn for denne undersøkelsen i 2008, begrenses tidsserien i illustrasjonen til å strekke seg fra 2008-2021.



Figur 13 - Avkastning på investert kapital i havbruk. Kilde til rådata i sammenstillingen: Fiskeridirektoratet.

⁹ Grunnet begrenset informasjon på regnskapsnoter i Fiskeridirektoratets offentlige statistikk, har vi gjort en antakelse om at alle eiendeler er operasjonelle eiendeler og at all kortsiktig gjeld er operasjonell gjeld.

Av figuren observerer vi at det har vært vesentlige variasjoner i avkastningen på den investerte kapitalen fra år til år. Denne variasjonen kan delvis forklares med stor variasjon i driftsmargin, som illustrert i avsnitt 3.1. Til tross for de store variasjonene fra år til år, ser vi av figuren at den gjennomsnittlige avkastningen på den investerte kapitalen vært i overkant av 20 prosent de siste 15 årene.

3.3 Avkastningskrav

Selv om det regnskapsmessige driftsresultatet og avkastning på kapitalen er positivt, betyr ikke det nødvendigvis at det er verdiskapende (Plenborg & Kinserdal, 2021). Noe av avkastningen er markedsmessig avlønning til kapitaleierne, ettersom de ikke får sin avlønning gjennom kostnadsposter som inngår i driftsresultatet. For at resultatet skal være verdiskapende, må avkastningen på kapitalen overstige avkastningskravet fra kapitaleierne. Om det har vært meravkastning i oppdrettsnæringen historisk, avhenger dermed av hvilket avkastningskrav investorene har hatt til den investerte kapitalen. Derfor utleder vi et intervall for et rimelig avkastningskrav basert på teoretisk utledning, interaksjon med analytikere og implisitte avkastningskrav fra multipler på oppdrettsselskaper på børsen. Intervallet for avkastningskrav brukes så til å indikere om det har vært meravkastning i næringen og senere i nåverdiberegninger i analyse av hvorvidt grunnrenteskattemodellens behandling av investeringer og bunnfradrag virker nøytralt. Grunnleggende finanskonsepter som nåverdi, internrente, WACC og CAPM forutsettes kjent av leseren. Dersom konseptene likevel ikke er kjent, henvises det til nærmere forklaringer i appendiks avsnitt 10.4.

3.3.1 Teoretisk utledet avkastningskrav (WACC)

I utledningen av et teoretisk gjennomsnittlig avkastningskrav for totalkapitalen i havbruksnæringen, bruker vi kapitalverdimodellen (CAPM) i beregningen av vektet gjennomsnittlig avkastningskrav (WACC) etter skatt:

$$CAPM = r_f + MP * \beta_e$$

$$WACC = \frac{Gjeld}{Eiendeler} * (r_f + Kredittpåslag) * (1 - t) + \frac{Egenkapital}{Eiendeler} * (r_f + MP * \beta_e)$$

I utledningen legger vi til grunn at et normalfinansiert selskap i sjømatsektoren har en gjeldsandel på ~50 prosent og egenkapitalandel på ~50 prosent. Antagelsen baserer seg på Fiskeridirektoratets gjennomsnittstall for næringen (Fiskeridirektoratet, 2023a).

Egenkapitalbetaen β_e er utregnet basert på regresjoner av fem års aksjekurshistorikk for de fire største sjømatsekselskapene på Oslo Børs, mot børsens hovedindeks.¹⁰ Ettersom Oslo Børs er en oljetung børs, reflekterer ikke hovedindeksen nødvendigvis markedsrisikoen i det globale aksjemarkedet som en veldiversifisert investor kan plassere pengene i. Derfor regner vi også egenkapitalbetaer basert på regresjon mot MSCI World Index. Vi finner at egenkapitalbeta for et normalfinansiert sjømatsekselskap er på 1,2 og 0,48, med regresjon mot henholdsvis Oslo Børs og MSCI World Index.

Som tilnærming til risikofri rente r_f bruker vi tiårig norsk statsobligasjon på 4 prosent.¹¹ Årsaken til valg av en lang rente er at durasjonen sammenfaller bedre med durasjonen på kontantstrømmene til oppdrettsselskapene, under antagelsen om at de skal drifte i all overskuelig fremtid. I tillegg er det mest utbredt blant markedsaktørene å bruke tiårig norsk statsobligasjon i beregning av avkastningskrav i praksis (PwC, 2022). Det bør imidlertid nevnes at å bruke norsk tiårig statsobligasjon kan føre til svak underestimering av risikofri rente, fordi det på grunn av Norges solide finansielle posisjon er lavt tilbud i forhold til etterspørselen etter statsobligasjonene.

Vi bruker 2 prosent kredittpåslag for selskaper med gjeldsandel på ~50 prosent, basert på en tommelfingerregel presentert av Kinserdal (2022). Dette er også i samsvar med kredittpåslag som følger av kredittratingene BBB+, som både Salmar og Lerøy har fått (Nordic Credit Rating, 2023). Vi legger videre til grunn en markedspremie i aksjemarkedet på ~5 prosent, som samsvarer med markedspremien aktørene i Norge oppgir at de bruker (PwC, 2022). Som skattesats benytter vi nominell skattesats på 22 prosent for selskaper i Norge, ettersom gjeldsrenter er fradragsberettigede, og oftest gir fullt marginalt fradrag, og skattefradraget skjer i Norge.

¹⁰ Industribetaen for totale eiendeler er regnet ut i tre steg: 1) Egenkapitalbetaen (levered beta) regnes ut for Grieg Seafood, Lerøy Seafood Group, Salmar og Mowi ved hjelp av regresjon av selskapenes historiske aksjekurser, mot utviklingen i indeksene. 2) Egenkapitalbetaen konverteres til eiendelsbetaer (unlevered beta) for selskapene, og det regnes et snitt av eiendelsbetaene (industribeta). 3) Regner om industribeta til egenkapitalbeta for valgt kapitalstruktur. Beregningene er gjort i to runder, første gang med bruk av Oslo Børs som referanseindeks og andre gang MSCI World Index. Indeksene som er benyttet er justert for utbytte.

¹¹ Basert på renten for norsk tiårig statsobligasjon i november 2023.

Som vi ser av Figur 14 blir teoretisk utledet avkastningskrav (WACC) 7,3 prosent ved bruk av Oslo Børs som referanseindeks og 5,5 prosent når vi måler mot MSCI World Index.

WACC utregnet med beta estimert mot Oslo Børs						WACC utregnet med beta estimert mot MSCI World Index							
		Markedets risikopremie							Markedets risikopremie				
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%			4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Risikofri rente	3,0%	5,8%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	Risikofri rente	3,0%	4,4%	4,5%	4,6%	4,8%	4,9%
	3,5%	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%		3,5%	4,8%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%
	4,0%	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%		4,0%	5,3%	5,4%	5,5%	5,7%	5,8%
	4,5%	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%		4,5%	5,7%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%
	5,0%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%		5,0%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,7%

Figur 14 – Endringer i nominell etter-skatt WACC ved endringer i aksjemarkedets risikopremie og risikofrie renter.

Ettersom de teoretiske avkastningskravene baserer seg på egenkapitalbetaer fra selskaper som opererer i flere deler av verdikjeden, kan det tenkes at avkastningskravene som legges til grunn i investeringer som gjøres kun i sjøfasen i realiteten vil være høyere. Dette er fordi det anses å være høy risiko forbundet med det biologiske varelageret som fisk utgjør (Carnegie, 2022). En indikasjon på at det brukes et høyere avkastningskrav til sjøs i praksis enn det teoretiske utledede avkastningskravet, kommer frem av spørreundersøkelsene vi har distribuert til analytikere og oppdrettere i forbindelse med utredningen, som vi kommer tilbake til senere i kapitler. Respondentene oppgir der å bruke et avkastningskrav på 6-14 prosent på oppdrettsprosjekter til sjøs. Hovedvekten av responsene ligger i intervallet 8-12 prosent (se appendiks 10.1).

3.3.2 Utledning av investorenes implisitt forventede avkastning

Det nåværende avkastningskravet utregnet i 3.3.1 gir oss et bilde av avkastningskravet til investorer og oppdrettere i dag, men er ikke nødvendigvis representativt for investorenes historiske avkastningskrav i havbrukssektoren. For å fange opp markedsaktørens historiske avkastningskrav, burde WACC ideelt sett vært regnet ut for hver observasjon bakover i tid, basert på daværende markedsforventninger til betaer og renter. Som et referansepunkt på disse historiske avkastningskravene, har vi undersøkt hva investorer i de børsnoterte selskapene implisitt har forventet av avkastning i snitt fra 2003 til 2023¹², ved hjelp av multipler for børsen og Gordons formel¹³. For å beregne investorenes implisitte avkastningskrav på egenkapitalen

¹² Datagrunnlaget strekker inkluderer observasjoner fra og med 2003 til og med 15.november 2023.

¹³ Gordons formel brukes til å verdsette aksjer basert på nåverdien av fremtidig utbytter, med hensyn til fremtidig vekst i utbytte.

er historiske forward P/E-multipler benyttet¹⁴, og for implisitt avkastningskrav for totalkapitalen etter skatt er det benyttet EV/EBIT-multipler justert for skatt og behandling av bruksrettseiendeler under IFRS 16, som ble innført I 2019. Vi justerer for en antatt historisk vekst på 2 prosent i næringen. Dette estimatet er forankret i næringens årlige trafikklysvest på 3 prosent for omtrent 2/3 av konsesjonsvolumet de seneste årene (Carnegie, 2022). Ytterligere utdypning av metoden vi har benyttet for utledning av implisitte avkastningskrav er presentert i appendiks avsnitt 10.2. Figur 15 illustrerer utviklingen i implisitt avkastningskrav på totalkapitalen i børsnoterte oppdrettsselskaper i perioden 2003-2023.



Figur 15 - Implisitt avkastningskrav på totalkapitalen utledet fra justerte historiske forward EV/EBIT multipler på oppdrettsselskaper med virksomhet i Norge notert på Oslo Børs. Kilde rådata: FactSet.

Av figuren observerer vi at implisitt avkastningskrav på totalkapitalen i børsnoterte oppdrettsselskaper har falt det siste tiåret. Figuren viser at det implisitte avkastningskravet i snitt var på ~11 prosent i perioden 2003-2011, og har vært i underkant av 10 prosent de siste ti årene. Tilsvarende tendens ser man for det implisitte avkastningskravet på egenkapitalen. I overnevnte tidsperiode lå det implisitte avkastningskravet på egenkapitalen i snitt på 13 prosent, mens det i perioden 2012-2023 var redusert til i underkant av 12 prosent. En årsak til fallet i gjennomsnittlig avkastningskrav kan være at oppdrettsnæringen har utviklet seg til å bli en mer moden industri med mer forutsigbarhet i inntjening grunnet bedre teknologi og operasjonell kunnskap. Det er imidlertid flere faktorer som påvirker avkastningskravet, som lavere renter og lavere generell markedspremie, og man kan derfor ikke kategorisk konkludere

¹⁴ Med forward multipler menes aksjeprisen eller bedriftsverdien i forhold til de neste tolv månedenes forventede inntjening.

med at det er mindre oppfattet risiko som isolert sett har bidratt til fallet. I forbindelse med utregninger av implisitte avkastningskrav fra multipler, må det påpekes at måltallet innehar visse svakheter. En av de er at beregningene avhenger av estimatet på vekstforventningene som investorene har hatt til oppdretterne, som kan være vanskelige å kvantifisere. I tillegg opererer aktørene i datagrunnlaget i flere land og deler av verdikjeden enn kun sjøfasen i Norge.

3.4 Indikasjoner på meravkastning i oppdrettsnæringen

En samlet vurdering av teoretisk og implisitt utledede avkastningskrav, sammenholdt med faktisk bransjepraksis, indikerer at forventet avkastning for investorene i havbruksnæringen har ligget i intervallet 6-14 prosent. Når den gjennomsnittlige avkastningen på investert kapital på 20 prosent sees opp mot dette intervallet, antydes at oppdrettsnæringen har skapt meravkastning de siste 15 årene.

Av redegjørelsen i kapittel 3.1, må det imidlertid legges til grunn at en viktig driver for den økende lønnsomheten har vært en markant svekkelse i den norske kronen. Det kan derfor stilles spørsmålsteget om den antydede historiske meravkastningen er representativt for hva som kan forventes av meravkastning i tiden fremover, hvis den norske kronen styrker seg tilbake mot historiske nivåer. Det bør også nevnes at beregningene av meravkastning baserer seg på data fra nyere tid, etter at oppdrettsnæringen har utviklet seg til en mer moden industri. Meravkastningen hadde trolig vært mindre dersom man la lengre tidsserier til grunn, og inkluderte tidsperioden hvor oppdrettsnæringen var i sin startfase. Basert på en samlet vurdering, finner vi likevel at det ikke fremstår som en urimelig forutsetning å analysere påstanden om at grunnrenteskatten er nøytral, under forutsetning om at det eksisterer en viss meravkastning i oppdrettsnæringen.

4. Utformingen av et skattesystem

4.1 Skattesystemets rolle

En av de sentrale hovedoppgavene til skattesystemet er de fiskale oppgavene, som består i å skaffe det offentlige inntekter for å finansiere offentlige goder, tjenester og overføringer (NOU 1989: 14). Norge kjennetegnes av en relativt stor offentlig sektor og høy grad av offentlige finansierte velferdsgoder, og vedlikehold av velferdsnivået krever betydelige skatteinntekter. For å sikre tilstrekkelig nivå på inntektene samtidig som en minimerer skadevirkningene på økonomien, bør skattesystemet utformes slik at det i minst mulig grad rokker ved effektiv ressursallokering (NOU 2019: 18).

Effektiv ressursallokering finner sted der hvor konsumenter og produsenter tilpasser seg i et Pareto-optimum (Sandmo, 1989). I dette kapittelet diskuteres hvordan ulike skatter virker ulikt på den effektive ressursallokeringen. Det motiverer en kort redegjørelse for hva som menes med effektiv ressursbruk, herunder Pareto-optimalitet.

En Pareto-optimal tilpasning kjennetegnes av at det ikke kan gjøres reallokeringer av ressurser til det bedre for en part, uten at det gjør situasjonen verre for en annen. For å oppnå effektiv ressursallokering, må de tre følgende betingelsene være tilfredsstillt:

1. Effektivitet i produksjonen av goder: Innsatsfaktorer benyttet i produksjonen av en gitt mengde goder begrenses til de strengt nødvendige.
2. Effektivitet i konsumet av goder: For gitte totaltilganger av konsumvarer skal det ikke være mulig å forbedre situasjonen for en konsument uten å samtidig forverre den for andre.
3. Effektivitet i tilpasning av produksjonen til konsumentenes preferanser: Konsumentenes verdsetting av et bestemt gode, skal være lik kostnaden i form av redusert tilgang på andre goder.

Pareto-optimumet utelukker dermed de ressursallokeringer som inneholder et visst element av sløsing, og kan derfor oppsummeres som et krav til samfunnsøkonomisk effektiv ressursbruk. Samtidig er kravet uavhengig av subjektive rettferdighetsvurderinger.

Det første hovedresultatet i velferdsteorien er at en frikonkurranselikevekt gir en Pareto-optimal allokering av ressursene (Sandmo, 1989). I en markedsøkonomi med fravær av skatter

og markedssvikter vil profittmaksimerende bedrifter tilpasse sin investering og produksjon slik at bedriftsoverskuddet blir størst mulig. Når alle bedrifter i markedet har denne atferden i sine tilpasninger, vil også samfunnsøkonomisk overskudd maksimeres (NOU 1992: 34). Resultatet krever en god del tilleggsforutsetninger utover de tre betingelsene nevnt over. Spesielt må det forutsettes at det ikke foreligger betydelige stordriftsfordeler og at det ikke er eksterne virkninger i konsum eller produksjon.

Sandmo (1989) peker på at betingelsene som stilles til Pareto-optimal ressursbruk er så abstrakte og løsrevet fra virkelige markedsforshold, at de vanskelig kan fungere som gode retningslinjer for hva som er effektiv ressursallokering i praksis. Der er frikonkurransmodellen mer velegnet som et praktisk effektivitetsideal. Sandmo erkjenner samtidig at også frikonkurransmodellen er en abstraksjon fra virkeligheten og kan komme i konflikt med de restriktive tilleggsforutsetningene nevnt over. Likevel gir frikonkurransmodellen et rammeverk for vurdering av effektiv allokering av ressurser, som liggere tettere på hvordan en markedsøkonomi fungerer i praksis.

Med bakgrunn i dette velger vi videre i utredningen å legge til grunn at effektiv ressursbruk oppnås under frikonkurranse, når vi diskuterer effekter av ulike skatter.

4.2 Ulike skattetyper

4.2.1 Vridende skatter

De fleste skatter kan betegnes som *vridende*. Vridende skatter påvirker aktørene til å gjøre andre beslutninger enn hva de ville gjort under frikonkurranse uten skatt. Dersom skatten er vridende, motiveres den nye tilpasningen av hvorvidt det påløper skatt eller oppstår skattebesparelser. Det skaper en kile mellom den produksjonen som er samfunnsøkonomisk optimal og etterspørselen i markedet. Kilen fører til at markedsøkonomien skyves ut av frikonkurranselikevekten, som gjør at det oppstår samfunnsøkonomiske tap. Ressursene allokeres ikke lenger effektivt.

Vridende skatter gir to effekter i praksis: 1) Inntektseffekten og 2) Substitusjonseffekten. Inntektseffekten går ut på at skatten reduserer skatteytters disponible inntekt, som innebærer at vedkommende vil etterspørre et lavere nivå av konsum eller investering. Substitusjonseffekten skyldes at skatten vrir de relative prisene i forhold til en situasjon uten skatt. Det endrer

aktørenes tilpasning ved at de i større eller mindre grad vil ønske å substituere seg bort fra skattlagt virksomhet, til fordel for virksomhet med lavere beskatning. Fra et bedriftsperspektiv, manifesterer vridende skatter seg enten som overdreven eller utilstrekkelig investering i den skattlagte virksomheten.

4.2.2 Nøytrale skatter

Motstykket til vridende skatter er nøytrale skatter. Nøytrale skatter er skatter som i prinsippet ikke virker vridende på tilpasningen til produsenter og konsumenter. Prinsipielt skal nøytral beskatning føre til at beslutningene som tas i en virksomhet utelukkende drives av fundamentale realøkonomiske forhold, heller enn skattemessige hensyn.

Ved bruk av nøytrale skatter, skal derfor de samme tilpasningene som maksimerer overskuddet før skatt, også maksimere overskuddet etter skatt. De samme prosjektene som er marginalt lønnsomme før skatt, skal også være marginalt lønnsomme etter skatt. En nøytral skatt skal dermed ikke rokke ved tilpasningen bedriften ville hatt under frikonkurranse, som gir effektiv bruk av ressurser.

4.2.3 Teoretiske retningslinjer for utformingen av skattesystemet

Kravet til nøytralitet som ønskelig egenskap ved det generelle skattesystem, har lange tradisjoner i den skattevitenskapelige litteraturen. Bruk av nøytrale skatter reduserer det samfunnsøkonomiske effektivitetstapet for økonomien. En rådende retningslinje er dermed at et effektivt skattesystem først bør uttømme mulighetene for bruk av nøytrale skatter, før man gjør seg nytte av vridende skatter.

I praksis kommer man imidlertid ikke utenom bruk av vridende skatter i innhenting av et skatteproveny som dekker finansieringsbehovet til det offentlige. En sentral retningslinje er da at den vridende skatten skal utformes på en måte som minimerer det samlede effektivitetstapet (Sandmo, 1989). For å redusere effektivitetstapet er det særlig to hensyn som bør tas i betraktning, og som har vært styrende prinsipper siden skattereformen av 1992 (NOU 2019: 18). For det første bør skattesystemet likebehandle ulike næringer og investeringer. Finanskapital har en tendens til å flyte dit hvor avkastningen etter skatt er størst. Dermed vil skattemessig forskjellsbehandling på lengre sikt føre til vridninger i næringsstrukturen (NOU 1992: 34). Likebehandling sørger for at kapitalen investeres i de investeringsobjektene som kaster mest av seg, slik at den samlede verdiskapningen maksimeres (NOU 2019: 18). For det

andre bør skattegrunnlagene være brede og skattesatsene lave. Dette motiveres av at effektivitetstapet ved beskatning, i de aller fleste tilfeller, øker mer enn proporsjonalt med skattesatsen.

4.3 Renprofitt og grunnrente

Det hersker ulike oppfatninger av hvordan begrepet grunnrente skal forstås, og både i økonomisk faglitteratur og i praksis brukes begrepet på en tidvis upresis måte (Misund, 2022b). I det følgende argumenterer vi for at grunnrente er en underkategori av renprofitt, og at dette er begrepsforståelsen som legges til grunn videre i oppgaven.

Med renprofitt menes det overskuddet en bedrift sitter igjen med etter at alle innsatsfaktorer i produksjonen har fått sin markedsmessige avlønning (NOU 2000: 18). I markedsmessig avlønning ligger blant annet lønn til arbeidstakere og normalavkastning på investert kapital.

Renprofitt kan oppstå på bakgrunn av tre typer avkastning: 1) knapphetsrenter, 2) inframarginale renter og 3) kvasirenter (Misund, 2023). Knapphetsrenter skyldes knapphet på innsatsfaktorer. Slike innsatsfaktorer kan for eksempel være tillatelser eller lokaliteter. Inframarginale renter er et samlebegrep for ulike renter som skyldes kostnadsforskjeller. Kostnadsforskjellene kan skyldes at selskapet har tilgang på en særegen teknologi, en spesiell kompetanse, eller på andre måter evner å drive mer effektivt enn andre. I oppdrettssammenheng kan det komme for eksempel komme til uttrykk gjennom systematisk bedre biologiske resultater. Kvasirenter er på sin side renter som er opphav til midlertidig ekstraordinær lønnsomhet, og kan ta form som enten midlertidige kostnadsfordeler eller midlertidige høye priser.

Grunnrentebegrepet stammer fra det engelske *ground rent*, opprinnelig knyttet til inntekt fra utleie av jordbruksjord (Språkrådet, 2022). I likhet med den opprinnelige definisjonen legger utredningen i det videre til grunn at begrepet *grunnrente* refererer til den delen av renprofitt eller ekstraordinær avkastning som stammer fra utnyttelse av knappe naturressurser. Naturressursen som gir opphav til eventuell grunnrente i havbruk, er sjølokaliteter som tilfredsstillers laksens krav, som diskutert i avsnitt 2.3. Begrepsforståelsen som det er gjort rede for her, må sees i motsetning til hva som gjøres i NOU 2019: 18, hvor grunnrente tidvis brukes som et samlebegrep for alle kilder til ekstraordinær avkastning.

4.4 Grunnrente som attraktivt skattegrunnlag

Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er det et generelt akseptert mål å inndra grunnrente til det offentlige. Det begrunnes i hovedsak av tre forhold. For det første, har en grunnrentebeskatning stor legitimitet fordi den høye avkastningen skriver seg fra ressurser som tilhører det norske fellesskapet. Som illustrert i kapittel 2.2, er utenlandske eiere sterkt representerte hos de største oppdretterne, som ellers ville nytt godt av meravkastningen som stammer fra utnyttelse av norske ressurser. Ved beskatning av grunnrenten kan myndighetene inndra renprofitt og fordele den på en måte gjør at større deler av meravkastningen kommer det norske fellesskapet til gode.

For det andre er det i teorien være mulig å utforme grunnrenteskatten som en nøytral skatt. Hvordan, kommer vi straks tilbake til i avsnitt 4.5. En korrekt utformet grunnrenteskatt, som utelukkende treffer grunnrenten, kan redusere oppdretternes overskudd etter skatt, uten å virke vridende på bedriftens investeringsbeslutninger. Det innebærer at beskatning av grunnrente kan gi fellesskapet skatteinntekter uten samfunnsøkonomisk effektivitetstap. Gitt at man evner å identifisere kun grunnrenten, kan grunnrenteskattesatsen i prinsippet settes nær 100 prosent uten at den påvirker aktørenes atferd (NOU 2000: 18). Grunnrentebeskatning kan på denne måten gi rom for lavere vridende skatter, som bidrar til ineffektiv allokering av ressurser.

For det tredje er kapitalmarkedene blitt mer internasjonale og skattegrunnlagene mer mobile, som gjør at en større del av skattebyrden må bæres av de mer immobile faktorene. Naturressurser, som spesielle sjølokaliteter, utgjør en slik immobil faktor. Hvorvidt oppdrettsnæringen i seg selv er en stedbunden næring har vært gjenstand for omfattende diskusjon, især i lys av utviklingen innenfor landbasert oppdrett og oppdrett lengre til havs, utenfor territorialgrensene. Oppgaven avgrensner mot videre drøfting av denne forutsetningen.

Som illustrert i kapittel 3 har oppdrettsnæringen vært gjenstand for høy men svingende lønnsomhet de siste årene, primært drevet av stram tilbudsside, økende global etterspørsel og svekkelse i den norske kronen. Det har gitt tydelige innslag av renprofitt eller ekstraordinær avkastning. Uten å skille mellom ulike typer renter, slår SSB fast at den årlige ekstraordinære avkastningen i akvakultur har vært på i overkant av 20 milliarder de fem siste årene (Dalen, Greaker, & Hagem, 2023). Levende biomasse og oppdrettslisenser er imidlertid holdt utenfor beregningen av oppdretternes kapitalbinding. Spesielt sistnevnte forutsetning kan diskuteres, ettersom 96 prosent av konsesjonene er omsatt til markedsverdi i annenhåndsmarkedet siden

utdeling (Sjømat Norge, 2023), og dermed har representert en kapitalbinding på lik linje med investeringer i fysiske driftsmidler for aktørene. I rapportens basisscenario legges det til grunn 4 prosent normalavkastning på kapitalen, som ligger under kapitalavkastningsratene for Fastlands-Norge. I sensitivitetsanalysen hvor avkastningskravet heves til 7 prosent er utslagene likevel minimale, ettersom kapitalbindingen i postene som SSB inkluderer, er relativt små. Utredningen avgrensner mot ytterligere diskusjon av hvor stor andel av den ekstraordinære avkastningen i havbruk som kan tilskrives grunnrente. I den videre diskusjonen av hvorvidt grunnrenteskattemodellen fungerer nøytralt, forutsettes at en slik grunnrente eksisterer.

4.5 Nøytral skattlegging av grunnrente i oppdrettsnæringen

Det finnes ulike metoder for å innhente grunnrente på, og i hovedsak skilles det mellom modeller som er avhengig av lønnsomheten i virksomheten (overskuddsskatt), eller uavhengig av lønnsomheten (bruttoskatt). Den vedtatte grunnrentemodellen tilhører kategorien av overskuddsbaserte modeller, og er utformet som en kontantstrømskatt.

I en kontantstrømbasert grunnrenteskatt består det årlige skattegrunnlaget av bedriftens ikke-finansielle kontantstrøm. Kontantstrømmen defineres som salgsinntekter minus driftskostnader og investeringsutgifter, tillagt eventuelle salg av realkapital. I en slik skattemodell gis det fradrag for investeringer i sin helhet idet utgiften påløper, i stedet for at investeringene aktiveres og avskrives over tid.

Kontantstrømskatt er en form for nåverdibeskatning av meravkastning, og ble lansert av Brown (1948). Virkningen av skatten kan illustreres ved å først undersøke nåverdien i en næring hvor det finnes renprofitt, eksempelvis i form av grunnrente (Holtsmark & Schreiner, 2023). For enkelhetens skyld gjøres alle investeringer, gitt ved I , i prosjektets første periode, mens selskapets inntekter, gitt ved Y , kommer i den andre perioden. Dersom man ser bort fra kontantstrømmens systematiske risiko, representeres avkastningskravet ved alternativavkastningen, renten r . Sett fra investeringstidspunktet blir netto nåverdi av kontantstrømmen lik:
$$R = -I + \frac{Y}{1+r}.$$

I en ren kontantstrømsmodell, tar staten en fast andel lik skattesatsen, gitt ved τ , når kontantstrømmen er positiv, og gir direkte utbetaling av skatteverdien dersom

kontantstrømmen er negativ. Effekten en slik skatt har på bedriften er ekvivalent med at staten har en passiv eierinteresse i bedriften. Nåverdi for prosjektet etter skatt, vil være gitt ved:

$$R^{ks} = -(1 - \tau)I + \frac{Y}{1 + r}(1 - \tau) = (1 - \tau)R$$

der R^{KS} er kontantstrøm etter skatt. Av ligningen kan man observere at verdien av prosjektet med kontantstrømskatt (R^{KS}) er proporsjonal med verdien uten skatt (R). Gitt eksistensen av renprofitt, vil rasjonelle bedrifter fremdeles være til stede i næringen, og søke å maksimere den andelen som de selv får beholde av overskuddet. Det gjøres ved å maksimere overskuddet i sin helhet. Skatten er i så måte nøytral, ettersom den ikke påvirker beslutninger.

4.6 Nøytralitetsdefinisjonen

På bakgrunn av den samlede teorien presentert i dette kapitlet, legger vi i det videre til grunn at en strengt nøytral skatt er en skatt som ikke påvirker hverken operasjonelle beslutninger eller investeringsbeslutninger. I det siste ligger at den prosentvise marginale avkastningen for et prosjekt er lik før og etter skatt, og at de samme investeringene som ville blitt gjennomført før innføringen av skatten, også gjennomføres etterpå. Investeringenes internrente må dermed ikke endres, som også innebærer at skatten isolert sett ikke bidrar til internrenteforskjeller for ulike aktører, ved investering i et identisk prosjekt. En konsekvens av denne forståelsen, er at en nøytral skatt ikke fører til investeringsvridninger og endret flyt av kapital, hverken mellom prosjekter, aktører eller næringer.

5. Grunnrenteskattmodellen i oppdrettsnæringen

Det er den faktiske utforming av reglene for beskatning av grunnrente som avgjør om grunnrenteskattmodellen vil fungere nøytralt i praksis eller ikke. I det følgende gjennomgår vi den lovfestede skattmodellen, med utgangspunkt i *Lov om skatt og formue og inntekt (skatteloven), Kapittel 19. Særregler ved skattlegging av havbruksvirksomhet*. Gjennomgangen legger spesiell vekt på normpris, behandling av investeringskostnader og bunnfradrag, som i videre kapitler vil diskuteres og analyseres nærmere.

Grunnrenteskatten omfatter ordinært havbruk i sjø innenfor territorialgrensen. Denne grensen går som et belte langs kysten, og innenfor dette området har Norge full suverenitet. Den skattepliktige er innehaveren av akvakulturtillatelsen. Dermed treffer grunnrenteskatten også aktører som leier ut sine konsesjoner. For å fremme innovasjon, er akvakulturtillatelser knyttet til forskning og utvikling fritatt fra grunnrenteskatten. Skatten gjelder i skrivende stund ikke for havbruk som foregår utenfor territorialgrensene.

5.1 Skattegrunnlag og skattesats for grunnrenteskatten

Beregningsmetode for årlig skattepliktig grunnrenteinntekt er presentert i Tabell 1.

Tabell 1 - Beregningsmetode for skattepliktig grunnrenteinntekt.

<i>Bruttoinntekt fra salg av fisk på merdkant, beregnet vha. prisrådets normpriser</i>
+ <i>Bruttoinntekt fra salg av levende fisk i sjø</i>
+ <i>Gevinst/tap ved realisasjon av driftsmidler som benyttes i sjøfasen av oppdrett</i>
= <i>Årets grunnrenteinntekt</i>
- <i>Regulære driftskostnader fra sjøfasen av havbruksproduksjon</i>
- <i>Årets investeringer i driftsmidler tilknyttet sjøfasen</i>
- <i>Årets avskrivning på gjenstående skattemessig verdi av driftsmidler tilknyttet sjøfasen, anskaffet før 1. januar 2023</i>
- <i>Beregnet alminnelig skatt tilknyttet grunnrenterelatert virksomhet</i>
- <i>Eiendomsskatt</i>
- <i>Negativ grunnrenteinntekt fremført fra tidligere år</i>
- <i>Bunnfradrag $[70 \cdot (1 - 0,22)]$</i>
= <i>Årets skattepliktige grunnrenteinntekt</i>

Satsen som årets grunnrenteskattelikte inntekt multipliseres med for å få betalbar grunnrenteskatt, vedtas for det enkelte år av Stortinget. Ved innføring av grunnrenteskatten ble den effektive satsen satt til 25 prosent. Fordi grunnrenterelatert selskapsskatt er fradragsberettiget og skattene regnes sekvensielt, må grunnrenteskattesatsen rent teknisk oppjusteres til 32,1 prosent.¹⁵ Produksjonsavgiften på 90 øre per kg slaktet fisk, kan trekkes fra krone fra krone i fastsatt grunnrenteskatt.

5.2 Fastsettelse av bruttoinntekt

Skatteloven §19-5 første ledd bestemmer at bruttoinntekten settes til markedsverdien av laks, ørret og regnbueørret ved merdkanten, multiplisert med slaktevolum. Det er idet fisken forlater sjøfasen at grunnrenteinntekten skal anses som innvunnet (Finansdepartementet, 2023). I bruttoinntekt inngår også salg av levende fisk som står i sjø, som skal verdsettes til faktisk salgspris.

Ettersom fisken normalt ikke selges til ekstern part før etter slakt, transport eller bearbeiding, har man sjelden en observerbar, faktisk salgspris på merdkant. Et uavhengig prisråd skal derfor fastsette normerte skatteavregningspriser på merdkant fra 1. juli 2024. Finansdepartementet har foreslått at normprispunktet i praksis skal være ved slakting ettersom dette er første gang fisken veies og vurderes med hensyn til kvalitet, og at kostnader mellom merdkant og normprispunkt gjøres fradragsberettigede (Prop. 78 LS, 2023). Dette illustreres i Figur 16.



Figur 16 - Prinsipielt versus foreslått normprispunkt.

¹⁵ $0,25/(1-0,22) = 0,321$. I en sekvensiell beregning gir det samlet, effektiv marginal skattesats på $0,22+(1-0,22)*0,321 = 0,47$. Det svarer til den marginale skattesatsen en oppnår ved en simultan beregning på $(0,22+0,25) = 0,47$.

Under arbeidet med denne masteroppgaven er det ikke avklart hvordan prisrådet konkret skal fastsette normprisene som skal ligge til grunn for beregningen av oppdretternes grunnrenteskattepliktige inntekt. I Prop. 78 LS, heter det at skatteavregningsprisene skal fastsettes på bakgrunn av «*opplysning innsendt fra de grunnrenteskattepliktige selv [...]»* supplert med markedsinformasjon «*[...] som for eksempel Nasdaq Salmon Index, Statistisk sentralbyrås eksportstatistikk, Akvafakta fra Sjømat Norge, markedsrapporter fra analysemiljøer og ulike markedsindekser [...]*» (2023, s. 78).

Skatteavregningsprisene skal fastsettes etterskuddsvis og fire ganger årlig, og normalt for en tidsperiode på én uke. Frem til prisrådet er aktivt er det opp til oppdretterne selv å fastsette verdien av fisk på merdkant.

Gevinst fra salg av driftsmidler inngår i bruttoinntekt dersom driftsmidlene er relatert til produksjonsfasen i sjø. Gevinsten knyttet til driftsmidler som bare delvis er tilknyttet den grunnrenteskattepliktige virksomheten, skal fordeles etter nytten i og utenfor den grunnrenteskattepliktige virksomheten det foregående inntektsåret.

5.3 Fradragsberettigede kostnader

Kostnader som pådras i forbindelse med sjøfasen av havbruksproduksjonen, er fradragsberettigede. Dette er kostnader som innkjøp eller produksjon av settefisk, fôr, røkting, forebygging og behandling av sykdommer, arbeidskostnader og andre personalkostnader, vedlikeholdskostnader, forsikring og administrasjonskostnader. Listen er ikke uttømmende, og også andre driftskostnader kan pådras i brutto grunnrenteinntekt, gitt at de har tilstrekkelig tilknytning til produksjonen som foregår i sjøfasen.

Selskapene får umiddelbare fradrag i grunnrenteinntekten for investeringskostnader knyttet til flytende oppdrettsanlegg i sjø. Med investeringskostnader menes kostnader som ellers er aktiveringspliktig. Til slikt oppdrettsanlegg regnes fysiske installasjoner og innretninger som merder, flytemoduler, fôringsmaskiner, fôringslager, oppholdsrom, sanitæranlegg, anker, lodd og lignende forankring, og andre fysiske innretninger knyttet til anlegget som utelukkende er i bruk i den grunnrenteskattepliktiges virksomhet.

Dersom grunnrenteinntekten for et foretak blir negativ, eksempelvis i år med store investeringer, kan negativ grunnrenteinntekt fremføres til fradrag i senere års

grunnrenteinntekt. Etter skatteloven § 19-7 skal underskuddet fremføres med rente fastsatt av i forskrift. I NOU 2019: 18 foreslås det at underskuddet fremføres med ettårig risikofri rente, et forslag Finansdepartementet opprettholdt i den vedtatte proposisjonen (Prop. 78 LS, 2023).

Aktørene får et bunnfradrag i positiv grunnrenteskattepliktig inntekt. Bunnfradraget fastsettes årlig som et kronebeløp i statsbudsjettet, og er for 2023 satt til 70 millioner kroner. Bunnfradraget skal nedjusteres med skattesatsen på alminnelig inntekt. Det innebærer at det faktiske bunnfradraget beløper seg til 54,6 millioner.¹⁶ På konsernivå gis det ett bunnfradrag per konsern. Bunnfradraget fordeles forholdsmessig mellom de ulike konsernselskapene basert på deres maksimalt tillatte biomasse. Definisjonen av et konsern skal forstås etter definisjonen av nærstående parter, og ubenyttet bunnfradrag kan ikke fremføres.

Oppdrettsselskapene får fradrag for en beregnet selskapsskatt for den delen av virksomheten som er grunnrenteskattepliktig. Skattesatsen settes lik satsen for alminnelig inntekt. I beregningene inngår de samme inntekts- og kostnadsstørrelsene som inngår i beregning av grunnrenteinntekten, foruten om investeringsutgifter, som avskrives etter skattelovens alminnelige regler, og produksjonsavgiften. I tillegg gis det fradrag for eiendomsskatt på anlegg som anvendes til matfiskproduksjon og forskningsavgift.

For investeringer foretatt før grunnrenteskatten trådte i kraft 1. januar 2023, er det gitt adgang for aktørene til å fortsette avskrivninger for driftsmidlene i grunnrenteskattegrunnlaget. Det fordrer at driftsmiddelet benyttes i den grunnrenteskattepliktige virksomheten. Som hovedregel får ikke oppdrettsselskapene fradrag for konsesjonsinvesteringer. Likevel er det gitt adgang til å fradra 40 prosent av betalt vederlag for kjøp av tillatelser og kapasitet på auksjonene i 2018 og 2020, samt fastpristildelingen i 2020. Fradraget skal fordeles over årene 2023-2027 med like beløp, nedjustert med skattesatsen på alminnelig inntekt.

Utover vederlag for erverv og leie av akvakulturtillatelser, omfattes ikke de følgende kostnadsposter av fradragretten: 1) Salgs- og markedsføring, 2) Finanskostnader, 3) Driftsmidler som er utviklet på grunnlag av skattyters utviklingstillatelse og 4) Ytelser til kommuner og lokalsamfunn.

¹⁶ Nedjustering av bunnfradraget med alminnelig skattesats på 22 prosent: $70 \cdot (1 - 0,22) = 54,6$.

6. Normpris

At prisrådet skal fastsette normpris¹⁷ for verdien av fisk på merdkant, har fått mye oppmerksomhet i den offentlige debatten om grunnrenteskatt på havbruk. I NOU 2019: 18 ble Nasdaq Salmon Index trukket fram som et mulig alternativ til en direkte normpris. Etter motstand fra næringen ble indeksen heller foreslått som supplerende markedsinformasjon i prisrådets inntektsfastsettelse. Regjeringen hevder på den ene siden at normpriser skal «[...] forenkle skattefastsettingen både for havbrukselskapene og for myndighetene samtidig som reelle priser legges til grunn» (2023b).

På den andre siden, argumenterer oppdrettsnæringen med at bruk av normpriser kan føre til at man risikerer å betale skatt på en inntekt man ikke har hatt (Sjømat Norge, 2023). Oppdretterne peker på at det vil være ressurskrevende for et prisråd å fange opp de faktiske prisene som realiseres, på bakgrunn av de mange ulike forholdene som påvirker oppnådd pris. Oppdrettsselskapene frykter at den administrative byrden som kreves for korrekt normprisfastsettelse blir for omfattende, og vil gjøre at normprissystemet i stor grad vil lene seg på referanseindekser. Hvis dette gjør at bedriftens faktiske inntekt systematisk avviker fra den inntekten bedriften blir skattlagt for, kan normprissystemet favorisere visse produksjonstilpasninger eller investeringer. Det vil bryte med nøytralitetspåstanden, noe som motiverer dette kapitlet.

På bakgrunn av uenighetene over, undersøker vi i dette kapitlet hvordan et normprissystem basert på Nasdaq Salmon Index ville skattlagt historiske transaksjoner for en faktisk, mellomstor norsk oppdretter. Basert på undersøkelsen, vurderer vi hvorvidt et slikt normprissystem egner seg for nøytral skattlegging, eller om det vil virke systematisk forvridende på produksjonstilpasninger og investeringer. Analyse av hvordan et indeksbasert normprissystem ville slått ut på historiske transaksjoner i praksis, er oss bekjent ikke gjort av andre tidligere, og heller ikke av skatteutvalget på grunn av manglende tilgang til faktiske transaksjonsdata (Medlem i skatteutvalget, personlig kommunikasjon, 23. november 2023).

¹⁷ Normpris kan forstås som en standardpris for et bestemt produkt på markedet.

6.1 Nasdaq Salmon Index som normpris

Nasdaq Salmon Index er et vektet gjennomsnitt av frivillig innrapporterte salgspriser fra 10-12 oppdrettsselskaper og eksportører, som oppfyller visse krav.¹⁸ Prisene rapporteres ukentlig og er tilknyttet salg av fisk av superior kvalitet, slaktet med hode, pakket i standard boks og levert til terminal i Oslo. Salgsprisen kalkuleres ved å justere faktisk fakturert pris med sjablongverdier for standard frakt med bil ut til leveringssted i Europa, samt toll og valuta. Indeksen kalkuleres ved å volumvekte den ukentlige prisen per vektklasse, som igjen volumvektes på bakgrunn av hvor mye den aktuelle vektklassen utgjør av totalt omsatt volum. Matematisk kan indeksen formuleres:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{j=1}^m P_{i,j,t} * V_{i,j,t})}{\sum_{i=1}^n (\sum_{j=1}^m V_{i,j,t})}$$

Hvor I_t er indeksverdien på tidspunkt t , $P_{i,j,t}$ er pris i kroner per vektkategori i (1-2 kg, 2-3 kg, ..., 8-9 kg, 9+ kg) fra leverandør j på tidspunkt t , $V_{i,j,t}$ er volum per vektkategori i på tidspunkt t , n er antall vektkategorier og m er antall indeksbidrag. Nasdaq publiserer ukentlig standardavviket for innrapporterte priser per vektklasse.

6.1.1 Datagrunnlag

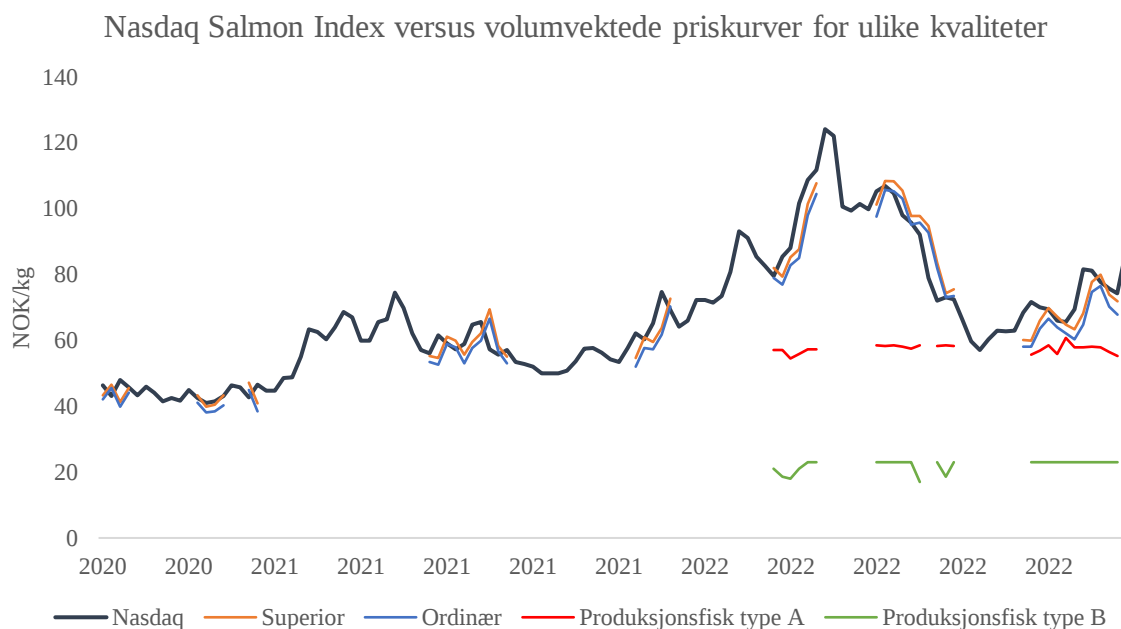
Datagrunnlaget som benyttes i påfølgende analyse er under konfidensialitetserklæring oversendt fra et norsk, mellomstort oppdrettsselskap. Selskapet innrapporterer ikke direkte til Nasdaq, og er slik ikke med på å sette indeksen selv. Datagrunnlaget inneholder informasjon om samtlige gjennomførte salgstransaksjoner i perioden fra medio 2020 og ut 2022. Hver transaksjonslinje bærer på informasjon om kvalitet og vektklasse, antall kilo omsatt, til hvilken dato og til hvilket beløp. Laksen er kategorisert i kvalitetene superior, ordinær og produksjonsfisk av type A og B. I likhet med tendensen på landsbasis, hvor 90 prosent av all omsatt fisk er klassifisert som superior (NOU 2019: 18), tilhører majoriteten av omsatt biomasse i datasettet denne kvalitetskategorien (~83 prosent), etterfulgt av ordinær kvalitet (~8 prosent), produksjonsfisk av type A (~7 prosent), og produksjonsfisk type B (~1,5

¹⁸ Bidragsyterne må a) ha norsk eksportlisens for laks, b) selge minst 5 lastebiler med Atlantisk Superior Laks av kvaliteten «sløyd med hode» (HOG) per uke, tilsvarende omtrent 5,000 tonn per år og c) ha inngått en avtale med Nasdaq København som regulerer forpliktelser og rettigheter i forbindelse med innrapportert data.

prosent). Av anonymiseringshensyn oppgis ikke laveste detaljnivå på illustrasjonene i dette kapittelet.

6.1.2 Nasdaq Salmon Index som historisk normpris

Ved bruk av overnevnte datagrunnlag har vi konstruert fire priskurver, som illustrerer volumvektede, gjennomsnittlige oppnådde salgspriser på et ukentlig nivå. Konstruksjonen av priskurvene samsvarer dermed med hvordan Nasdaq Salmon Index er utarbeidet, men for én bidragsyter og for den enkelte kvalitet.¹⁹ Indeksene er sammenstilt med Nasdaq Salmon Index i Figur 17. Priskurvene er diskontinuerlige fordi salgsperiodene følger slaktesyklusen til eksempeloppdretteren.



Figur 17 - Nasdaq Salmon Index versus volumvektede, faktisk oppnådde priser hos eksempeloppdretter.

Av figuren observerer man at oppdretterens faktiske priser på kvalitetene superior og ordinær varierer med bevegelsene i Nasdaq Salmon Index i relativt stor grad. Tilsvarende er ikke tilfelle for produksjonsfisk av type A og B, hvor tendensene til prisvariasjon er langt mindre.

¹⁹ Metodisk er priskurvene regnet ut ved å først oppjustere oppdretternes salgspriser med estimert fraktkostnad fra slakteri til Oslo, basert på et gjennomsnitt av oppdretternes historiske, faktisk betalte fraktkostnader på denne distansen. Videre er transaksjonsvolum og -beløp akkumulert på et ukentlig nivå per vektklasse, som så er utgangspunkt for beregning av gjennomsnittlige kilopriser. Dermed tas sumproduktet av prisene for vektclassene og den prosentvise andelen som de respektive vektclassene utgjør av totalt salgsvolum for uken.

For at bruk av Nasdaq Salmon Index ikke skal virke investeringsvridende mot oppdrettere med visse produksjonstilpasninger, må det være 1) perfekt samvariasjon mellom indeksen og oppdretternes faktiske oppnådde priser og 2) ingen nivåavvik. En enkel regresjonsanalyse viser at korrelasjonskoeffisientene²⁰ på faktiske oppnådde priser på superior og ordinær målt mot Nasdaq Salmon Index er på henholdsvis 0,94 og 0,95 for oppdretteren som undersøkes. Samtidig illustrerer distansen mellom kurvene for prisindeksen og de ulike kvalitetene at det eksisterer et nivåavvik i absolutte termer. Av figuren kan en også observere at oppnådde priser på produksjonsfisk av type A og B i liten eller ingen grad samvarierer med Nasdaq Salmon Index, samtidig som det nivåmessige avviket er vesentlig.

En forklaringsfaktor til avviket mellom Nasdaq Salmon Index og de vektete volumindeksene for kvalitetene superior og ordinær, kan være at det er avvik mellom salgsdistribusjonen som innrapporteres av ulike vektklasser til Nasdaq, og eksempeloppdretterens salgsdistribusjon. En oppdretter som produserer en større andel av en relativt rimeligere fisk, vil dermed straffes i et normprissystem som legger en volumvektet indeks til grunn for beregning av skattepliktig bruttoinntekt. Tilsvarende motsatt, vil en oppdretter som produserer mer av den relativt dyre vektklassen, bli skattelignet for mindre enn hva som er realisert i praksis. Ved å se på eksempeloppdretterens gjennomsnittlige salgsdistribusjon, ser vi at det eksisterer avvik mot salgsdistribusjonen til Nasdaq Salmon Index i praksis. Oppdrettsselskapet har blant annet en høyere grad av superior-laks mellom 3 til 5 kg, samtidig som superior-graden er lavere blant laksen som befinner seg i vektklassene 6 til 9 kg. Tendensen er den samme for laks av ordinær kvalitet; eksempeloppdretteren har jevnt over slaktet og solgt mer laks av mindre størrelse enn hva indeksen ville lagt til grunn. Variasjonene vises i Tabell 2.

Tabell 2 - Distribusjonen mellom ulike vektklasser for Nasdaq Salmon Index, og for kvalitetene superior, ordinær og produksjonsfisk type A hos eksempeloppdretter. Ettersom produksjonsfisk type B ikke sorteres i spesifikke vektklasser, inkluderes ikke kategorien i oversikten.

	1-2 kg	2-3 kg	3-4 kg	4-5 kg	5-6 kg	6-7 kg	7-8 kg	8-9 kg	9+ kg
NSI	1,2%	9,3%	24,0%	30,1%	21,4%	8,8%	3,5%	1,2%	0,4%
Superior	0,2%	7,2%	37,9%	36,1%	12,9%	3,7%	1,4%	0,5%	0,1%
Ordinær	1,2%	14,9%	39,6%	30,0%	9,7%	3,1%	1,3%	0,2%	0,0%
Produksjonsfisk type A	0,8%	12,8%	41,2%	25,3%	10,4%	6,0%	3,5%	0,0%	0,0%

Til tross for at Nasdaq Salmon Index til en viss grad tar høyde for at fisken tilhører ulike vektklasser gjennom volumvekting, er avvikene vi ser i tabellen et argument for at et

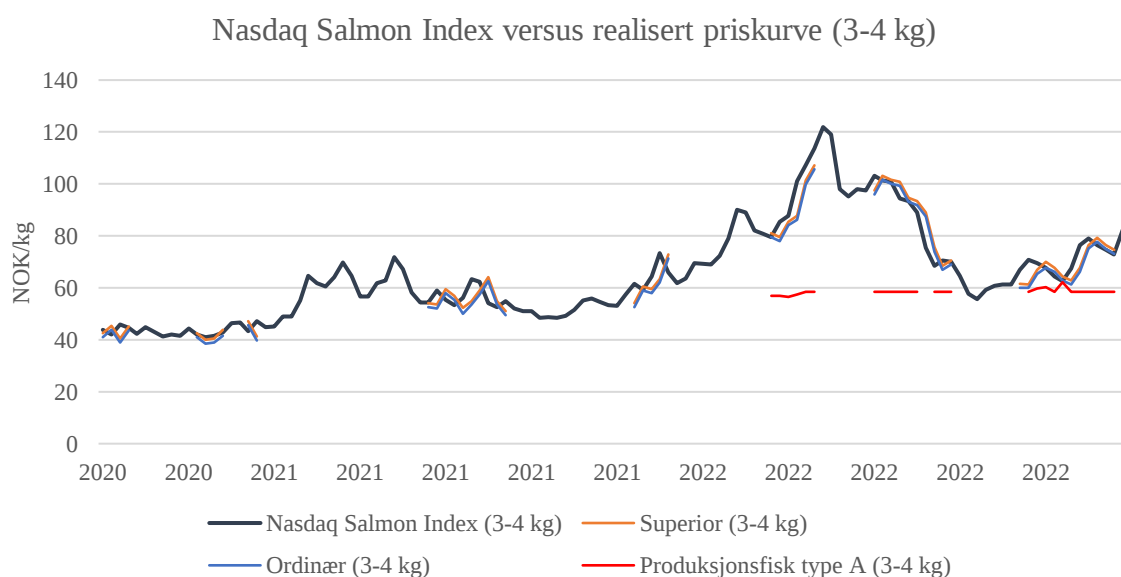
²⁰ Korrelasjon er et mål på styrken og retningen mellom to kvantitative størrelser. En korrelasjonskoeffisient på 1 indikerer perfekt samvariasjon, som innebærer at størrelsene går nøyaktig samme takt og i samme retning.

normprissystem som skal ivareta nøytralitet, i enda større grad bør hensynta hvilken vektklasse fisken på den spesifikke transaksjonslinjen tilhører. Det kan tenkes at avvikene vil være spesielt store for mindre oppdrettsselskap som har færre lokaliteter, i mindre grad kan diversifisere seg bort fra biologisk risiko, og dermed kan risikere en mindre normalfordelt produksjon. Det vil i så tilfelle innebære at et normprissystem som lener seg på Nasdaq Salmon Index, isolert sett vil virke mer nøytralt for store og veldiversifiserte aktører, enn for de små.

6.1.3 Vektjustert Nasdaq Salmon Index som historisk normpris

Med utgangspunkt i drøftelsen over kan det tenkes at et normprissystem ikke bare bør volumvektes mellom ulike vektklasser, men heller baseres på én normpris per vektklasse.

På den ene siden vil dette øke den administrative byrden for det offentlige. På den andre siden kan det tenkes at normprisene da vil ligge nærmere de faktisk realiserede prisene, ettersom de inneholder mindre «støy» fra salg som tilhører andre vektklasser. Ettersom Nasdaq Salmon Index er et volumvektet snitt av de gjennomsnittlige prisene per vektklasse og hvert av disse gjennomsnittene er tilgjengelig informasjon, vil det fremdeles kreve nokså lite av prISRådet å legge de nevnte vektjusterte gjennomsnittene til grunn som normpris. I Figur 18 sammenlignes en subindeks av Nasdaq Salmon Index, som begrenser seg til fisk solgt i vektclassen 3-4 kg, med priskurver for realiserede priser per kvalitet i samme vektklasse. Priskurvene er utarbeidet ved å applisere formelen beskrevet i avsnitt 6.1 for vektclassen, en øvelse vi har gjort for samtlige kvaliteter innenfor samtlige vektclasser.



Figur 18 - Vektjustert Nasdaq Salmon Index mot vektjustert indeks for faktiske realiserede priser i vektclassen 3-4 kg.

Produksjonsfisk type B sorteres ikke i vektklasser av eksempeloppdretteren, og inngår derfor ikke illustrasjonen. Av figuren observeres noe reduserte avvik mellom indeks og faktisk realiserte priser. Samtidig viser regresjonsanalyse mellom realiserte priser for hver enkelt vektklasse og vektjustert Nasdaq Salmon Index, at det er betydelig forskjeller i graden av samvariasjon. Korrelasjonskoeffisientene er vist i Tabell 3. Felter merket «n.a.*» er ekskludert på grunn av et observasjonsantall som underskrider 10.

Tabell 3 - Samvariasjon mellom vektjustert Nasdaq Salmon Index og vektjusterte priskurver konstruert på bakgrunn av faktiske transaksjoner hos eksempeloppdretter.

	1-2 kg	2-3 kg	3-4 kg	4-5 kg	5-6 kg	6-7 kg	7-8 kg	8-9 kg	9+ kg
Superior	0,94	0,96	0,98	0,96	0,95	0,97	0,90	0,85	n.a.*
Ordinær	0,96	0,97	0,97	0,96	0,94	0,93	0,90	n.a.*	n.a.*

Av tabellen observerer man at samvariasjonen for kvalitetene superior og ordinær er sterkest i vektklassen 3-4 kg, og lavest i vektklassen 7-9 kg. En forklaring til dette kan være at markedet for store størrelser er mindre likvide og har færre kjøpere, noe som kan manifestere seg i større prisvariasjoner. Funnet kan indikere at selv en vekt- og faktorjustert²¹ Nasdaq Salmon Index egnert seg dårlig for vektklasser med lite omsatt volum, som for eksempel store vekstørrelser, gitt at formålet er å treffe på faktisk realiserte priser. Figuren viser samtidig at vektjustering har liten betydning for både samvariasjon og nivåavvik mellom indeksen og produksjonsfisk type A.

For å tallfeste den realistiske skattemessige effekten som eksempeloppdretteren historisk ville fått med et normprissystem basert på en vektjustert Nasdaq Salmon Index, gjennomfører vi avviksberegninger. Avviket illustrerer hvordan eksempeloppdretterens grunnrenteskattepliktig inntekt ville blitt over- eller undervurdert historisk, dersom normpriser ble hentet direkte fra Nasdaq Salmon Index. Avviksberegningene er gjort per vektklasse, per kvalitet. For å regne avviket i faktisk versus mulig skattelignet inntekt, har vi regnet differansen mellom ukentlig, vektjustert Nasdaq Salmon Index og vektet gjennomsnitt av faktisk oppnådde priser per vektklasse. Deretter er differansen multiplisert med antall kilo omsatt inneværende uke, før avvikene er summert og delt på antall kilo omsatt for perioden i sin helhet.

²¹ Med faktorjustering menes en opp- eller nedjustering med et konstant faktortall.

Tabell 4 - Gjennomsnittlig avvik mellom priser gitt ved Nasdaq Salmon Index og faktisk realiserede priser per vektklasse og totalt for eksempeloppdretter.

	1-2 kg	2-3 kg	3-4 kg	4-5 kg	5-6 kg	6-7 kg	7-8 kg	8-9 kg	9+ kg
Superior	-NOK 1,54	NOK 0,26	NOK 0,82	NOK 0,39	-NOK 1,07	-NOK 2,41	-NOK 2,79	-NOK 3,37	-NOK 2,59
Ordinær	NOK 2,07	NOK 3,30	NOK 2,60	NOK 1,72	NOK 0,10	-NOK 1,60	-NOK 1,33	-NOK 1,91	-NOK 1,65
Produksjon A	NOK 20,25	NOK 27,13	NOK 27,76	NOK 32,46	NOK 37,49	NOK 40,83	NOK 33,35	n.a.*	n.a.*
Gjennomsnittlig avvik									
Superior	NOK 0,04								
Ordinær	NOK 1,73								
Produksjon A	NOK 31,13								

Tabellen viser at størrelsen på avviket mellom grunnrenteskattepliktig inntekt oppnådd ved bruk den vekjusterte referanseindeksen som normpris og faktisk oppnådd inntekt, varierer vesentlig med hvilken vektklasse og kvalitet fisken tilhører. Dersom vektjustert Nasdaq Salmon Index ble brukt som normpris for beregning av skattepliktig bruttoinntekt for fisk av superior kvalitet, ville oppdretteren blitt skattelignet med 0,82 kroner for mye i bruttoinntekt per kg laks som ble solgt i vektlassen 3-4 kg, og 3,37 kroner for lite per kg laks som ble solgt i vektlassen 8-9 kg. Indikasjon på at sprikene vil være spesielt store for de minst og største vektklassene finner vi også i de gjennomsnittlige standardavvikene per vektklasse for innrapporterte priser til Nasdaq. Samtidig observerer vi at de absolutte avvikene for laks av kvalitet jevnt over større, og tabellen viser at oppdretteren i snitt ville blitt skattelignet for 1,73 kroner for mye per solgte kilo. Funnet er ikke unaturlig, ettersom Nasdaq Salmon Index tar utgangspunkt i salg av laks som holder superior kvalitet. Ettersom prisoppnåelsen på ordinær kvalitet følger, men systematisk ligger under prisen på superior kvalitet, ville sammenligning med en faktorjustert Nasdaq Salmon Index kunne gi et redusert avvik. Avviket mellom oppnådd pris og normpris er størst for produksjonsfisk type A. Ettersom prisutviklingen for denne kvaliteten også viser liten grad til samvariasjon med Nasdaq Salmon Index, vil avviket være stort selv ved en faktorjustering av indeksen.

6.1.4 Forklaring på avvik

En mulig kilde til avvik mellom realisert pris og normpris beregnet ved Nasdaq Salmon Index, kan ligge i et tidsmessig etterslep. Et slikt etterslep synes å vises i både Figur 17 og Figur 18. En mulig forklaring på dette kan være måten selskapene setter pris på. I spørreundersøkelsen som er utarbeidet og distribuert til oppdrettere i forbindelse med denne utredningen,²² oppgir 5 av 9 at de helt eller til dels benytter Nasdaq Salmon Index i prisforhandlinger på laks.

²² I forbindelse med utredningen er det utarbeidet to spørreundersøkelser: En til oppdrettsselskap, og en til sjømatanalytikere. Spørreundersøkelsene er vedlagt i sin helhet i appendiks avsnitt 10.1.

indeksen er ikke er en råvarekurs i realtid, slik Brent Spot er for olje, men baseres heller på ukentlige publiseringer som gjøres på etterskudd. Oppdrettsselskapene som bruker Nasdaq Salmon Index som et referansepunkt i forhandlinger vil dermed gjøre prisbeslutninger basert på én eller to uker gamle transaksjoner. Det kan tenkes at bruk av indeksen som referanse i prisforhandlinger i større grad er tilfelle for mindre oppdrettere, på grunn av begrenset datatilgang på øvrige markedstransaksjoner, sammenholdt med mindre forhandlingsmakt.

Basert på dybdeintervjuer gjort med aktører i oppdrettsnæringen²³, legger vi til grunn at avvikene kan variere med flere faktorer fra oppdretter til oppdretter. Aktørene peker på at prisoppnåelsen kan påvirkes av størrelsessammensetningen for det enkelte salg. I det ligger at oppdretteren aksepterer en samlet lavere pris, mot at kjøperen også inkluderer volum som vedkommende i utgangspunktet så som ukurante, i handelen. Tilsvarende kan gjøre seg gjeldende ved nødslakt på grunn av biologiske utfordringer, hvor oppdretter tvinges til å bli kvitt et større volum på kort tid. Prisoppnåelsen kan også påvirkes av ledetid til marked og antall dager siden slakt, samt andre kontraktsgarantier- og vilkår.

En annen faktor som kan føre til økt avvik mellom en vektjustert Nasdaq Salmon Index og faktisk oppnådde priser, er prisvariasjonene som finner sted dag til dag, også innenfor samme kvalitet. I spørreundersøkelsen tilsendt oppdrettere bekrefter prisvariasjoner eksisterer (Appendiks avsnitt 10.1). Det hevdes at en oppdretter kan oppleve inntil «[...] 40 kroner prisforskjell på samme størrelse og kvalitet i enkeltuker», og «[...] opptil 15-20 prosent (prisvariasjon) innenfor samme uke». Påstanden kan underbygges med datapunkter for faktisk gjennomførte transaksjoner fra en større, norsk oppdretter, for to gitte uker i 2023:

Tabell 5 - Prisvariasjoner innenfor samme kvalitet og samme uke hos en større, norsk oppdretter.
Kilde. Grieg Seafood.

Størrelse	5-6 kg	Størrelse	6-7 kg				
Kvalitet	Superior	Kvalitet	Superior				
Antall transaksjoner	41	Antall transaksjoner	37				
Dato	Min pris	Max pris	Differanse	Dato	Min pris	Max pris	Differanse
Dag 1	118,15	130,15	12,0	Dag 1	127,64	141,97	14,33
Dag 2	117,53	128,18	10,7	Dag 2	129,35	138,31	8,96
Dag 3	117,89	132,22	14,3	Dag 3	125,91	148,88	22,97
Dag 4	126,9	133,91	7,0	Dag 4	103,83	154,36	50,53
Dag 5	128,1	132,06	4,0	Dag 5	135,46	148,23	12,77

²³ Dybdeintervjuer med relevante kompetansepersoner er gjennomført som et supplement til dataen fra spørreundersøkelsene. I relevante kompetansepersoner inngår ledelsen i tre ulike oppdrettsselskaper, tre sjømatanalytikere i ulike meglerhus, forvaltere i to ulike store norske pensjonsfond, et medlem i skatteutvalget og et medlem i petroleumsprisrådet. Se appendiks avsnitt 10.1 for videre utdypning.

Spesielt for de mindre oppdretterne vil det være risiko for store avvik mellom faktiske inntekter og en indeksbasert skattepliktig bruttoinntekt. Dette kommer av at de mindre aktørene slakter og selger fisk færre dager i uken, tidvis så lite som 1 dag i uken. Det er et argument som trekker i retning av at eventuelle normpriser bør fastsettes på daglig heller enn på ukentlig basis for å bedre ivareta nøytralitet, til forskjell fra hovedregelen som er foreslått av Finansdepartementet, presentert i kapittel 5.

En tredje kilde til avvik mellom realisererte priser og en eventuell normpris satt ved Nasdaq Salmon Index, er at indeksen begrenser seg til salg som er skjedd på visse måter. Som flere oppdrettsselskap har pekt på i dybdeintervjuer, baserer Nasdaq-indeksen seg kun på laks solgt med bil til Europa, som deretter er tilbakeregnet til Oslo. Laks solgt med fly til USA og Asia, som oppgis å være salg med høy volatilitet, er dermed underrepresentert i indeksen.

6.1.5 Sprik i kostnader mellom merdkant og referansepunkt for Nasdaq Salmon Index

Som presentert innledningsvis i dette kapittelet, reflekterer Nasdaq-indeksen salg av fisk som holder superior kvalitet, slaktet med hode, pakket i standard boks og levert til terminal i Oslo. I tråd med prinsippet om at fisken skal verdsettes på merdkant, se avsnitt 5.2, skal dermed kostnader tilknyttet transport, pakking, slakt og ilandføring av fisken, fradras i en inntekstberegning som tar utgangspunkt i Nasdaq Salmon Index.

I dybdeintervjuer hevder oppdrettsselskapene at det er spesielt store kostnadsvariasjoner knyttet til slakt av fisk, både internt i slakterier gjennom året, så vel som mellom ulike slakterier. Det understøttes av en spørreundersøkelse som Menon Economics har distribuert til en rekke slakterier, som viser at den interne maksprisen for slakteriene²⁴ i snitt ligger 50 prosent høyere enn intern gjennomsnittspris (Grünfeld, Grønvik, & Wahl, 2023). Med et standardavvik på 65 prosent, indikerer tallmaterialet store prisvariasjoner innenfor hvert slakteri. Videre utgjør den laveste oppgitte gjennomsnittsprisen 76 prosent av det totale gjennomsnittet, og den høyeste 155 prosent. Det trekker i retning av at ulike oppdrettere vil ha vidt ulike kostnader forbundet med aktiviteter som ligger mellom merdkant og punktet for normprisberegning.

²⁴ Basert på 8 observasjoner.

Fradrag for kostnader tilknyttet mellomliggende aktiviteter kan gjøres med utgangspunkt i faktisk påløpte kostnader, eller sjablongmessige fradrag. Om en velger førstnevnte metode, kan det anføres at vertikalintegreerte aktører igjen får insentiver til å interprise slakt, pakking og frakt på en måte som gjør at mer av overskuddet ligger igjen i disse aktivitetene, som er utenfor den grunnrenteskattepliktige sjøfasen. Sjablongmessige fradrag vil på sin side straffe den oppdretteren som oppnår dårligere betingelser på frakt, slakt og pakking enn hva som legges til grunn i sjablongen, og favorisere den oppdretteren som gjør det bedre.

6.2 Vil et normprissystem basert på Nasdaq Salmon Index fungere nøytralt?

Et normprissystem som fungerer nøytralt, vil i begrepets strengeste forstand ikke virke vridende på hverken produksjonstilpasninger eller investeringer. Som presentert innledningsvis, innebærer det ikke kan være systematiske avvik mellom grunnrenteskattepliktig bruttoinntekt beregnet ved normpris, og faktisk oppnådd inntekt.

Basert på ovenstående analyse, er det grunn til å hevde at risikoen for systematiske avvik mellom en vektjustert Nasdaq Salmon Index og faktiske oppnådde priser vil være minst for forsk, hel superior laks i størrelsesgruppen 2-6 kg. En svakhet ved analysen er at den begrenser seg til én mellomstor oppdretter, og en skal derfor være forsiktig med å generalisere resultatene for bransjen i sin helhet. Likevel, om en sammenholder resultatene med standardavvikene for prisene som er innrapportert til Nasdaq i de ulike vektclassene, finner vi at det er det grunn til å anta vesentlig risiko for systematiske avvik for spesielt små størrelser (1-2 kg) og store størrelser (6+ kg). At øvrige oppdrettere vil oppnå tilnærmet like priser innenfor de mest likvide vektclassene er i tråd med grunnleggende økonomisk prisingsteori, gitt at kundebasen ser laksen som klassifiseres i samme kategori, som nokså homogen. Ettersom korrelasjonen mellom indeksen og oppnådde priser på laks av ordinær kvalitet er tilnærmet lik korrelasjonen mellom indeksen og superior, vil man oppnå tilsvarende resultater dersom man normpriser kvaliteten «ordinær» med utgangspunkt i en faktorjustert Nasdaq Salmon Index. For produksjonsfisk, som i liten grad korrelerer med Nasdaq Salmon Index, vil oppdretterne systematisk bli beskattet for en høyere inntekt enn hva som er realisert, selv ved faktorjustering av indeksen. Analysen avgrensner mot vurdering av øvrige kvaliteter som *økologisk* og *label rouge*, som omsettes i mindre kvantum.

Systematiske prisavvik mellom Nasdaq og faktisk oppnådde priser vil kunne oppstå på bakgrunn av reklamasjoner, prisrabatter og oversjøiske handler, som alle er faktorer som ikke reflekteres i indeksen. Prisrabatter oppstår gjerne først når kunde påbegynner videreforedlingen, og i den prosessen oppdager kvalitetsavvik (Mowi ASA, personlig kommunikasjon, 16. november 2023). I tillegg til disse underrepresentasjonene, vil systematiske avvik i effektiv prisoppnåelse kunne oppstå på bakgrunn av antall dager mellom slakt og salg, eller få slaktedager innenfor samme uke. Dette vil spesielt være tilfelle for mindre oppdrettere uten egne slakterier. Videre vil en oppdretter som legger Nasdaq til grunn som referanse i egne forhandlinger, ha et tidsmessig etterslep på indeksen, all den tid indeksen baseres på ukentlige publikasjoner, gjort i ettertid. Effekten innebærer isolert sett at oppdretteren systematisk vil beskattes for en normpris som er for høy i tider hvor indeksen vokser, og vice versa i perioder med nedgang.

En annen konsekvens av å benytte (vektjustert) Nasdaq Salmon Index som normpris for laks, er at oppdretternes skattegrunnlag gjøres uavhengig av når i verdikjeden fisken i realiteten er omsatt. Oppdrettere som velger å filetere, røyke eller på annen måte videreforedle fisken før videresalg, vil holde en forhøyet risiko for at faktisk salgpris avviker fra normpris (når relevante marginer er tillagt mellomliggende ledd). Som redegjort for i kapittel 2.3 kan videreforedling først foregå etter 4-5 dager, etter at dødsstivheten har sluppet taket i fisken. I mellomtiden risikerer man vesentlige prisvariasjoner, som vist tidligere i dette kapittelet. Et risikoreducerende tiltak kan da være en vridning mot å levere fisken uforedlet, som i tilfelle vil være i strid med det uttalte målet om å øke videreforedlingsgraden i Norge.

Samlet sett viser ovenstående diskusjon og analyse at et normprissystem som utelukkende baseres på en (vekt- og eventuelt faktorjustert) Salmon Nasdaq Index, vanskelig kan hevdes å virke strengt nøytralt. Det innebærer at en risikerer at oppdretterne vrir sin omsetning og produksjon av laksefisk mot bestemte produktkvaliteter, vektklasser, markeder og kontraktsformer som er mindre samfunnsøkonomisk lønnsomme, i hensikt om å redusere egne skatteutgifter. I neste konsekvens medfører det at det oppstår et sprik mellom den tilpasningen som er samfunnsøkonomisk lønnsom og den som er bedriftsøkonomisk lønnsom, som fører til et effektivitetstap for økonomien som helhet.

6.3 Faktiske priser og internpriser som alternativ til normpriser

En alternativ tilnærming til normprising i fastsettelse av laksens markedsverdi på merdkant, er faktiske salgspriser. Som kommentert i kapittel 5.2 er imidlertid flere oppdrettere vertikalintegreerte, som gjør at fisken først omsettes til en ekstern part i et ledd lenger ut i verdikjeden. Samtidig skal verdiøkningen som stammer fra de mellomliggende aktivitetene, skal falle utenfor grunnrenteskattepliktig inntekt, se avsnitt 5.2. I et tilfelle hvor faktiske priser ble lagt til grunn, vil selskapene selv måtte beregne internpriser for hvert ledd tilbake fra pris fakturert til kunde, som så vil danne grunnlaget for fiskens verdi på merdkant. Slike internpriser reguleres av skatteloven §13-1 (armlengdeprinsippet) og OECDs retningslinjer for internprising for multinasjonale foretak. Regelverket forteller at prisen skal settes til det den hadde vært mellom uavhengige parter.

I dybdeintervjuer med aktører i næringen argumenteres med at prinsipper og dokumentasjon for internprising er veletablert nasjonalt så vel som internasjonalt, og at skattemyndighetene har anledning til å kontrollere prisfastsettelsen i etterkant. Av spørreundersøkelsen distribuert til oppdretterne mener syv av ni oppdrettere at faktiske priser gjennom internprising egner seg bedre til fastsettelse av faktisk inntekt (appendiks avsnitt 10.1.2). Flere av respondentene hevder at dette vil spare både staten og oppdrettsselskapene for mye byråkrati og ressursbruk, og at internprising «[...] er en bedre tilnærming, da man ikke ønsker å risikere å betale skatt på en inntekt man ikke har hatt». Skatteutvalget hevder på sin side at internprising vil innebære betydelig risiko for grunnrenteleksasje til øvrig virksomhet, med henvisning til erfaringer fra petroleumsindustrien. Det fryktes at aktørene vil allokere en uforholdsmessig stor del av kostnadene til høyskatteleddet (i sjøfasen), og plassere inntektene i lavskatteleddene. Synspunktet understøttes av dybdeintervju med medlem av petroleumsprisrådet: «[...] Internprising er hele grunnen til at du trenger normpris. De integrerte selskapene kan i stor grad bestemme hvor overskuddet skal bli liggende igjen ved hjelp av internprising. Det er ingen tvil om at det (regelverket for internprising) er mulig å omgå» (Medlem i skatteutvalget, personlig kommunikasjon, 27. november 2023). Til det svarer Sjømat Norge i sitt høringssvar at man er innforstått med at det vil kunne oppstå «[...] særlige kontrollbehov ved innføring av ulike skattesatser innenfor en omfattende og komplisert verdikjede», samtidig som de «[...] vanskelig se at denne selvpålagte utfordring fra myndighetene kan rettfærdiggjøre avvik fra innarbeidede skatteretts- og rettfærdighetsprinsipper» (2023).

Gitt at internprisene reflekterer reelle markedspriser, vil nøytralitetshensyn tale for at det er disse prisene som bør legges til grunn i skatteavregningsformål for å redusere effektivitetstapet i økonomien. Om internprisene derimot kan manipuleres av vertikalintegreerte aktører, kan det likevel tenkes at det i større grad er normerte skatteavregningspriser som best ivaretar nøytralitetshensynet. Likevel må det i denne sammenheng bemerkes at også et normprissystem som tar utgangspunkt i prisen på sløyd fisk (som Nasdaq), vil ha behov for kontroll av de vertikalintegreerte aktørenes internpriser for å regne seg tilbake til fiskens verdi på merdkant, ref. diskusjonen gjort i avsnitt 6.1.5. Dette vil være tilfelle all den tid prisrådet ikke lander på en modell som kun gir sjablongfradrag for kostnader mellom merdkant og referansepunkt for skatteavregning. Normpris kombinert med sjablonger vil innebære en fullstendig administrativt fastsatt bruttoinntekt.

6.4 Kapitteloppsummering

I dette kapitlet finner vi at et normprissystem basert på Nasdaq Salmon Index kan virke systematisk forvridende på produksjonstilpasninger og investeringer. For det første kan et slikt normprissystem vri bedriftenes produksjonstilpasninger til gitte kvaliteter og gitte vektklasser. Dette begrunnes av at risikoen for systematiske avvik mellom realisert pris og normpris vil være minst for laks av superior kvalitet, i de mest omsatte vektklassene. For det andre kan et slikt normprissystem vri videreforedling mot utlandet, i oppdretternes forsøk på å redusere risikoen for å bli beskattet for en annen inntekt enn den som faktisk oppnås. For det tredje ligger det en latent mulighet for systematiske avvik i normpris og realisert inntekt, i at indeksen ikke inkluderer faktorer som reklamasjoner og er begrenset til salg i et visst geografisk marked, fraktet på en viss måte. I ytterste konsekvens, kan Nasdaq Salmon Index som normpris føre til en vridning mot at oppdrettere i mindre grad ønsker å selge til visse geografiske markeder, i for å minimere risikoen for ufordelaktige systematiske avvik.

Samtidig fremstår faktiske priser og internprising som et nøytralt alternativ uten systematiske avvik, gitt at internprisene settes på en armlengdes avstand. Under denne forutsetningen, vil store og små aktører likebehandles, og en unngår produksjonstilpasninger og investeringsvridninger. Nasdaq Salmon Index som normpris vil uansett kreve et visst element av kontroll av internpriser for vertikalintegreerte aktører, dersom kostnader mellom referansepunkt for salg og merdkant skal fradras med utgangspunkt i faktiske påløpte kostnader.

7. Behandling av investeringskostnader

Måten grunnrenteskattemodellen behandler investeringer på, har vært gjenstand for polarisert debatt. I likhet med tidligere grunnrenteskattemodeller innenfor petroleums- og vannkraftsnæringen, kommer skattefordelen knyttet til investeringer til fradrag i senere år, fremfor å utbetales direkte i investeringsåret. Faglig uenighet om hvorvidt fremføring av statens investeringskostnader er like nøytralt som direkteutbetalinger, var med på å motivere omlegging til løpende utbetaling av investeringskostnadens skattemessige verdi i petroleums- og vannkraftsnæringen, i perioden 2020-2022 (Finansdepartementet, 2022). Grunnrenteskattemodellen for havbruk introduserer disse uenighetene på nytt. Så lenge oppdretteren er i skatteposisjon på konsernnivå, vil ikke problemstillingen vise seg i praksis, ettersom investeringskostnadene kan fradragføres fortløpende mot skattepliktig inntekt, se avsnitt 5.3. Det er imidlertid ikke gitt at dette vil være tilfelle for nyetablerte aktører som er utenfor skatteposisjon. Dersom oppdrettsnæringen utvikler seg mot å bli mer kapitalintensiv, eller lønnsomheten i næringen faller, kan uenighetene om hvorvidt dagens behandling av investeringskostnader er nøytral bli en relevant problemstilling for enda flere aktører enn i dag. Disse uenighetene motiverer dette kapitlet.

I dette kapitlet undersøker vi om måten investeringskostnader behandles på i grunnrenteskattemodellen, kan gjøre at grunnrenteskatten ikke fungerer nøytralt i praksis. Først presenterer vi en fiktiv kontantstrøm tilknyttet investering i en standard oppdrettslokalitet, og illustrerer kort hvordan denne kan beskattes nøytralt i praksis, basert på teori presentert i 4.5. Deretter undersøker vi om forutsetningene som må holde for at grunnrenteskattemodellens behandling av investeringskostnader skal være nøytral, oppfylles i praksis. Dette drøftes gjennom funn fra spørreundersøkelsene som ble distribuert til oppdrettere og sjømatanalytikere, og dybdeintervjuer med markedsaktører (se appendiks kapittel 10.1). I forlengelsen av drøftelsen, undersøker vi hvordan grunnrenteskattemodellens behandling av investeringskostnader kan favorisere noen oppdrettere fremfor andre, og dermed virke investeringsvridende. Dette gjøres med utgangspunkt i kontantstrømmen som presenteres innledningsvis.

Analysen som gjøres i dette kapitlet ser bort fra effektene av grunnrenteskattemodellens bunnfradrag. Det er interessant å se på behandlingen av investeringer isolert sett, ettersom

bunnfradraget har møtt massiv motstand både politisk og i oppdrettsnæringen, samtidig som det pekes på som relativt enkelt å fjerne ved et regjeringsskifte. Vi diskuterer om bunnfradraget bryter med nøytralitetspåstanden i kapittel 4.6, hvor vi også går i dybden på hvordan det samvirker med behandlinger av investeringer i grunnrenteskattmodellen. Som nevnt i kapittel 3.3 forutsettes det at grunnleggende finanskonsepter som nåverdi, internrente og avkastningskrav er kjent for leseren. Dersom konseptene likevel ikke er kjent, henviser vi til appendiks avsnitt 10.4

7.1 Kontantstrøm tilknyttet investering i en standard oppdrettslokalitet

Kontantstrømmen som vises i Figur 19 er basert på realistiske forutsetninger for etablering av en standard oppdrettslokalitet i sjø, basert på tilsendte estimater fra Mowi og Fiskeridirektoratets offentlige akvakulturstatistikk.

Kontantstrøm (NOKm)																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Salgsinntekter			411	419	427	436	444	453	462	472	481	491	501	511	521	531
Produksjonskostnader																
Før			-145	-148	-151	-154	-157	-160	-163	-166	-170	-173	-177	-180	-184	-187
Smolt			-35	-35	-36	-37	-38	-38	-39	-40	-41	-41	-42	-43	-44	-45
Lønn			-27	-27	-28	-28	-29	-30	-30	-31	-31	-32	-33	-33	-34	-35
Slakt, pakkeri, brønnbåt			-28	-29	-29	-30	-30	-31	-32	-32	-33	-33	-34	-35	-36	-36
Andre driftskostnader			-57	-58	-59	-60	-61	-62	-64	-65	-66	-68	-69	-70	-72	-73
Totale driftskostnader	0	0	-291	-297	-303	-309	-315	-321	-328	-334	-341	-348	-355	-362	-369	-376
Investeringer i driftsmidler	-135	0	0	0	0	-10	0	0	0	0	-101	0	0	0	0	0
Oppbygning av arbeidskapital	-216	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantstrøm før skatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Internrente før skatt	27%															

Figur 19 – Eksempelkontantstrøm tilknyttet investering i en standard oppdrettslokalitet.

For at kontantstrømmen i det videre skal kunne brukes til å undersøke den isolerte effekten av måten grunnrenteskattmodellen behandler investeringskostnader, bygger kontantstrømmen på en rekke forenklinger. I kontantstrømmen ser vi blant annet bort fra alminnelig skatt og produksjonsavgift, samt bruk av normpris og sjablonger. Kostnader tilknyttet konsesjoner er heller ikke inkludert, i tråd med dagens grunnrenteskattmodell, se kapittel 5.3. Hvorvidt kostnader for konsesjoner likevel burde være med i investeringsgrunnlaget er et omdiskutert tema, som oppgaven avgrenser fra å diskutere videre. Kontantstrømmen strekker seg over 15

år, som tilsvarer horisonten på den investeringen med lengst levetid.²⁵ Videre antar vi at kontantstrømmene kommer i slutten av året, og at første inntektsstrøm fra laksesalg oppstår i slutten av år to, når smolten som settes i sjøen i år 0 er blitt slakteklar, se kapittel 2.3. Det forutsettes at slaktet laks i gjennomsnitt kan selges til 73 kroner per kilo²⁶ over hele tidsperioden, og at lokaliteten produserer 5.850 tonn²⁷ laks årlig.

7.2 Nøytral beskatning av kontantstrømmen i praksis

I Figur 20 vises hvordan kontantstrømmen kan beskattes på en investeringsnøytral måte, i form av at marginalavkastningen i prosent (internrenten) holdes uendret. Som forklart i 4.5, gjøres dette ved at staten dekker en like stor andel av investeringene på nedsiden som staten krever inn av de positive kontantstrømmene på oppsiden. Med dagens grunnrenteskattesats på 25 prosent, innebærer dette at staten må dekke 25 prosent av oppdretternes investeringskostnader. I eksempelet i Figur 20 utbetales statens andel av investeringskostnadene direkte i det året de oppstår.

Direkte utbetaling av negativ kontantstrømskatt																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm oppdretter før skatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Internrente før skatt	27%															
Skatt for oppdretter	88	0	-30	-31	-31	-29	-32	-33	-34	-34	-10	-36	-36	-37	-38	-39
Kontantstrøm oppdretter etter skatt	-263	0	90	92	93	88	97	99	101	103	29	107	109	112	114	116
Internrente etter skatt	27%															
Avkastningskrav	10%															
Nåverdi før skatt, NOKm	491															
Nåverdi etter skatt, NOKm	368															
Fall i nåverdi	-25%															
Kontantstrøm til staten	-88	0	30	31	31	29	32	33	34	34	10	36	36	37	38	39
Internrente staten	27%															

Figur 20 - Nøytral behandling av investeringskostnader ved direkte utbetaling.

Av figuren ser vi at internrenten til oppdrettsinvesteringen på 27 prosent er uendret når negative og positive kontantstrømmer behandles symmetrisk. Samtidig ser vi at prosjektets netto nåverdi er redusert med 25 prosent, i tråd med at en nøytral kontantstrømmodell er en form for nåverdibeskatning, forklart i kapittel 4.5. I beregningen av nåverdi er det lagt til grunn

²⁵ Vi antar at avskrivningstiden er lik levetiden på driftsmidlene og ser bort ifra reinvestering etter at investeringen med lengst levetid er utrangert.

²⁶ Basert på gjennomsnittlig laksepris de siste tre årene, som fra uke 49 2019 til uke 49 2023 lå på 72,78 NOK/kg.

²⁷ Antall kg produsert baseres på en antagelse om at lokaliteten innehar 5 kommersielle lisenser som hver er på 780 tonn MTB, og at oppdretteren evner å produsere 1,5 kg laks per kg MTB årlig. Produksjonsutnyttelsen baseres på Mowi sine estimater for hva en effektiv oppdretter kan regne med å oppnå (Mowi, personlig kommunikasjon, 16. november 2023).

et nominelt avkastningskrav på totalkapitalen på 10 prosent. Valget av avkastningskrav er basert på tidligere diskusjon av hva som er et fornuftig avkastningskrav for investeringer i oppdrettsnæringen, gjort i kapittel 3.3.

7.3 Finansdepartementets syn på behandling av investeringskostnader

I dagens grunnrenteskattemodell får ikke oppdretterne direkte utbetaling av negativ grunnrenteskatt, med mindre selskapet kan føre det mot positiv grunnrenteskattepliktig inntekt i samme konsern, som forklart i avsnitt 5.3. I stedet for direkte utbetaling, blir statens andel av investeringskostnadene til fremførbare skattefradrag, som trekkes fra i fremtidig grunnrenteskattepliktig inntekt. Dermed vil tilbakebetalingen av fradragene til selskapene avhenge av når selskapene går med grunnrenteskattmessig overskudd. For å kompensere for tidsverdien²⁸ av utsatte skattemessige fradrag for investeringer, forrentes skattefradragene med en rentesats fra år til år. Renten fastsettes årlig i forskrift av Finansdepartementet, basert på det som er den ettårige risikofrie renten ved fastsettelse.

Finansdepartementet hevder at å framføre skattefradragene med risikofri rente kan sidestilles med direkte utbetaling av skattefradragene i en nåverdiberegning. Dette begrunnes med at skattefradragene er garantert utbetalt fra staten, selv ved opphør av oppdrettsvirksomheten. Til tross for at Finansdepartementet anser de to metodene som sidestilte, argumenteres det for at fremføring av skattefradrag er å foretrekke i en grunnrenteskattemodell. Dette forklarer de med at utbetalingsordninger i skattesystemet er sårbare for misbruk i form av uberettigede utbetalingskrav, noe man er kjent med fra petroleumsskattesystemet (Finansdepartementet, 2023). For at fremføring av skattefradrag skal virke like nøytralt som direkte utbetaling av skattefradragene, må en rekke forutsetninger gjøre seg gjeldende i praksis.

Den første forutsetningen som følger av Finansdepartementets syn, er at oppdretterne både må *betrakte og verdsette* skattefradragene som risikofrie i praksis. Finansdepartementet forutsetter at oppdretterne benytter delkontantstrømdiskontering som verdsettelsesmetode i investeringsbeslutninger, som innebærer at hver delkontantstrøm diskonteres med

²⁸ Tidsverdien av penger reflekterer idéen om at penger i dag har høyere verdi enn samme sum penger i fremtiden, på grunn av renteinntekt, inflasjon og risiko. Dermed vil et skattefradrag på en gitt sum i dag, være mer verdt enn et skattefradrag på den samme summen i morgen.

avkastningskrav som reflekterer risikoen for den spesifikke kontantstrømmen. Det innebærer at skattefordelen verdsettes separat med risikofri rente.

Den andre forutsetningen som må oppfylles for at fremføring av skattefradrag skal virke nøytralt i praksis, er at det er mulig for oppdrettsselskapene å gjøre skattefordelen likvid til pålydende verdi. På denne måten er det opp til aktørene om de vil binde penger til risikofri rente eller ikke, eller frigjøre kontantene til andre plasseringer ved å selge kontantstrømmen med tilhørende rente i markedet. Eventuelt må oppdrettsaktørene ha (tilnærmet) ubegrenset kapitaltilgang, noe vi har vanskeligheter med å se gjøre seg gjeldende i praksis, især for små og nyetablerte oppdrettsselskaper.

Det bør presiseres at listen med forutsetninger ikke er uttømmende, men er blant de mest sentrale forutsetningene som må tilfredsstilles for at Finansdepartementets argumentasjon om at grunnrenteskattemodellen behandler investeringskostnader strengt nøytralt, skal holde i praksis. Av hensyn til oppgavens lengde, vil derfor relevante forutsetninger utover de overnevnte ikke bli drøftet videre i oppgaven. I det følgende går vi i dybden på de overnevnte forutsetningene og analyserer om de gjelder i praksis.

7.4 Analyse av forutsetninger

7.4.1 Skattefordelen *betraktes og verdsettes* som risikofri av markedsaktørene

Det foreligger bred akademisk enighet om at skattefradragene har lavere risiko enn de øvrige kontantstrømmene. Flere akademikere har imidlertid stilt spørsmålstegn ved hvorvidt fremførbare skattefradrag kan betraktes som helt risikofrie i praksis. Denne oppfatningen er blant annet påpekt å være utbredt blant aktørene i petroleumsnæringen av Osmundsen, Emhjellen, Johnsen, Kemp og Riis (2015) og i kraftnæringen av Folkvord, Misund, Osmundsen og Tveterås (2019). Oss bekjent er det ikke gjort tilsvarende forskning på aktørene i havbrukssektoren, etter innføringen av grunnrenteskatten. Derfor har vi gjennom de distribuerte spørreundersøkelsene og dybdeintervjuene (se appendiks kapittel 10.1) undersøkt om markedsaktørene betrakter skattefordelene som risikofrie.

Funnene indikerer at skattefordelen ikke betraktes som risikofri av majoriteten av oppdrettere, analytikere og investorer. Kun én av ni oppdrettere oppgir eksplisitt å være av oppfatningen av at skattefordelen er risikofri. Av analytikerne er det ingen som eksplisitt oppgir å være av

denne formeningen. Aktørene argumenterer med den latente politiske usikkerheten som ligger i at grunnrenteskatteregimet kan endres eller opphøre ved fremtidige regjeringsskifter. Regjeringen trekker på sin side frem at eventuelle lovendringer ikke skal ha tilbakevirkende kraft, jf. Grunnlovens § 97. I dybdeintervjuer setter aktørene spørsmålstegn ved hvorvidt dette prinsippet på det jevne kan legges til grunn videre, og viser til at grunnrenteskattemodellen i seg selv ble vedtatt 31. mai 2023, men med virkning fra 1. januar 2023. Samtidig påpeker markedsaktørene at det ligger en usikkerhet i at grunnrenteskattesatsen kan endres med årene. Usikkerheten knytter seg til hvilken andel av fremtidige, løpende investeringer som gjøres fradragsberettigede. Investeringer i oppdrettsanlegg gjøres ikke bare ved etablering, men også underveis. Størrelsen på de løpende investeringene er iboende usikker, ettersom de er avhengige av faktorer som biologisk og teknologisk utvikling, driftshendelser, kostnadsutvikling, forhandlingsmakt og konkurransedynamikk. Det gjør at også størrelsen på skattefradragene er usikre.

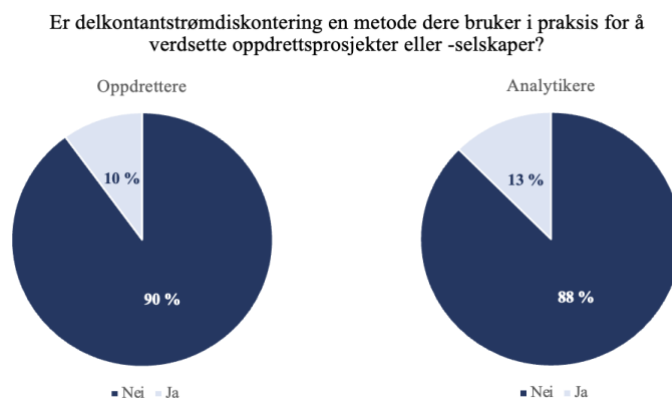
Et argument som ofte løftes frem for at skattefordelen bør betraktes som mer sikker enn den øvrige kontantstrømmen, er at fordringer på den Norske stat tradisjonelt har vært blant de sikreste i markedet. Det underbygges blant annet av Norges sterke finansielle posisjon, med statsobligasjoner som holder trippel-A kredittvurdering (Fitch Ratings, 2023). Dette taler for at eventuell tvil som knyttes til hvorvidt staten har mulighet til å utbetale fordringene, bør legges til side av rasjonelle markedsaktører. Bekymringene knyttet til endringer i skatteregimet fremstår derimot som berettigede, all den tid ulike grunnrenteskattemodeller har vært gjenstand for betydelige omlegginger i løpet av det siste tiåret.

Et annet risikoelement ved den fremførbare skattefordelen knyttet til investeringer, er den ukjente durasjonen på kapitalbindingen i skattefordelen. Med ukjent durasjon mener vi at det er ukjent hvor lang tid det tar før den statlige garanterte kontantstrømmen er tilbakebetalt. Dette er fordi det er ukjent når skattefordelen kan realiseres mot positiv kontantstrøm over driften, eller utbetales ved eventuell konkurs. Innen finansempiri, er det et velkjent fenomen at investorer normalt vil kreve ulik kompensasjon for kontantstrømmer med ulik durasjon. For eksempel ser vi normalt en økende rentekurve på kontantstrømmer som har lengre durasjon. Årsaken til dette er at investorer krever økt kompensasjon for å binde pengene sine lenger, på grunn av implisitt reinvesteringsrisiko, og at verdiutslagene på kontantstrømmer med lengre durasjon er større.

Til forskjell fra en statsobligasjon med rente avhengig av løpetid og forhåndsavklarte kupongbetalinger, vet ikke investorene i oppdrettsselskaper når de får tilbakebetalt pengene de har «lånt til staten», gjennom utlegget for det fremførbare investeringsfradraget. Størrelsen og tidspunktet på de positive kontantstrømmene avhenger av en rekke usikre parametere som laksepris, driftskostnader og biologisk utvikling. Usikkerheten gjør det vanskelig å sette en markedsmessig «riktig» risikofri rente som gjenspeiler hvor lenge pengene er bundet. Dagens kompensasjon er basert på statens estimat på risikofri rente med et års durasjon, som fastsettes på nytt årlig. Tiden det tar å realisere en skattefordel kan imidlertid variere fra null til flerfoldige år, avhengig av lønnsomhet og konsernstruktur. Ettårig risikofri rente vil dermed sjelden samsvare med den renten som markedet ville tilbudt for å binde kapitalen i den tidsperioden som kapitalen faktisk bindes.

Diskusjonen over peker i retning av at skattefordelen ikke betraktes som helt risikofri i praksis, men vesentlig mindre risikabel sammenlignet med prosjektets øvrige kontantstrømmer. For at fremføring av skattefradrag skal virke investeringsnøytralt, må imidlertid ikke fradragene bare *betraktes* som risikofrie, men også *verdsettes* som risikofrie. Som tidligere nevnt forutsetter Finansdepartementet at aktørene gjør dette ved å bruke delkontantstrømdiskontering, hvor de verdsetter skattefordelen separat.

Funn fra våre spørreundersøkelser viser at delkontantstrømdiskontering er en lite brukt metode i praksis. 9 av 10 oppdrettere og 7 av 8 meglerhus responderer at dette ikke er en metode de bruker i beregningen av verdien til nye prosjekter eller oppdrettsselskaper. I dybdeintervjuer fremgår det at heller ikke forvalterne benytter delkontantstrømdiskontering. Forvalterne oppgir å verdsette prosjekter basert på et samlet avkastningskrav for en netto kontantstrøm, og multipler på ulike resultatmål på selskaps- eller segmentnivå.



Figur 21 – Fordeling av svar fra oppdrettere og analytikere på om delkontantstrømdiskontering brukes i praksis.

Markedsaktørene trekker frem at delkontantstrømdiskontering er en kompleks, lite intuitiv og tidkrevende metode. Av flere akademikere hevdes det dessuten at metoden er ubrukelig i praksis, ettersom det ikke er mulig å beregne avkastningskravene for de separate kontantstrømmene på en teoretisk korrekt måte (Osmundsen, Emhjellen, Johnsen, Kemp, & Riis, 2015). Dette begrunnes med at det ikke finnes effektive markeder for omsetning av hver av delkontantstrømmene. Effektive markeder behøves for å beregne de nødvendige beta-verdiene som brukes i CAPM for å kalkulere tilhørende avkastningskrav. Også Folkvord, Misund, Osmundsen og Tveterås (2019) peker på at bruk av delkontantstrømdiskontering ikke samsvarer med markedsaktørens virkelige investeringsatferd.

På den andre siden hevdes det i dybdeintervju med medlem av skatteutvalget at delkontantstrømdiskontering fint kan brukes i praksis, og allerede benyttes implisitt av markedsaktørene i dag (personlig kommunikasjon, 23. november 2023). Det begrunnes med at aktørene i marginale lønnsomhetsvurderinger tvinges til å verdsette hver enkelt kontantstrøm med et markedsmessig korrekt avkastningskrav, for å være konkurransedyktige på sikt. Aktører som ikke tar hensyn til den lavere risikoen ved skattefordelen, vil overbys i konsesjonsrundene av aktører som gjør det. På bakgrunn av dette, hevder skatteutvalget at aktørene automatisk vil ta skattefordelens lavere risiko i betraktning; uavhengig om de gjør det gjennom delkontantstrømdiskontering, eller ved å nedjustere avkastningskravet som benyttes i diskonteringen av en samlet netto kontantstrøm.

Et annet argument som trekker i retning av at aktørene må ha et bevisst forhold til verdien av ulike delkontantstrømmer i bedriften, er at hver eiendel i balansen testes mot nedskrivninger i utarbeidelsen av årsrapporter. Testingen foregår ved å måle forventet kontantstrøm fra eiendelen opp mot et gitt avkastningskrav basert på kontantstrømmens risikoprofil.

Basert på diskusjonen ovenfor, betrakter vi det som lite sannsynlig at den fremførbare skattefordelen verdsettes som et separat, risikofritt element i praksis. Samtidig er bildet nyansert, og normal konkurransedynamikk trekker i retning av at den lavere risikoen knyttet til skattefordelen, til en viss grad reflekteres i oppdretternes vanlige verdsettelsesvurderinger. En samlet vurdering tilsier dermed at det til en viss grad vil være manglende sammenfall mellom hvordan Finansdepartementet legger til grunn at skattefordelene betraktes og verdsettes av markedsaktørene, og hvordan markedsaktørene faktisk gjør dette i praksis. Dette vil gjøre at beslutninger som er samfunnsøkonomisk lønnsomme, ikke nødvendigvis er

bedriftsøkonomisk lønnsomme. Dette vil bryte med påstanden om at grunnrenteskattemodellen fungerer strengt investeringsnøytralt i praksis.

Selv i et scenario hvor skattefordelen ble fremført med korrekt markedsmessig rente og verdsatt separat, forutsetter grunnrenteskattemodellen at investeringsbeslutningene ikke påvirkes av at aktørene har bundet opp penger i fremførbare skattefradrag. Dette holder dersom aktørene har tilgang til (tilnærmet) evig kapital. I praksis kan dette vanskelig hevdes å være tilfelle for oppdretterne, især de minste og nyetablerte. I nåværende grunnrenteskattemodell tvinges disse til å binde opp 25 prosent av kapitalen sin til risikofri rente, i utlegg for statens andel av investeringer. De store aktørene slipper samtidig unna problemstillingen, ettersom skattefradrag fra investeringer i nye lokaliteter kan samordnes med positiv grunnrenteinntekt fra andre av deres oppdrettsanlegg. Det innebærer at oppdrettere som er i skatteposisjon får frigjort den samme andelen kontanter som de små må binde opp i risikofri rente, og kan reinvestere disse pengene i høyrenteposisjoner. Dermed vil de store aktørene kunne skape høyere avkastning på den samme mengden investert kapital, noe som kan manifestere seg i investeringsvridninger til fordel for de større aktørene.

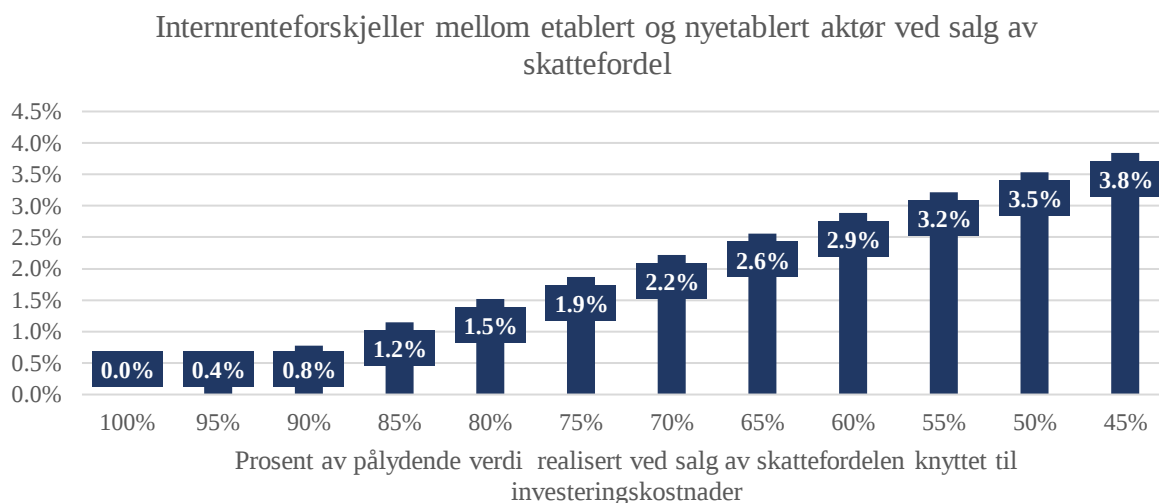
7.4.2 Skattefradragene må kunne gjøres likvide for aktører som ikke er i skatteposisjon

En løsning på den nevnte investeringsvridningen ligger i å gjøre skattefordelen likvid. Dette vil være tilfelle dersom fordringen som skattefordelen utgjør, kan omsettes i markedet til 100 prosent av pålydende²⁹ verdi. På den måten kan de nyetablerte aktørene velge å få frigjort kapitalen som er bundet i skattefordelen, på samme måte som aktører i skatteposisjon. Dermed vil de stå overfor de samme valgmulighetene som de etablerte har til å plassere pengene i risikable investeringer, fremfor å binde de til risikofri rente.

I Figur 22 Figur 22 – Sammenligning av kontantstrømmer og internrenter etter grunnrenteskatt for aktør i skatteposisjon, aktør utenfor skatteposisjon som må fremføre skattefradrag knyttet til investeringer med risikofri rente og aktør utenfor skatteposisjon med mulighet for å gjøre skattefordelen likvid til 100 prosent av pålydende verdi. viser vi hvordan internrenten og nåverdien av kontantstrømmen tilknyttet investeringer i en standard oppdrettslokalitet endres, avhengig av hvorvidt oppdretteren som har investert i prosjektet er i skatteposisjon på

²⁹ Pålydende verdi er den nominelle verdien skattefradraget ville hatt dersom det umiddelbart ble utnyttet mot positiv grunnrenteinntekt.

skattefordelen som helt risikofri. Som diskutert i 7.4.2, understøttes denne betraktningen av at investorene vil stå ovenfor en ukjent durasjon for kapitalbindingen i skattefordelen. Forutsatt at en investor er risikoavers, må det hevdes at vedkommende vil foretrekke å investere i en statsobligasjon med kjent durasjon, fremfor en statsgarantert kontantstrøm med ukjent durasjon, når renten er lik for begge aktiva. Med dette som bakgrunn, er en mer realistisk antakelse at aktøren utenfor skatteposisjon kan selge skattefordelen til en rabatt fra pålydende verdi i markedet, fordi kjøperen av skattefordelen vil kreve en viss risikopremie. I Figur 23 viser vi hvordan forskjellene i investeringenes internrente vil variere for aktører i skatteposisjon og en aktør utenfor skatteposisjon, som velger å selge skattefordelen til ulik rabatt fra pålydende verdi.



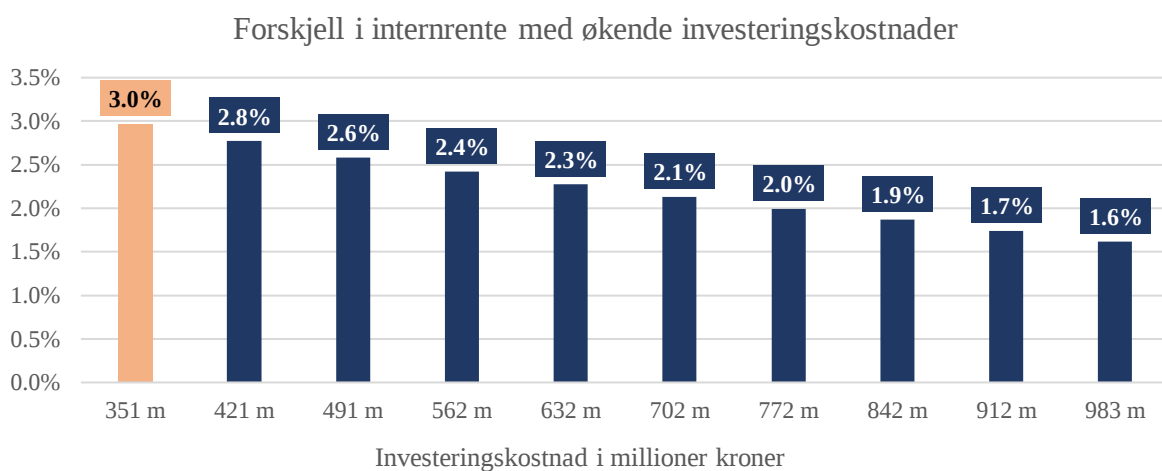
Figur 23 - Forskjeller i internrente etter skatt mellom etablert aktør og nyetablert aktør ved mulighet for salg av kontantstrømmene forbundet med de fremførbare investeringsfradragene i investeringsåret.

Av figuren ser vi at internrenteforskjellene ikke vil være til stede dersom skattefordelen kan selges til 100 prosent av pålydende verdi. Samtidig observerer man at forskjellene i internrente vil øke dess større rabatt som må gis for å få skattefordelen solgt. Resultatet kan tolkes som at jo sikrere skattefordelen oppfattes i markedet, desto mindre vil de relative lønnsomhetsforskjellene mellom aktører i og utenfor skatteposisjon bli. Det trekker i retning av å dempe investeringsvridninger.

Konseptet om at skattefordeler kan selges er nybrottsarbeid. At konseptet er relativt nytt og innovativt, kan være en forklaring på at det ennå ikke eksisterer velutviklede og effisiente markeder for omsetning av slike kontantstrømmer, hverken nasjonalt eller internasjonalt. Samtidig hevder skatteadvokater at dette vanskelig kan gjennomføres i praksis, ettersom den

fremførbare skattefordelen ikke anses som et pengekrav som kan pantsettes i sikkerhet for finansiering (M. Sandli, personlig kommunikasjon, 11. desember 2023). I det følgende går vi derfor videre i dybden på hvordan den relativt lavere lønnsomheten hos aktører utenfor skatteposisjon kan endre seg når skattefordelen *ikke* kan selges, ved endringer i nivået på investeringskostnader og endringer i laksepris. Dette kan illustrere retningen av investeringsvridningene som kan oppstå, når de to nevnte, usikre parameterne endres.

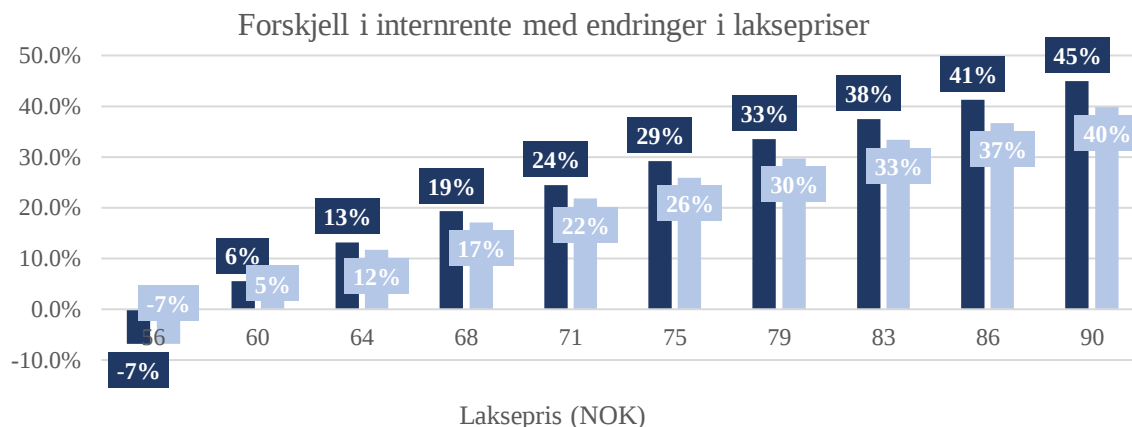
I Figur 24 viser vi hvordan forskjellen i internrente mellom en aktør i og utenfor skatteposisjon endres med økte investeringskostnader.



Figur 24 - Forskjell i internrente mellom etablert og nyetablert aktør ved økninger i investeringskostnader.

Av figuren observerer vi at internrentene faller både for etablert og nyetablert aktør når investeringskostnadene øker, ettersom mer kapital bindes opp i å skape de samme kontantstrømmene. Også forskjellene i internrente reduseres noe når investeringskostnaden øker. En utvikling i retning av en mer kapitalintensiv oppdrettsnæring er ikke utenkelig, i et scenario med ny og dyrere teknologi i bekjempelsen av biologiske utfordringer, eller innføringen av semilukkede merder. Vi ser imidlertid at internrenteforskjellene vedvarer til nokså høye investeringsnivåer sammenlignet med dagens, markert i oransje. Samtidig må det bemerkes at en internrenteforskjell vil ha større effekt i kroneverdi med en høyere kapitalbinding. Samlet trekker dette i retning av at investeringsvridningen vil være tilstedeværende også med økende investeringskostnader.

Figur 25 illustrerer på sin side hvordan forskjellen i internrenter mellom en aktør i og utenfor skatteposisjon endres, med endringer i laksepris.



Figur 25 - Forskjell i internrente mellom etablert og nyetablert aktør ved endringer i laksepriser.

Av figuren observerer vi at forskjellene i internrente øker med høyere marginer. Økte marginer kan komme både på bakgrunn av høyere laksepriser, men også som følge av reduserte driftskostnader. For aktøren utenfor skatteposisjon, vil raskere tilbakebetalingstid av kapitalbindingen, trekke i retning av et redusert gap mellom internrenteforskjellene. Vi ser imidlertid at den relative fordel med å være kapitallett øker dersom de positive kontantstrømmene øker i verdi. Vi bemerker at utslagene i figuren trolig er noe større enn hva de vil være i virkeligheten, ettersom kostnadsutviklingen normalt følger prisutviklingen på lang sikt. Likevel indikeres en investeringsvridning til fordel for store aktører, dersom lakseprisene økes.

7.5 Kapitteloppsummering

I dette kapitlet finner vi at måten grunnrenteskattmodellen betrakter og verdsetter investeringsprosjekter på, avviker fra måten oppdretterne betrakter og verdsetter investeringer i praksis. For det første *betrakter* ikke markedsaktørene skattefordelen knyttet til investeringer som helt risikofri, hovedsakelig på grunn av politisk usikkerhet. Oppfatningen forsterkes av at investorene vil stå ovenfor en ukjent durasjon for kapitalbindingen i skattefordelen. For det andre oppgir markedsaktørene å ikke *verdsette* skattefordelen separat som et tilnærmet risikofritt element ved bruk av delkontantstrømdiskontering. Flere akademikere understøtter at metoden vanskelig kan brukes i praksis, og peker på at det vil være umulig å beregne avkastningskrav for restkontantstrømmen på en teoretisk korrekt måte. Kombinasjonen av at skattefordelen ikke betraktes som risikofri, og at delkontantstrømdiskontering ikke (kan)

brukes i praksis, kan føre til at prosjekter som regnes hjem som samfunnsøkonomisk lønnsomme, ikke nødvendigvis betraktes som lønnsomme fra bedriftens perspektiv. Det bryter med påstanden om at grunnrenteskatten er en nøytral skatt.

Videre finner vi at det er en implisitt forutsetning at skattefradragene må kunne gjøres likvide for aktører som ikke er i skatteposisjon, for at grunnrenteskattemodellens behandling av investeringskostnader skal virke strengt nøytralt. På grunn av at skattefordelen må fremføres med risikofri rente, skapes en likviditetsulempe for aktører utenfor skatteposisjon. Isolert sett kan dette virke investeringsvridende til fordel for aktører i skatteposisjon, som oppnår de samme positive kontantstrømmene, men med en lavere kapitalbinding. Vi finner at internrenteforskjellene er til stede, men reduseres i prosent, dersom investeringskostnadene øker vesentlig fra dagens nivå. Økte marginer, eksempelvis på grunn av høyere laksepris, trekker i motsatt retning. Vedvarende internrenteforskjeller til fordel for etablerte aktører, selv ved endringer i usikre parametere, antyder at måten grunnrenteskattemodellen behandler investeringskostnader på, kan virke investeringsvridende.

8. Bunnfradrag

Bunnfradraget har vært et element ved grunnrenteskattemodellen som har vært gjenstand for omfattende diskusjon. Til tross for at ti av elleve medlemmer i skatteutvalget frarådet en modell med bunnfradrag (NOU 2022: 20), valgte regjeringen å inkludere bunnfradraget, motivert av at det vil «[...] sørge for at det bare er selskapene med størst overskudd som betaler grunnrenteskatt» (Prop. 78 LS, 2023, s. 7). Til det kontret Norges største oppdretter med søksmål, hvor det hevdes at bunnfradraget er konkurransevridende, diskriminerer utenlandsk kapital og hemmer oppdrettsnæringens innovasjonsevne (Mowi ASA, personlig kommunikasjon, 16. november 2023). Disse uenighetene motiverer dette kapittelet.

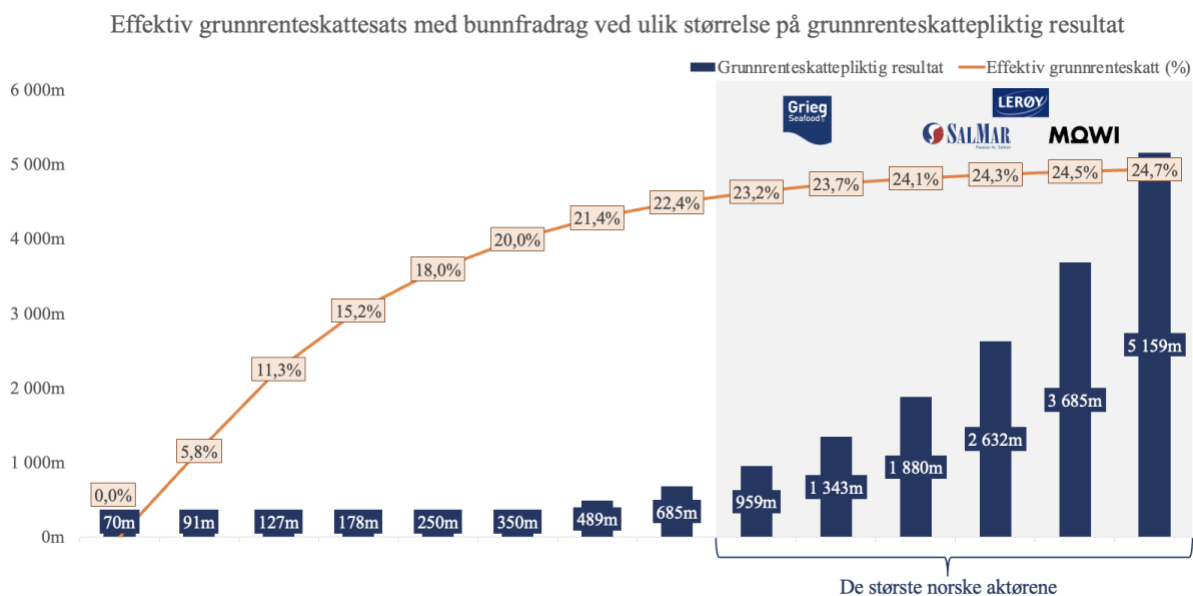
Dette kapittelet illustrerer innledningsvis at bunnfradraget i grunnrenteskattemodellen bryter med påstanden om at grunnrenteskatten fungerer nøytralt. Dette gjøres med utgangspunkt i en modell som illustrerer effekten av bunnfradraget på effektiv grunnrenteskattesats for oppdrettere av ulik størrelse. Modellen viser at grunnrenteskattesatsen som legges på kontantstrømmene til et oppdrettsanlegg vil avhenge av hvem som eier det, som igjen innebærer at aktører av ulik størrelse vil få ulik prosentvis avkastning på den samme investeringen, alt annet like. Etersom funnet allerede er akademisk forankret, fokuserer drøftelsen deretter på hvilke praktiske implikasjoner bruddet med nøytralitet vil ha for oppdrettsnæringen. Avslutningsvis analyseres samvirkningen mellom bunnfradraget og måten grunnrenteskattemodellen behandler investeringer på, og hvilke vridninger effektene eventuelt gir samlet sett.

8.1 Bunnfradraget gjør at effektiv skattesats øker med størrelse

Som redegjort for i avsnitt 5.3 er bunnfradraget et gitt kronebeløp som skal trekkes fra i beregningen av grunnrenteskattepliktig inntekt, etter at øvrige fradragsberettigede poster er trukket fra. Terskelen forteller dermed når et selskap blir gjenstand for grunnrentebeskatning. Figur 26 illustrerer hvordan bunnfradraget påvirker effektiv grunnrenteskattesats³² i selskaper av ulik størrelse. Beregningene bygger på en rekke grove, men virkelighetsnære antagelser, gjort med utgangspunkt i tilsendt datamateriale fra Mowi, samt høringssvaret som ble innsendt

³² Faktisk betalt grunnrenteskatt delt på grunnrenteskattepliktig resultat.

fra Skattedirektoratet under grunnrenteskattens høringsprosess (Skatteetaten, 2023). Ettersom vi her undersøker effekten av bunnfradraget isolert sett, uten å hensynta fratrukk for alminnelig skatt i sjøfasen, nedjusteres ikke bunnfradraget med alminnelig skattesats i illustrasjonen og modellverket videre. Øvrige antagelser som ligger til grunn for beregningene gjort i utarbeidelsen av Figur 26 utdypes i appendiks avsnitt 10.3.



Figur 26 - Utvikling i effektiv grunnrenteskatt som en funksjon av økende grunnrenteskattepliktig resultat i sjøfasen

Illustrasjonen viser at det vil være stor variasjon i hvilken effektiv grunnrenteskattesats som gjøres gjeldende for ulike selskaper. Bunnfradraget drar effektiv grunnrenteskattesats vesentlig ned for de mindre aktørene, og kun et fåtall oppdrettsselskaper vil treffe en effektiv grunnrenteskattesats på tilnærmet 25 prosent. Beregninger fra skattedirektoratet understøtter at bunnfradraget gjør grunnrenteskatten til en særskatt på store aktører. Direktoratet estimerer at 18 aktører eller færre vil betale grunnrenteskatt, gitt et bunnfradrag på ~ 70 millioner kroner (Skatteetaten, 2023).

At bunnfradraget virker investeringsvridende og svekker økonomisk effektivitet, er blant annet slått fast av Bjerksund og Schjelderup (2023), Misund og Tveterås (2023) og Torvik-utvalget i utredningen «Et helhetlig skattesystem» (2022). Dette har sitt opphav i at et bunnfradrag vil gjøre at samme investering får ulik internrente og verdi avhengig av hvem som eier den, alt annet like. Ettersom funnet er godt akademisk forankret, går vi rett til diskusjonen om hvilke effekter bunnfradragets brudd med nøytralitetspåstanden gir for oppdrettsnæringen i praksis.

8.2 Praktiske implikasjoner for oppdrettsnæringen

En av effektene bunnfradraget kan gi, er vidt ulik betalingsvilje og -evne for konsesjoner blant aktører av ulik størrelse. Som forklart i avsnitt 2.4.2, er oppdrettsnæringen underlagt et regime hvor vekst må kjøpes på auksjon. I en auksjonsrunde vil en mindre oppdretter som faller inn under bunnfradraget, kunne finne det regningssvarende å betale en vesentlig høyere pris for økt produksjonskapasitet enn større konkurrenter. Dette er en konsekvens av at den mindre oppdretteren beskattes lavere enn hva konkurrentene gjør, på overskuddet som følger av kjøp av den eksakt samme produksjonskapasiteten. Marginalavkastningen etter skatt for det store selskapet vil da være lavere enn marginalavkastningen for det mindre selskapet, alt annet holdt like. Isolert sett kan dette være en effekt som drar i retning av at det blir mer utfordrende å vokse oppdrettsselskap utover terskelen som bunnfradraget fastsetter. I det ligger også at det kan bli vanskeligere å fremholde vekst i oppdrettsselskap som allerede overstiger terskelen.

På bakgrunn av samme argumentasjonsrekke kan det hevdes at bunnfradraget vil stimulere til flere nyetableringer og vekst i mindre selskaper. Som diskutert over, vil et bunnfradrag gjøre at samme aktiva får ulik verdi avhengig av hvem som eier det, i favør av de aktørene som går med minst overskudd i kroner. Presumptivt vil det være de små og minst etablerte aktørene. Bunnfradraget kan slik føre til en økning i antall oppdrettsselskap totalt sett, samt en økning i antall mellomstore oppdrettere.

I dybdeintervjuer peker flere av de store oppdrettsselskapene det på at utvikling mot en nærings sammensetning med flere mindre aktører, kan gå på bekostning av den industrielle infrastrukturen som kreves i næringen. De største oppdrettsselskapene hevder å tradisjonelt ha løftet kapitaltung infrastruktur og utviklet nasjonal foredlings og -leverandørindustri, som også de mindre aktørene har gjort seg nytte av. Et bunnfradrag som begrenser oppblomstringen av store - så vel som videre vekst for de største - aktørene, kan sette en demper på slik utvikling.

En annen effekt av bunnfradraget er at det kan gi lav forutberegnelighet for selskaper som ligger nær grensen for grunnrentebeskatning. Etersom graden av beskatning får direkte konsekvenser for den absolutte verdien av kontantstrømmen som oppdrettsselskapet oppnår ved å gjennomføre et prosjekt, kan usikkerheten føre til at samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter skrinlegges. Særlig forsterkes usikkerheten av at bunnfradraget skal vedtas årlig,

samtidig som investeringsbeslutninger i oppdrettsanlegg baseres på nåverdiberegninger som går over flere år.

En tredje effekt av bunnfradraget kan være dempet konsolideringsaktivitet. Som redegjort for i avsnitt 5.3, gis bunnfradraget på konsernnivå. Når et oppdrettsselskap slår seg sammen med et annet gjennom oppkjøp, vil dermed et av bunnfradragene mistes. Størrelsen på den negative synergien ved å miste et bunnfradrag tilsvarer den beregnede nåverdien av alle fremtidige bunnfradrag i det selskapet som kjøpes opp. Fra et bedriftsøkonomisk ståsted vil de positive synergiene som før kunne forsvare oppkjøpet, ikke nødvendigvis lengre være tilstrekkelige til å forsvare oppkjøpet i den nye grunnrenteskattemodellen, ettersom synergiene også må veie opp for dissynergien ved å miste et bunnfradrag. Det kan manifestere seg i redusert oppkjøpsvilje. På den ene siden, kan redusert konsolideringsaktivitet være positivt for samfunnet ved å bidra til å bevare spredningen av eierskap og utbytter fra havbruksnæringen. På den andre siden kan bunnfradraget hindre at samfunnsøkonomisk lønnsomme oppkjøp, som fører til mer effektiv drift og en bedre utnyttelse av samfunnets ressurser, ikke gjennomføres. Konsolideringsdiskusjonen viser at bunnfradraget kan føre til at oppdrettsselskapene vil ta bedriftsøkonomiske beslutninger ut fra skattemessige motiver, fremfor realøkonomiske forhold. Det vil bryte med påstanden om at grunnrenteskatten er nøytral.

I motsetning til hva som er tilfelle ved sammenslåing av oppdrettsselskap, vil en mer fragmentert virksomhetsorganisering kunne føre til at en oppnår flere bunnfradrag. Et høyt bunnfradrag kan med det gi perverse incentiver for større effektive selskaper, til å splitte seg opp i flere, og mindre effektive selskaper. Oppsplitting er forsøkt motvirket av Finansdepartementet ved å utvide konserndefinisjonen til å også omfatte foretak som «*på grunn av avtale*» har «*bestemmende innflytelse*» over et annet foretak, jf. skatteloven § 19-3 bokstav b. Etter bokstav c skal den utvidede konserndefinisjonen også omfatte «*personlig eier som enten alene eller sammen med nærstående har bestemmende innflytelse over to eller flere foretak eller morselskap*». I dybdeintervju gjennomført med et større norsk rådgivningsselskap, bekreftes at de er engasjert av en rekke oppdrettsselskaper for å se nærmere på selskapsstruktur, uten at det kan tilskrives tilpasning til bunnfradraget i seg selv. I intervjuene bemerkes det at en rekke store oppdrettere har skilt ut kommersielle matfisktillatelser i egne aksjeselskaper, men at dette motiveres av å bedre isolere inntekter knyttet til produksjonsfasen i sjø, som er den delen av verdikjeden som skal grunnrentebeskattes.

En fjerde effekt som kan tenkes å oppstå på bakgrunn av bunnfradraget, er at mindre til mellomstore aktører gis incentiver til å fremskynde eller utsette investeringer. Som redegjort for i avsnitt 5.35.3, kommer bunnfradraget først til fratrekke etter øvrige fradragberettigede kostnader og investeringer. Bunnfradraget kan imidlertid ikke fremføres til neste år. I et år hvor investeringer eller øvrige fradragberettigede kostnader allerede har redusert grunnrenteskatteliklig inntekt til det minimale, får ikke oppdretteren brukt bunnfradraget. Bunnfradraget vil da være fortrent verdi fra oppdretterens perspektiv. Dette kan for eksempel tenkes å være tilfelle for mindre selskaper i år hvor det investeres i fôr-flåter, arbeidsbåter eller ny teknologi. Med hensyn til å maksimere samlet bunnfradrag over alle år, vil oppdretteren kunne finne det regningsvarende å nedskalere investeringene, eller utsette de til et år hvor det grunnrenteskattelikte overskuddet er høyt nok til at bunnfradraget også kan utnyttes.

Diskusjonen over viser at bunnfradraget er et unøytralt, konkurransevridende element som isolert sett trekker i retning av at grunnrenteskatten blir en særskatt og konkurranseulempe for større aktører. Det kan virke investeringsvridende til fordel for mindre aktører. På den andre siden så vi i kapittel 7 at måten grunnrenteskattemodellen behandler investeringer på, kan virke investeringsvridende til fordel for store aktører i skatteposisjon, som kan realisere skattefradragene for investeringer umiddelbart. Videre i kapittelet undersøker vi om grunnrenteskattemodellen kan nærme seg nøytral når disse kreftene virker sammen, eller om den vil favorisere investeringer i en viss type aktør.

8.3 Samvirkninger mellom bunnfradraget og behandling av investeringer

I Figur 27 viser vi hvordan netto nåverdi og internrente utvikler seg for en nyetablert og en etablert aktør, ved investering i en standard oppdrettslokalitet, når grunnrenteskattemodellens bunnfradrag og behandling av investeringskostnader virker sammen. Fremdeles er kontantstrømmen presentert innledningsvis i kapittel 7.1 basis for analysen. Den etablerte aktøren forutsettes å være i skatteposisjon og får umiddelbare fradrag for investeringskostnader. Aktøren får ikke noe ytterligere kontantstrømeffekt fra bunnfradrag

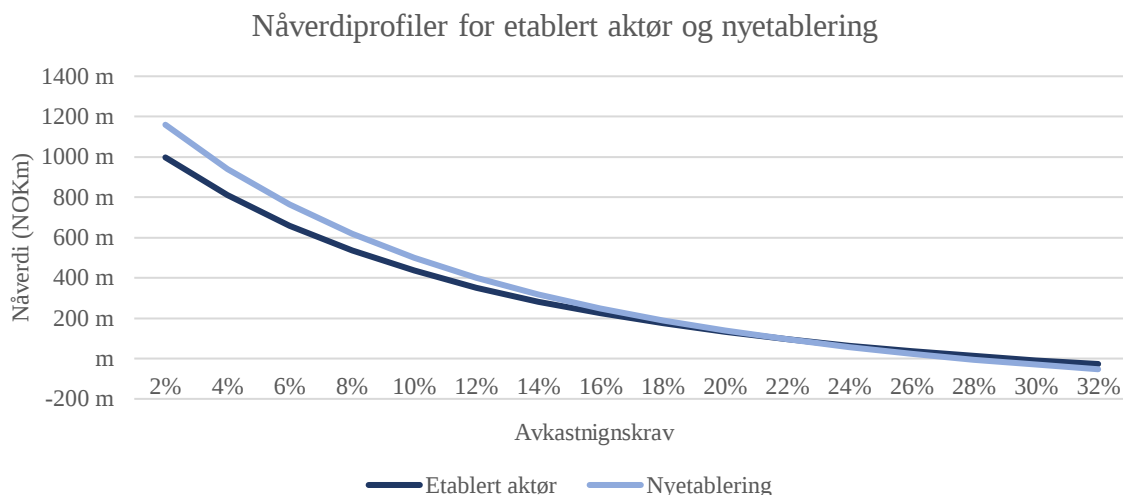
ved å igangsette prosjektet.³³ Den nyetablerte aktøren antas på sin side å ikke være i skatteposisjon og må fremføre den illikvide skattefordelen med risikofri rente. Samtidig er investeringen det eneste prosjektet i konsernet, som gjør at bunnfradraget regnes inn i kontantstrømmen i sin helhet. Ubenyttet bunnfradrag fremføres ikke, se avsnitt 5.3. Se appendiks kapittel 10.5 for mellomregninger.

Situasjon for etablert aktør: umiddelbar realisering av investeringsfradrag og ingen kontantstrømeffekt av bunnfradrag																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm før grunnrenteskatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Grunnrenteskatt	88	0	-30	-31	-31	-29	-32	-33	-34	-34	-10	-36	-36	-37	-38	-39
Kontantstrøm etter grunnrenteskatt	-263	0	90	92	93	88	97	99	101	103	29	107	109	112	114	116
Internrente etter skatt	27%															
Avkastningskrav		10%														
Nåverdi etter skatt, NOKm		368														
Fall i nåverdi		-25%														
Situasjon for nyetablert aktør: fremfører investeringskostnader til risikofri rente og full kontantstrømeffekt av bunnfradrag																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm før grunnrenteskatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Grunnrenteskatt	0	0	0	0	0	-4	-15	-16	-16	-17	0	-18	-19	-20	-20	-21
Kontantstrøm etter grunnrenteskatt	-351	0	120	122	125	113	115	117	119	121	39	125	127	129	131	134
Internrente etter skatt	26%															
Avkastningskrav		10%														
Nåverdi etter skatt, NOKm		429														
Fall i nåverdi		-13%														

Figur 27 - Kontantstrømmer og internrenter etter skatt for etablert aktør i skatteposisjon, og nyetablert aktør med fremføring av investeringskostnad og full kontantstrømeffekt av bunnfradrag.

Av figuren observerer man at forskjellen i internrente mellom den nyetablerte og den etablerte aktøren er vesentlig redusert med innføringen av bunnfradraget. Det indikerer at bunnfradraget trekker i retning av å jevne ut den relative lønnsomhetsforskjellen observert i kapittel 7, som oppstod på bakgrunn av måten investeringskostnader behandles på. Samtidig ser vi at nåverdien er større for den nyetablerte aktøren, ved et avkastningskrav på 10 prosent mens internrenten fortsatt er høyest for den etablerte aktøren i dette illustrative regneksempelet. Forskjellen oppstår som følge av at den etablerte aktøren binder mindre kapital i investeringsåret, grunnet umiddelbar realisering av skattefradrag, til tross for at det nominelle investeringsbeløpet er likt. Investeringsfradraget vil med andre ord virke som en finansieringskilde for den etablerte aktøren. Videre fører den ulike investerings- og kontantstrømprofilen til ulik bratthet i aktørenes nåverdiprofiler. Nåverdiprofilene illustreres i Figur 28.

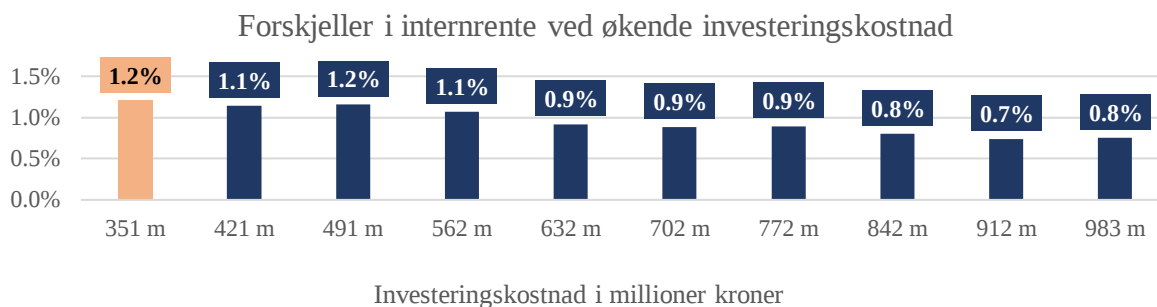
³³ Vi antar at investeringsbeslutninger baseres på kontantstrømberegninger. I resultatregnskapet vil imidlertid bunnfradraget fordeles jevnt på alle lokaliteter basert på den relative andelen av produksjonskapasiteten i konsernet. Bunnfradragseffekten i resultatregnskapet per lokalitet i de største selskapene vil dermed være minimal.



Figur 28 - Nåverdiprofiler for investering i en standard oppdrettslokalitet for den etablerte og nyetablerte aktøren.

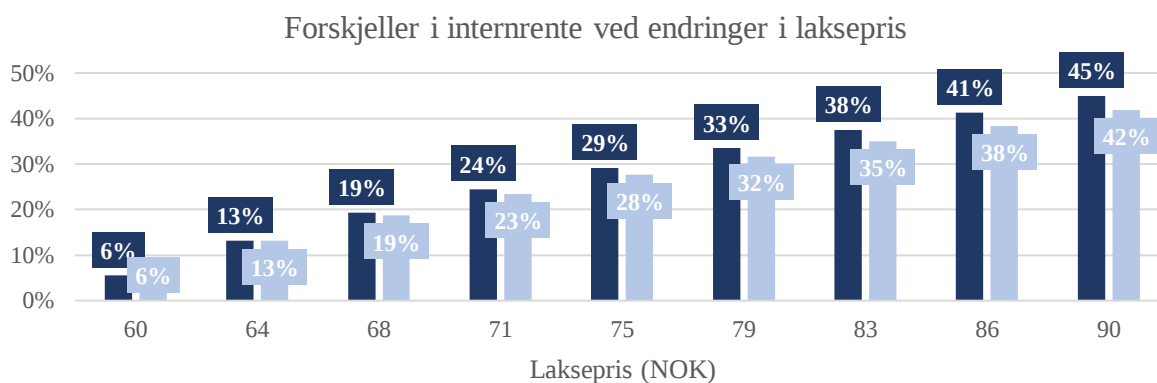
Den praktiske betydningen av en høyere internrente, er at den etablerte aktøren i vårt regneeksempel kan by et høyere nominelt beløp i auksjonsrunder på produksjonskapasitet før man går i null, til tross for en lavere nåverdi. Dette kan illustreres i nåverdiprofilen hvor den etablerte aktøren treffer nullpunktet på et sted lenger til den horisontale akselen enn den nyetablerte aktøren. Dersom det forutsettes at den etablerte aktøren vil kunne benytte den frigjorte kapitalen til å investere i prosjekter med tilnærmet lik internrente, ville den samlede nåverdien som den etablerte aktøren oppnår på samme beløp sysselsatt kapital, også vært høyest. Derfor fokuserer vi på forskjeller i internrente som mål på investeringsvridninger også i videre analyse, i tråd med nøytralitetsdefinisjonen presentert i kapittel 4.6.

Som vi så i kapittel 7.4.2, så vi at internrenteforskjeller kan være sensitive for endringer i forutsetninger som det er knyttet usikkerhet til, som laksepris og nivået på investeringskostnader. Vi undersøker i det følgende om dette fremdeles er tilfelle når effekten av bunnfradraget virker sammen med grunnrenteskattmodellens behandling av investeringskostnader. I Figur 29 viser vi hvordan interrenteforskjellene mellom en nyetablert og en etablert aktør utvikler seg med endringer i nivået på investeringskostnader, alt annet holdt like.



Figur 29 - Forskjeller i internrente mellom etablert og nyetablert aktør ved økende investeringskostnad, når også bunnfradraget inngår i analysen.

Av Figur 29 kan man observere at både den initiale internrenteforskjellen og utviklingen i denne, er vesentlig mindre sensitiv for økninger i investeringskostnader enn hva som var tilfelle når effekten av bunnfradraget ikke var inkludert. Tilsvarende er tilfelle når en ser på hvor sensitive internrenteforskjellene er for endring i laksepris. Dette illustreres i Figur 30



Figur 30 – Forskjeller i internrente mellom etablert og nyetablert aktør med økende laksepris, når også bunnfradraget inngår i analysen.

8.4 Kapitteloppsummering

I dette kapitlet har vi først diskutert hvordan bunnfradraget isolert sett kan medføre en investeringsvridning til fordel for mindre aktører. Potensielle vridninger kan ta form som dempet konsolideringsaktivitet og endringer i oppdretternes organisasjonsstruktur, motivert av å få størst mulig utnyttelse av flest mulig bunnfradrag. Med denne hensikten kan bunnfradraget også gi oppdretterne insentiver til å forskyve investeringene sine i tid. Avslutningsvis finner vi at investeringsvridningen som oppstår på bakgrunn av bunnfradraget, kan være med på å utjevne den relative lønnsomhetsforskjellen som oppstår på bakgrunn av måten investeringskostnader behandles på.

9. Avslutning

9.1 Konklusjon

I vår utredning har vi undersøkt om bruk av normpris, behandling av investeringskostnader og bunnfradrag fungerer som nøytrale elementer ved grunnrenteskattmodellen på havbruk, eller om de virker vridende på markedsaktørenes drifts- og investeringsbeslutninger. Våre funn indikerer at de tre elementene kan være vridende, men i ulik grad og ulik retning. Analysene indikerer dermed at grunnrenteskatten ikke kan kategoriseres som strengt nøytral.

Undersøkelsen av hvorvidt et normprissystem basert på Nasdaq Salmon Index vil være nøytralt i praksis, gjøres med utgangspunkt i analyse av historiske transaksjoner fra et mellomstort norsk oppdrettsselskap. Funnene indikerer at et slikt normprissystem kan gi to former for vridninger. Den første vridningen kan være at oppdretterne gis insentiver til å produsere og selge laks av de kvalitetene og vektklassene som påvirker indeksen mest, for å redusere risikoen for avvik mellom skattepliktig og faktisk realisert inntekt. Dette er typisk laks av superior kvalitet, som veier mellom 2-6 kg. Samtidig kan et slik normprissystem gi insentiver til flytting av videreforedling fra Norge til utlandet. Det er en følge av at oppdrettere som velger å videreforedle i Norge vil holde en forhøyet risiko for at faktisk salgspris avviker fra normpris, ettersom tidspunktet for normprisfastsettelse ligger lenger unna tidspunkt for faktisk salg. Den andre vridningen kan være at investeringer i større grad flyter mot vertikalintegreerte aktører, dersom disse gis fradrag for faktiske kostnader som påløper mellom merdkant og referansepunkt for normprisfastsettelse. Sistnevnte vridning forutsetter imidlertid at internprisene som de vertikalintegreerte aktørene setter, avviker fra uavhengige markedspriser.

Dersom internpriser likevel antas å reflektere faktiske markedspriser, vil hensynet til nøytralitet bedre ivaretas ved å fastsette grunnrenteskattepliktig inntekt basert på faktiske realiserede inntekter, fremfor indeksbasert normpriser.

Om grunnrenteskattmodellens behandling av investeringskostnader er et nøytralt element, analyseres med bakgrunn i funn fra spørreundersøkelser til oppdrettere og meglerhus, og en realistisk kontantstrøm knyttet til en investering i en standard oppdrettslokalitet. Vi finner at behandlingen av investeringer ikke virker nøytralt under dagens markedsforhold. Dette er fordi aktørene ikke sidestiller direkte utbetaling av statens andel av investeringskostnader med

å binde den samme mengden kapital til risikofri rente i en fremførbar skattefordel. Den første årsaken til at aktørene ikke sidestiller alternativene, er at de ikke *betrakter* skattefordelen som risikofri. I spørreundersøkelser argumenterer markedsaktørene med at det ligger politisk risiko knyttet til endringer i skatteregime ved regjeringsskifter. Usikkerheten forsterkes av ukjent durasjon på kapitalbindingen i skattefordelen. For det andre kan skattefordelen i et prosjekt vanskelig *verdsettes* separat gjennom delkontantstrømdiskontering, ettersom det ikke vil være mulig å sette et teoretisk korrekt avkastningskrav på prosjektets restkontantstrøm. Markedsaktørene oppgir at metoden heller ikke brukes i praksis. Selv om normal konkurransedynamikk fører til at skattefordelens lave risikoprofil til en viss grad vil reflekteres i markedsaktørenes netto nåverdi-beregninger, gjør manglende sammenfall av verdsettelsesmetoder at enkelte samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter risikerer å bli bedriftsøkonomisk ulønnsomme.

I kontantstrømanalysen finner vi at måten grunnrenteskattemodellen behandler investeringer på, isolert sett kan virke investeringsvridende til fordel for aktører i skatteposisjon. Dette er en følge av at aktører utenfor skatteposisjon, presumptivt små og nyetablerte, har begrenset med kapital, og får en likviditetsulempe når skattefordelen ikke kan realiseres umiddelbart. Den relative lønnsomheten målt ved differanse i internrente påvirkes, men vedvarer ved endringer i sentrale parametere som investeringskostnader og laksepriser. I utredningen indikerer vi hvordan denne investeringsvridningen kan motvirkes, dersom at skattefordelen kan gjøres likvid et velfungerende kapitalmarked. Nøytralitetshensynet kan dermed bedre ivaretas om staten får på plass ordninger som gjør det mulig for oppdrettere å selge skattefordelen til andre investorer, eller pantsette den i finansieringsformål. Dette vil ivareta både statens interesse i å unngå misbruk av ordninger med direkte utbetaling, så vel som de mindre aktørenes interesse i å ikke ufrivillig måtte binde opp kapital til risikofri rente, som eller kunne vært sysselsatt i prosjekter.

Gjennom analyse av hvordan den effektive grunnrenteskattesatsen vil påvirke oppdrettsselskap av ulik størrelse, finner vi at bunnfradraget isolert sett kan gi investeringsvridninger i favør av mindre aktører. Basert på dybdeintervjuer med markedsaktørene, finner vi at vridningene kan manifestere seg i dempet konsolideringsaktivitet, endringer i organisasjonsstruktur og tidsforskyvning av investeringer. Bunnfradraget trekker isolert sett i retning av at fremtidig vekst vil skje i små og mellomstore oppdrettsselskaper, fordi de kan forsvare å betale en høyere pris i auksjonsrunder for kjøp av

mer produksjonskapasitet. Det kan tenkes å gå på bekostning av den delen av videre kapitaltung innovasjon og infrastruktur, som tradisjonelt har vært løftet av større aktører.

Når vi ser på samvirkningen mellom de motstridende investeringsvridningene som oppstår på bakgrunn av grunnrenteskattemodellens behandling av investeringskostnader og bunnfradraget, finner vi imidlertid at kreftene i noen grad utjevner hverandre. Selv om elementene samlet sett synes å utilsiktet dra i retning av en noe mer nøytral grunnrenteskatt, tyder vedvarende internrenteforskjeller på samme investering for forskjellige eiere, på at grunnrenteskattemodellen vil bidra til investeringsvridninger. Ettersom både bruk av normpris, behandling av investeringskostnader og bunnfradrag virker investeringsvridende i ulik grad og retning, kan elementene vanskelig kategoriseres som nøytrale i praksis. Som tittelen på masterutredningen stiller spørsmålsteget ved, må dermed påstanden om at «lakseskatten» er nøytral, sies å falle i fisk.

9.2 Forslag til videre forskning

Avslutningsvis belyser vi ytterligere to forhold ved grunnrenteskattemodellen som kan føre til at modellen ikke slår ut nøytralt i praksis. Ettersom disse forholdene i større grad vil kunne kvantifiseres over tid, fungerer kapitlet som en oppfordring til hvilken forskning som kan følge som en naturlig forlengelse av denne utredningen på et senere tidspunkt.

9.2.1 Begrenset fradrag for historiske investeringer i konsesjoner

En mulig utvidelse av denne utredningen, kan være å undersøke effekten av begrensede fradrag for historiske investeringer i akvakulturtillatelser. Finansdepartementet fremholder i (Prop. 78 LS, 2023) at grunnrenteskatten vil virke nøytralt på fremtidige investeringer uavhengig av hvordan tidligere kjøpte tillatelser blir behandlet. Likevel gis det, som redegjort for i kapittel 5.3, særskilt skjerming for tillatelser kjøpt fra staten på auksjon i 2018 og 2020, tilsynelatende motivert av rimelighetshensyn. Samtidig er 96 prosent av alle kommersielle konsesjoner som gjennom årene er utdelt eller kjøpt fra staten, senere er omsatt i annenhåndsmarkedet. Gitt at tradisjonell verdsettelsesteknikk som neddiskontert kontantstrømanalyse er lagt til grunn for prisingen i transaksjonene, må en anta at den øvre betalingsviljen for tillatelsene også har reflektert meravkastningen som nå er lagt inn under grunnrentebegrepet. Under disse forutsetningene er oppdrettere som har kjøpt tillatelser i

annenhåndsmarkedet, reelt sett i de samme «økonomiske skoene» som de ville vært om tillatelsene var kjøpt på auksjon direkte fra staten.

Vår hypotese er at oppdrettere som har vært aktivt har kjøpt konsesjoner til markedspris i annenhåndsmarkedet de senere årene, i større grad straffes av begrensningene gjort i fradragsrett. Dette kan vise seg ved at de aktuelle oppdretterne vil ha relativt mindre tilgjengelig kapital til å realisere investeringer og kjøpe vekst i årene som kommer, sammenlignet med konkurrenter som har kjøpt akvakulturtillatelser direkte fra staten. Dersom det er tilfelle, risikerer en investeringsvridninger mot selskapene skatteregimet favoriserer. Under arbeidet med denne utredningen, oppga medlem av skatteutvalget at man «[...] ikke fant noen juridisk gangbar løsning» som på en likebehandlende måte kunne gjøre slike kjøp av tillatelser fradragsberettigede. Dette med opphav i at prisinformasjon på omsetninger av konsesjoner gjort i annenhåndsmarkedet ikke er offentlig tilgjengelig informasjon, og vanskelig kan isoleres fra oppdrettsselskapenes finansregnskaper.

9.2.2 Innføringen av grunnrenteskattemodellen

En annen interessant studie med utspring fra vår utredning, kan være å se på hvorvidt selve innføringen av grunnrenteskattemodellen kan gjør at den bryter med nøytralitetspåstanden. I dybdeintervjuer kritiserer en rekke oppdrettere at det opprinnelige forslaget om 40 prosent grunnrenteskatt kom som et overraskelsesmoment for næringen. Spesielt argumenteres med at regjeringen forkastet grunnrenteskatten i 2019 til fordel for en produksjonsavgift, noe som ble sett på som en bekreftelse på hvilke rammebetingelser oppdretterne måtte forholde seg til. Dernest peker aktørene på manglende involvering, informering og usikkerhet knyttet til modellens utforming, fastsettelse av skattegrunnlag og skattesats. Den effektive grunnrenteskattesatsen ble først redusert til 35 prosent i proposisjonen som lå til grunn for vedtaket om innføring (Prop. 78 LS, 2023), før regjeringspartiene gjorde forlik på 25 prosent. I spørreundersøkelse oppgir 78 prosent av responderende oppdrettere at de enten gjennom kontantstrøm, diskonteringsrente eller andre måter, tar høyde for politisk risiko ved investeringer. Samtidig oppgir over halvparten å ha eksplisitt økt diskonteringsrenten som følge av grunnrenteskatten. Hos sjømatanalytikerne oppgir 88 prosent å inkludere politisk risiko direkte i sine verdsettelse, og like mange svarer at diskonteringsraten er økt (se appendiks avsnitt 10.1.1. I undersøkelsen tilsendt analytikerne er det konsensus om at risikopremien for å investere i Norge har økt både for oppdrett spesielt, men også for øvrige investeringer i Norge generelt. Tilsvarende understøttes av dybdeintervjuer med to sentrale

norske pensjonsfond, hvor det påstås at «[...] det er høyere oppfattet politisk risiko med å invester i Norge», og at «[...] risikopremien på denne sektoren er høyere enn den var før [...]». I intervjuene påpekes det at «[...] omdømme og forutsigbare rammebetingelser bruker man år på å bygge opp, men kun en måned på å bryte ned» (Nestleder aksjeavdeling i et større norsk pensjonsfond, personlig kommunikasjon, 30. november 2023).

Sammenholdt kan funnene indikere at innføringen av grunnrenteskattemodellen kan ha bidratt med en usikkerhetskomponent som i seg selv har hatt innvirkning på oppdretternes vurderinger av hvilke prosjekter som anses marginalt lønnsomme og dermed igangsettes, og flyten av kapital til oppdrettsnæringen. Om disse konsekvensene antas å eksistere og vedvare, kan man risikere langsiktige investeringsvridninger mot andre sektorer eller andre land, noe som vil innebære brudd med nøytralitetspåstanden. Feltet bør undersøkes nærmere når virkningene har manifestert seg over tid. Videre forskning kan ta form som spørreundersøkelser mot utenlandske investorer, eller gjennom kvantifisering av utviklingen i næringens implisitte risikopremie, etter kontroll for øvrige relevante faktorer. Vil man se redusert investeringsvilje i Norge, på bakgrunn av grunnrenteprosessen?

10. Appendiks

10.1 Spørreundersøkelser og dybdeintervjuer

Deler av datagrunnlaget brukt i oppgaven stammer fra to egenutarbeidede spørreundersøkelser, hentet inn med analyseverktøyet Qualtrics. Den ene ble tilpasset og respondert av 9 ulike oppdrettsselskap, den andre av 8 sjømatanalytikere fra 8 ulike meglerhus. For å sikre en objektiv og formålstjenlig spørreundersøkelse ble utforming av den gjort i samråd med kompetansepersoner i akademia og næringslivspersoner tilknyttet havbruksnæringen. Respondentene ble gitt mulighet til å svare med egne ord i åpne spørsmål. I tillegg har vi supplert dataen med digitale og fysiske semistrukturerte intervjuer med andre relevante kompetansepersoner. I relevante kompetansepersoner inngår ledelsen i tre ulike oppdrettsselskaper, tre sjømatanalytikere i ulike meglerhus, forvaltere i to ulike store norske pensjonsfond, et medlem i skatteutvalget og et medlem i petroleumsprisrådet.

10.1.1 Resultater fra spørreundersøkelse til analytikere om grunnrenteskatt i havbruksnæringen

Spørsmål 1. *Fra et analytiker-perspektiv: Har interessen blant investorer for norske oppdrettsselskaper endret seg betydelig som følge av innføringen av grunnrenteskatten på havbruk?*

1. Redusert. Spesielt amerikanske.
2. Redusert interesse.
3. Økt interesse.
4. Redusert interesse.
5. Redusert interesse.
6. Redusert interesse.
7. Redusert interesse.
8. Redusert interesse.

Spørsmål 2. *Hvis interessen blant investorer er endret, hvordan kommer dette til uttrykk? Kommenter kort. Hvis ingen observert endring i interesse, kommenter "n.a."*

1. Mindre dialog.
2. N.a.

3. Det har ført til større oppmerksomhet rundt sektoren, men ikke nødvendigvis med positivt fortegn. Investorer er nyskjerrige på rasjonale, prosess og følgene av grunnrenteskatten.
4. Vesentlig mindre interesse fra utenlandsk kapital.
5. Færre møter og calls med investorer (først og fremst internasjonale), samt at flere avstår fra å eie aksjer i sjømatelskaper.
6. Investorer tycker det har blitt mer oberäkneligt och höjd osikkerhet.
7. Større grad av investorer som ser sektoren som uaktuell å investere i som følge av økt risiko.
8. Blir mer komplisert å modellere selskapene, hever terskelen for investorer og gjør at flere synes det ikke er verdt innsatsen å lære seg grunnrenteskattregime (som har minimal utbredelse i resten av verden). Politisk risk har økt noe som også reduserer interessen for sektoren.

Spørsmål 3. *I samtaler med internasjonale investorer, har dere inntrykk av at risikopremien forbundet med investeringer i den norske oppdrettsnæringen har endret seg som følge av innføringen av grunnrenteskatten?*

1. Økt risikopremie.
2. Økt risikopremie.
3. Økt risikopremie.
4. Noe økt risikopremie. Aksjene handler med lavere P/E enn før skatten ble introdusert. Men vanskelig å kvantifisere.
5. Økt risikopremie.
6. Økt risikopremie.
7. Økt risikopremie.
8. Økt risikopremie.

Spørsmål 4. *Basert på dialog med med internasjonale investorer, oppfatter dere at risikopremien forbundet med investeringer i Norge generelt (ikke begrenset til oppdrettssektoren) har endret seg etter innføringen av grunnrenteskatten (country risk premium)?*

1. Ingen endring.

2. Økt risikopremie.
3. Økt risikopremie.
4. Ja, politisk risiko vurderes å ha blitt høyere.
5. Økt risikopremie.
6. Økt risikopremie.
7. Økt risikopremie.
8. Økt risikopremie.

Spørsmål 5. *Opplever dere at oppdrettsselskaper har større utfordringer med å hente kapital i markedene (enten i form av gjeld eller egenkapital) som følge av usikkerheter rundt hvordan den endelige grunnrenteskattmodellen vil fungere i praksis?*

1. Offshore blir vanskelig å oppkapitalisere. Tradisjonell status quo fordi prising har blitt resetta. Vanskelig for nye arter iom. at grunnrente kan komme senere for de.
2. Ingen endring.
3. Ingen endring.
4. Mer utfordrende, men ingen har heller prøvd å hente kapital i perioden.
5. Mer utfordrende.
6. Osäkert.
7. Ikke vært noen akutte events på EK-siden til å vurdere. Gjeld har jeg mer begrenset innsikt i, men forventer at det er uendret gitt at en beregner inn en effekt av at de har mindre fri likviditet.
8. Grunnrenteskatten er komplisert å modellere og kommunisere. Nye og kompliserte regler gjør at færre investorer føler seg komfortable med sektoren noe som gjør kapitalinnhenting mer utfordrende.

Spørsmål 6. *I regneeksemplene til Finansdepartementet brukes det delkontantstrømdiskontering for å finne verdien av et oppdrettsprosjekt. Er dette en metode dere bruker i praksis når dere verdsetter oppdrettsselskaper/oppdrettsprosjekter? (Forklaring: Delkontantstrømdiskontering innebærer at man verdsetter ulike kontantstrømmer innenfor ett prosjekt ved bruk av ulike avkastningskrav)*

1. Nei.

-
2. Ja.
 3. Nei.
 4. Nei.
 5. Nei.
 6. Nei.
 7. Nei.
 8. Nei.

Spørsmål 7. Bruker dere egne diskonteringsrenter for skatteelementer slik som rentefradrag, avskrivninger og fremførbare underskudd, når dere verdsetter oppdrettsselskaper?

1. Nei.
2. Nei.
3. Nei.
4. Nei.
5. Nei.
6. Nei.
7. Nei.
8. Nei.

Spørsmål 8. Bruker dere samme diskonteringsrente for alle prosjekter i et oppdrettsselskap?
(Hvis ikke, gjerne spesifiser hvilke avkastningskrav for hvilke type prosjekter)

1. Ja.
2. Nei.
3. Ja.
4. Nei. Varierer avhengig av om selskapet er i tidlig fase eller i moden fase og hvor kapasiteten befinner seg og om den er i produksjon eller ei.
5. Ja.
6. Ja.
7. Nei. Ulik hvis i situasjoner som ikke har med verdikjeden i oppdrett å gjøre, eg. villfisk.
8. Nei.

Spørsmål 9. *Er diskonteringsrenten(e) dere bruker beregnet ved standard CAPM/WACC?*

1. Ja.
2. Ja.
3. Ja.
4. Ja.
5. Ja.
6. Ja.
7. Ja.
8. Ja.

Spørsmål 10. *Regner dere inn eventuell politisk risiko, enten som et element i kontantstrømmen eller i diskonteringsrenten?*

1. Nei.
2. Ja.
3. Ja.
4. Ja.
5. Ja.
6. Ja.
7. Ja.
8. Ja.

Spørsmål 11. *Har dere gjort endringer i diskonteringsrenten(e) som følge av innføringen av grunnrenteskatten?*

1. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
2. Nei: Vi har ikke endret diskonteringsrenten.
3. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
4. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
5. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
6. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
7. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
8. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.

Spørsmål 12. *I hvilket intervall ligger diskonteringsrenten dere bruker på verdsettelse av selskaper som har en dominerende andel av inntektene fra oppdrett til sjøs?*

1. 8-12%.
2. Ca 8% i utgangspunktet.
3. Vi har foreløpig gått bort fra DCF i våre kursmål da elementer ved skatten er fortsatt usikre. Derfor verdsetter vi med multipler. Multiplene vi bruker er lavere enn før grunnrenteskatten, som reflekterer det samme som en økt diskonteringsrente.
4. 12-14%.
5. 8-12%.
6. 4-8%.
7. 8-12%.
8. 8-12%.

Spørsmål 13. *Finansdepartementet mener at skattefradragene i grunnrenteskatten er så sikre at man kan diskontere dem med en risikofri rente. Er dere enige i denne påstanden? Kommenter kort.*

1. Nei, kan endres fra år til år.
2. N.a.
3. Ingen formening om dette.
4. Problemet er at man vet ikke skattekriteriene ennå og dermed heller ikke f.eks. hvordan myndighetene stiller seg til at smolten skal prises betydelig opp for å betjene landkapitalen med en høyt avkastningskrav. Så neppe, er svaret.
5. Kan vel argumentere for det når det kommer til fradrag man vet man får (e.g. for investeringer, minstefradrag etc.), men fradrag som relateres til potensielle underskudd (ved for eksempel tap de første årene av et prosjekt) vil vel være avhengig av 1) usikre faktorer som laksepris, og 2) om selskapet i det hele tatt kommer i skattbar posisjon i fremtiden og får benyttet seg av fradraget (enn så lenge man ikke får det utbetalt i cash). Dermed kan man vel argumentere for at fradraget ikke er så sikkert at man vil bruke en risikofri rente, men en høyere diskonteringsrente.
6. N.a.
7. Litt usikker på akkurat formuleringen, men tolker det slik at de skattefradragene en får som gir en negativ skattesum vil påberegnet risikofri rente. Mener dette er feil og er en

annen diskonteringsrente som skal legges til grunn. Uten at denne renten er helt tydelig, er det bedre å få ren utbetaling av summen.

8. Nei, det justeres ikke for dette i praksis.

Spørsmål 14. *Når dere beregner lønnsomheten til et oppdrettsanlegg, regner dere at selskapet er i skatteposisjon eller ikke per anlegg og/eller på bedriftsnivå? Kommenter kort.*

1. For de større tradisjonelle så regner vi med at de er i skatteposisjon. For oppstartsselskap ikke.
2. Vurderer på selskapsnivå.
3. Er spørsmålet om man regner med at selskapet betaler 47% grunnrenteskatt når man vurderer lønnsomhet på en ny lisens? I så fall er svaret ja.
4. På selskapsnivå og av og til per land.
5. Bedriftsnivå.
6. N.a.
7. Bedriftsnivå.
8. Nei, skatt modelleres på gruppenivå.

Spørsmål 15. *Vil dere bruke samme diskonteringsrente på et helt nytt oppdrettsprosjekt med grunnrenteskattfradrag, som et gammelt oppdrettsprosjekt uten grunnrenteskattfradrag? Hvis ikke, hvilket ville hatt høyest diskonteringsrente og hvorfor? Kommenter kort.*

1. I praksis ja (brukt samme), men måten grunnrenten har blitt implementert har økt avkastningskravet noe.
2. N.a.
3. Ja.
4. Ingen sterke syn her.
5. Høyere diskonteringsrente nå enn tidligere på grunn av økt usikkerhet/risiko (ref. tidligere spørsmål).
6. N.a.
7. Likt gitt samme teknologi.
8. Høyere rente på prosjekt med grunnrenteskatt pga. politisk risk.

10.1.2 Resultater fra spørreundersøkelse til oppdrettere om grunnrenteskatt i havbruksnæringen

Spørsmål 1. *I regneeksemplene til Finansdepartementet brukes det delkontantstrømdiskontering for å finne verdien av et oppdrettsprosjekt, er dette en metode dere bruker i praksis? (Forklaring: Delkontantstrømdiskontering innebærer at man verdsetter ulike kontantstrømmer innenfor ett prosjekt ved bruk av ulike avkastningskrav).*

1. Nei.
2. Dette er lite brukt, men har tidvis vært benyttet i noen tilfeller ved svært store investering. F.eks. kan dette gjelde investeringer som er antatt å ta ned risikoen i produksjonen, altså stabiliserende investeringer.
3. Nei.
4. Nei.
5. Nei.
6. Nei.
7. Nei.
8. For å verdsette konsesjoner (og selskaper) bruker vi både inntjeningsmultipler, DCF (full periode) og SOTP som metoder. Strategisk betydning av slike eiendeler kommer i tillegg.
9. Nei.

Spørsmål 2. *Bruker dere egne diskonteringsrenter for skattelementer slik som rentefradrag, avskrivninger og fremførbare underskudd?*

1. Nei.
2. Nei.
3. Nei.
4. Nei.
5. Nei.
6. Ja.
7. Nei.
8. I typiske DCF modeller bruker vi ett bestemt avkastningskrav, og gjerne sensitiviteter rundt dette.
9. Nei.

Spørsmål 3. *Bruker dere samme diskonteringsrente for alle prosjekter? (Hvis ikke, gjerne spesifiser hvilke diskonteringsrenter som brukes for hvilke type prosjekter)*

1. Ja.
2. Vi har på generell basis benyttet 12% for interne prosjekter, men det er tidvis ved større prosjektet benyttet både lavere og høyere krav basert på risikoforståelse.
3. Ja.
4. Ja.
5. Mulig teoretisk feil, men vi bruker noe ulikt avkastningskrav avhengig av risiko. F.eks. noe høyere på offshore havbruks vs. lisenskjøp i tradisjonelt havbruk.
6. Ja.
7. Kommer helt an på hvilken type investering/prosjekt det gjelder. Det er forskjell på f.eks. diskonteringsrente som brukes på konvensjonelt oppdrett og diskonteringsrente som brukes i forbindelse med havbruk til havs/nye produksjonsformer.
8. Vi har et ROCE krav på 12% før skatt for alle prosjekter. Innenfor norsk oppdrett har denne nå gått opp.
9. Vi bruker reelle produksjonsplaner og setter sammen ulike scenarier. Vi bygger lokalsamfunn og er ikke så opptatt av avkastningskrav utenom at det gir muligheter til å bygge mer.

Spørsmål 4. *Er diskonteringsrenten(e) dere bruker beregnet ved standard CAPM/WACC?*

1. Ja.
2. Utgangspunkt i CAPM/WACC og tidvis justert med utgangspunkt i om det er et risikoøkende eller risikoreducerende prosjekt.
3. Ja.
4. Ja.
5. Vi gjør årlig vurdering av WACC og bruk av CAPM. Siste år har vi bruk høyere avkastningskrav enn dette, all den tid vi har trodd at gratis penger ikke varer evig. Det interessante her er hva staten skriver når det i høringssvarene ble påpekt at avkastningskravet de brukte var for lavt. Staten svarte at de hadde kjørt modellen på ulike nivå og at det ikke spilte noe rolle, fordi bransjen var lite kapitalintensiv (dette

er tilgjengelig i hoveddokument). Dette er en mye større feil i forutsetning (og helt graverende) sammenlignet med mer teknikaliteter i WACC beregning.

6. Nei.
7. Ja.
8. Ja.
9. Nei.

Spørsmål 5. *Regner dere inn eventuell politisk risiko, enten som et element i kontantstrømmen eller i diskonteringsrenten?*

1. Etter innføring av grunnrenteskatt, har politisk risiko blitt største risikopåslaget. Dette pga. prosessen som har vært veldig uforutsigbar og vi vet fortsatt ikke hvordan skatten vil slå inn sfa. normpris.
2. Politisk risiko er ikke reflektert i scenario eller i diskontering, men legges heller inn ikke-kvantitativt ved beslutning. "Tør vi ta denne risikoen, gitt lønnsomheten kalkylen viser".
3. Nei.
4. Ja.
5. Ikke historisk. Politisk risiko er typisk noe vi vurderer litt svart og hvitt. Enten kan vi investere i et land eller så kan vi ikke.
6. Ja.
7. Nei.
8. WACC for bransjen er opp 1-2% poeng siden grunnrenten ble annonsert i september 2022. Ikke bare for norsk oppdrett, men for OSEBX generelt sett er den opp pga økt politisk risiko.
9. Det politiske klimaet gjør det endel mer usikkert å drive oppdrett.

Spørsmål 6. *Har dere gjort endringer i diskonteringsrenten(e) som følge av innføringen av grunnrenteskatten?*

1. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
2. Vi har ikke endret diskonteringsrenten eksplisitt, men i realiteten har vi jo utsatt/skrotet flere prosjekter, som kanskje implisitt medfører at vi egentlig har et høyere

avkastningskrav enn det vi eksplisitt benytter, hovedsakelig grunnet politisk usikkerhet.

3. Det er fortsatt stor usikkerhet hvordan vi skal forholde oss til grunnrenten. Vi har ikke helt landet på hva som blir riktig på dette punktet gitt denne usikkerheten.
4. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
5. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
6. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
7. Nei. Økt skatt hensyntas i prognosene/forutsetningen, og ikke i diskonteringsrenten. Dette gir jo likevel lavere lønnsomhet i prosjektene vs. ingen grunnrenteskatt.
8. Ja: Vi har økt diskonteringsrenten.
9. Som sagt bruker vi ikke dette. Men vi oppfatter det som generelt mer usikkert å investere i oppdrett og lånerammene er gått ned som følge av grunnrenteskatten.

Spørsmål 7. *I hvilket intervall ligger diskonteringsrenten for deres investeringer i oppdrettsanlegg til sjøs?*

1. Over 14%.
2. 8-12%.
3. 12-14%.
4. 12-14%.
5. 8-12%.
6. Eksakt tall har vi ikke, men det må ligge mye høyere nå som grunnrenta er kommet.
7. 8-12%.
8. 12-14%.
9. Se ovenfor.

Spørsmål 8. *Finansdepartementet mener at skattefradragene i grunnrenteskatten er så sikre at man kan diskontere dem med en risikofri rente. Er dere enige i denne påstanden? Kommenter kort.*

1. Det er feil. All risiko ligger på oppdretter iom. staten ikke betaler ut skatt på negativ kontantstrøm - en konsekvens av bunnfradraget. Modellen betyr i realiteten at staten

henter grunnrente når kontantstrømmene er positive over bunnfradraget, og tar ikke del i risikoen det er å investere (nedsiden).

2. Vi diskonterer netto kontantstrøm i våre prosjekter, og dermed alle kontantstrømmer med samme sats.
3. Nei. Det er veldig høy risiko i vår næring. Biologi er avgjørende for lønnsomheten, og den er høy.
4. Nei. Prosessen som har vært rundt innføring av grunnrenteskatten burde etter mitt syn være bevis nok til at denne påstanden faller på sin egen urimelighet. Forutsigbarheten for bransjen er lik null.
5. Nei. Det er ingenting i denne prosessen fra departementets side som indikerer at det er lav risiko med noe som helst hva gjelder skatt i Norge. Man kan ikke både overraske, og tro man har tillit som at man er uten risiko.
6. Nei, alt for mye usikkerhet rundt skattefradragene i grunnrenteskatten. Til og med skatteetaten har ikke tydelige nok svar på ulike punkter i skattefradragene.
7. Godt mulig, men det forekommer ikke store skattefradrag i grunnrenteskatten da man ikke får fradrag for kjøp av MTB/kapasitet i sjø, og de store investeringene som skjer utenfor grunnrenteskattepliktig virksomhet.
8. For så vidt, men for et nytt selskap hadde det vært bedre med cash tilbakebetaling (ref refusjon innenfor olje og gass).
9. Ikke noe forhold til det. Utgiftene har økt, risikoen har økt og det gjør oss mer usikre mht. fremtidige investeringer.

Spørsmål 9. *Når dere beregner lønnsomheten til et oppdrettsanlegg, regner dere at selskapet er i skatteposisjon eller ikke på per anlegg og/eller på bedriftsnivå? Kommenter kort.*

1. På selskapsnivå. Vi har alle kommersielle akvakulturtillatelser i samme selskap og rullerer vår MTB på mange lokaliteter.
2. Vi regner som regel med at vi er i skatteposisjon, men tilpasser dette til det aktuelle selskapet dersom det ligger betydelige fremførbare underskudd eller underskuddsforventning.
3. Bedriftsnivå.
4. Antar skatteposisjon på bedriftsnivå.

5. Skjønte ikke helt. Vi regner på endringer i total kapitalstrømmene fra enheten som blir påvirket. Det er høyere nivå enn ett og ett oppdrettsanlegg. Ja vi antar alt er i skatteposisjon.
6. Selskapet er i skatteposisjon der hvor fisken er.
7. Både og.
8. Usikker på hva dere mener her. Om vi skal kjøpe et selskap følger skatteposisjonen til selskapet, ikke på merd-nivå.
9. Bedriftsnivå.

Spørsmål 10. *Vil dere bruke samme diskonteringsrente på et helt nytt prosjekt med grunnrenteskattefradrag, som et gammelt prosjekt uten grunnrenteskattefradrag? Hvis ikke, hvilket ville hatt høyest diskonteringsrente og hvorfor? Kommenter kort.*

1. Vi vil benytte en høyere diskonteringsrente enn tidligere iom vi sitter med all investeringsrisiko, og i tillegg har fått politisk risiko. Grunnlaget vårt, som vi sitter igjen med, er kontantstrøm etter skatt. At vi får direkte fradrag for investeringer i grunnrenteskattepliktig inntekt, betyr bare at betalbar grunnrenteskatt skyves litt framover i tid og gir oss litt lavere effektiv skattesats (nåverdi).
2. Diskonteringsrenten ville i utgangspunktet vært den samme, men som sagt er det økt risiko/usikkerhet for hele næringen i mange år (kanskje 10) fremover inntil skatteregimet, internprising, normpris etc. er satt og forutsigbart.
3. Vi vil bruke høyere rente på et nytt prosjekt med grunnrente skattefradrag.
4. Ville brukt høyere. Hovedårsaken er manglende tillitt til at sats og ordning vil ligge fast over tid. Høy risiko for at man får fradrag med dagens sats i starten av perioden og inntekt med en endret og høyere sats lenger frem i prognoseperioden. Ville hensyntatt denne usikkerheten i den fremtidige kontantstrømmen etter skatt med et høyere avkastningskrav.
5. Vi mener avkastningskrav er gått opp all den tid politisk risiko er vesentlig økt i Norge.
6. Nei, nytt prosjekt med grunnrentefradrag vil få høyere diskonteringsrente. Kontantstrømmen er mye mer usikkert med grunnrente og fradrag.
7. Diskonteringsrenten blir den samme, men grunnrenteskatteelementet i kontantstrømmen reduserer lønnsomheten i prosjektet. Som følge av grunnrenteskatten har priser på alle øvrige tjenester i verdikjeden økt, ettersom disse kostnadene/delene av verdikjeden tidligere har blitt betraktet som kostsentre.

8. Alle nye prosjekter har høyere WACC som følge av politisk risiko.
9. Mye spørsmål om denne renten som vi ikke bruker til noe i dag i praksis.

Spørsmål 11. *Med forslaget til normprissystemet som er på høring lagt til grunn, vil dere gjøre endringer i hvor stor andel av fisken dere selger på fastpriskontrakter versus spotkontrakter?*

1. Vi innfører risikopåslag på fastpriskontrakter, hvis kunden ønsker å betale for risikopåslaget vil vi vurdere å inngå fastpriskontrakter. Ellers er vårt utgangspunkt nå 100% spot.
2. Høyere andel spotpriskontrakter.
3. Vi har ikke bestemt oss om det blir høyere eller lavere andel.
4. Høyere andel spotpriskontrakter.
5. Forslaget er en katastrofe for bearbeiding i norge. Det blir vesentlig mer spotpriser, og bearbeiding er avhengig av kontrakter.
6. Det kommer helt an på hvordan normprissystemet opererer. Om vi legger oss på fastpriskontrakter vil det ha en stor risiko hvis spotmarkedet er på høyere nivåer enn vår fastpris. Da risikerer vi at vi blir skattlagt ut fra en pris vi ikke har hatt.
7. Ingen endring.
8. Ingen endring p.t. da vi har en betydelig nedstrøms aktivitet som trenger tilgang på råstoff. Kontrakter og nivå kan endre seg dersom vi blir skattet for annet enn reell inntekt.
9. Alt er på spot, vi fortsetter med det.

Spørsmål 12. *Bruker dere prisindekser når dere forhandler priser på laks? I så fall, hvilke? Flere svaralternativer er mulig.*

1. Vi benytter NAS og Fish Pool, og gjør våre egne vurderinger i tillegg siden vi er veldig klar over svakheten ved index'ene.
2. Nasdaq brukes litt, spesielt intern, men lite ut mot kunde.
3. Fish Pool European Buyers Index.
4. Bruker ikke prisindekser, Nasdaq Salmon Index.

5. Vi bruker tildels indekser som er nevnt, men også disse indekser kan brukes på mange måter. Det er ulike modeller med ulike kunder.
6. Bruker ikke prisindekser.
7. Bruker ikke prisindekser, Nasdaq Salmon Index, Fish Pool European Buyers Index
8. Vi bruker Fish Pool, men avtalene med kundene er strategiske så ikke kun pris om har betydning. Dessuten er likviditeten på FP svært lav, så prisen der er kun en pekepinn. Fundamentale S/D forhold er viktig.
9. Vi selger all fisken gjennom en eksportør som forhandler priser.

Spørsmål 13. *Opplever dere store prisvariasjoner? Hvis ja, hvor store prisvariasjoner på salg av samme fiskekvalitet kan dere observere innenfor en gjennomsnittlig uke (anslag)? Kommenter kort.*

1. Ja, prisvariasjoner er helt vanlig. siste par årene har vi sett variasjoner på over 10kr/kg HOG hvis spørsmålet forstås som samme kvalitet.
2. 3-5 NOK/kg er ikke uvanlig innen samme uke.
3. Det er store prisvariasjoner, veldig store.
4. Ja det er svært store prisvariasjoner. Opptil 15-20% innenfor samme uke.
5. Dette vil avhenge vesentlig på kvalitet og størrelser. Fort å forvirre mer enn å oppklare ved å svare.
6. Ja prisen varierer i stor grad. det kan variere med flere kroner.
7. Ja, det kan forekomme store prisvariasjoner. 40 kr prisforskjell kan oppleves på samme størrelse og kvalitet i enkeltuker på f.eks. våren.
8. Ja, store variasjoner da vi selger svært mange ulike produkter. Derfor er ikke normpris egnet for laks (heterogent produkt), ref. vårt svar i høringen.
9. Periodevis. Vanskelig å beregne.

Spørsmål 14. *Har dere utsatt investeringer på grunn av grunnrenteskatten? Hvis ja, hvor store investeringer er utsatt (anslag)? Kommenter nei eller ja, med eventuelt anslag.*

1. Nei, vi fullfører de investeringer som var påstartet og har per i dag ikke konkrete prosjekter som står klare og vurderes som å være utsatte investeringer. Vi avventer

normprisen for å se hvordan den vil slå ut, først da vil vi kunne ta stilling til lønnsomheten i nye investeringer.

2. Vi har utsatt store investeringer, noe er nå startet opp igjen, men samlet ble ca 1,5 MRD satt på pause minst et år.
3. Ja. 1 mrd NOK.
4. Ja. Vi reinvesterer normalt nesten hele inntjeningen. Nå har vi mye mindre midler tilgjengelig å investere for, så det må følgelig skrinlegges investeringer årlig som minst tilsvarer grunnrenten.
5. Ja. Antar 1-2mrd... men det er jo bare starten. Grunnrente blir jo ikke borte.
6. Ja, 1mrd.
7. Ja, vi utsatte investeringer for >3,5 MRD som følge av sjokknyheten.
8. Ja, hele postsmolt satsningen i Norge for nye prosjekter er satt på vent - ca NOK 5 mrd. Cash flowen er jo vesentlig svekket, usikre rammebetingelser, økt politisk risiko.
9. Ja, mindre. Vi har også et stort prosjekt som er skyvd foran oss, men det kommer ikke bare på grunn av grunnrenteskatten. Det er også veldig kapitalkrevende for oss og vi har kjøpt biomasse på auksjon i stedet.

Spørsmål 15. *Er det en annen metode dere mener egner seg bedre enn foreslått normprissystem for fastsettelse av inntekt/kostnader, for beregning av grunnrenteskattepliktig resultat? Hvis ja, forklar kort. Dersom dere ikke har konkrete innspill å dele, kommenter "n.a."*

1. Selvfølgelig, FAKTISK salgspris, fordi det er så ekstremt mange variabler som påvirker prisen på fisken. I forhold til nærstående parter og/eller vertikalintegreerte verdikjeder har Skattemyndighetene strenge krav knyttet til transfer pricing, og har der et UTMERKET system for kontroll som de kan benytte ovenfor havbruksselskapene. Stikkord: Likebehandle næringer og vise tillit.
2. Det ordinære rammeverket for internprising fastsatt av OECD.
3. Bruke inntekt og kostnad som er i finansregnskapet. Det blir hårreisende om vi må betale skatt ut fra noe som andre beregner, både på godt og vondt. En skatt skal betales ut fra inntjening, da blir det helt meningsløst at vi skal skatte av penger vi ikke har tjent/betalt.
4. Ja. Ren NASDAQ-basert prising, og et fast sjablonfradrag for å hensynta avvik i størrelse og kvalitet.

5. Ja. Faktisk pris. Dette er jo basis for all annen skattlegging.
6. Ja, enten bruke de faktiske inntektene til selskapet eller bruke produksjonsavgiften til å innhente den skatten. Dette vil spare staten og oppdrettselskapene for mye byråkrati og ressurser.
7. I første høring ble det konkludert med at det var umulig å fastsette en pris sløyd ved not for laks. Forslaget var da å bruke faktisk oppnådde priser, og ikke en fiktiv pris. Det mener vi er en bedre tilnærming, da man ikke ønsker å risikere å betale skatt på en inntekt man ikke har hatt.
8. Ja, skrote hele modellen. Bruke produksjonsavgift eller flat særskatt (slik som olje og gass, vannkraft, vindkraft) istedenfor. Mye enklere system, lavere admin. kost (for næringen og forvaltning), mer effektivt.
9. Ja - reell oppnådd inntekt i selskapene. Men det går vel ikke fordi samfunnet tror vi lurert bort noe. Det gjør vi ikke.

10.2 Utledning av implisitte avkastningskrav

Investorenes implisitte avkastningskrav er utregnet ved bruk av historiske forward multipler og Gordons formel. Med forward multipler menes aksjeprisen eller bedriftsverdien i forhold til de neste tolv månedenes forventede inntjening. Beregningene er gjort for alle børsnoterte oppdrettselskaper med virksomhet i Norge på et hvert tidspunkt. Datagrunnlaget inneholder ukentlige observasjoner som strekker seg fra og med 3. januar 2003 til og med 15. november 2023. Først er en tidsserie med implisitt avkastningskrav regnet ut for hvert selskap. Deretter er det regnet ut et snitt av disse implisitte avkastningskravene som et mål på gjennomsnittlig avkastningskrav i bransjen.

Spesifikt for å regne implisitt avkastningskrav på egenkapitalen, har vi benyttet historiske price to earnings multipler (PE multipl) i Gordons formel på følgende måte:

$$PE \text{ mutlippel} = \frac{1}{\text{Implisitt avkastningskrav} - \text{forventet vekst}}$$

Løst for implisitt avkastningskrav blir:

$$\text{Implisitt avkastningskrav} = \frac{(1 + PE \text{ mutlippel} * \text{forventet vekst})}{PE \text{ mutlippel}}$$

For prisen på aksjen (price) har vi benyttet ukentlige observasjoner for aksjekurser fra 2003-2023, og som inntjening (earnings) har vi brukt historisk neste tolv måneders konsensusestimater på inntjening, på hvert enkelt tidspunkt for hvert enkelt selskap.

For implisitt avkastningskrav etter skatt på totalkapitalen er historiske forward EV/EBIT mutlipler benyttet i Gordons formel på følgende måte:

$$\frac{EV}{EBIT * (1 - Skattesats)} = \frac{1}{\text{Implisitt avkastningskrav} - \text{forventet vekst}}$$

Løst for implisitt avkastningskrav:

$$\text{Implisitt avkastningskrav} = \frac{(1 + \frac{EV}{EBIT * (1 - skattesats)} * \text{forventet vekst})}{\frac{EV}{EBIT * (1 - skattesats)}}$$

I 2019 ble IFRS16 innført som ny regnskapsstandard for børsnoterte selskaper. For at observasjonene før og etter IFRS16-innføringen skal være sammenlignbare, er alle observasjoner etter 2019 justert for leasing. Bedriftsverdien (EV) er leasingjustert ved å ekskludere leasinggjeld i 2019-2023. Driftsresultatet (EBIT) er leasingjustert ved å trekke periodens rentekostnad på leasing gjelden fra driftsresultatet. Videre har vi trukket fra skatt på driftsresultatet, for å få et referansepunkt på avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt.

I alle beregningene har vi lagt til grunn en historisk forventet vekst i næringen på 2 prosent årlig. Dette estimatet er forankret i næringens årlige trafikklysvest på 3% på omtrent 2/3 av konsesjonsvolumet de seneste årene. Vekstestimatet er på linje med meglerhuset Carnegie, som sitter tett på forventninger og innspill fra investorer i Norden, sine betraktninger rundt historisk forventet vekst i havbruksnæringen (Carnegie, 2022; EY, 2021). Selskapene som inngår i beregningene av implisitte avkastningskrav er Salmar, Lerøy Seafood Group, Mowi, Grieg Seafood, Måsøval, Norwegian Royal Salmon, Austevoll Seafood og Cermaq den tiden de har vært noterte på børsen.

10.3 Antakelser gjort i illustrasjon av effektiv skattesats under bunnfradrag

I kapittel 8.1 viser vi en illustrasjon med utvikling i effektiv skattesats med økende størrelse.

For å se på den isolerte effekten av bunnfradraget på effektiv grunnrenteskattesats, har vi sett bort fra alminnelig skattesats, eiendomsskatt og produksjonsavgift. Videre er de store børsnoterte aktørene plassert i **Error! Reference source not found.** i kapittel 8.1 ved hjelp av grove estimater på grunnrentepliktig resultat i sjøfasen. I disse estimatene har vi forutsatt at representativt årlig slaktevolum er rapportert slaktevolum for 2022, og at en gjennomsnittlig grunnrenteskattepliktig EBIT/kg margin i sjøfasen er rundt 14 NOK/kg for alle aktørene. Marginen i sjøfasen er basert på hva Skatteutvalget mener er en realistisk EBIT/kg i sjøfasen på en standard lokalitet med en produksjonsutnyttelse på 1,24 ganger MTB (Skatteetaten, 2023). Nedenfor er forutsetningene og beregningene bak plasseringen av aktørens posisjon i grafen i kapittel 8.1 presentert

Aktør	Tonn slaktet i 2022	Antatt pris til oppdretter i sjøfasen	Anslag bruttoinntekt i sjøfasen (NOKm)	Anslag kost/kg i sjøfasen	Estimert EBIT/kg i sjøfasen	Grovt anslag grunnrenteskattepliktig resultat før bunnfradrag
Mowi	293 720	50	14 539	36	14	3 965
Salmar	204 500	50	10 123	36	14	2 761
Grieg Seafood	84 697	50	4 193	36	14	1 143
Lerøy Seafood	174 629	50	8 644	36	14	2 357

Figur 31 - Forutsetninger bak anslag for grunnrenteskattepliktig resultat for utvalgte store aktører.

10.4 Grunnleggende finanskonsepter

I dette kapittelet vil grunnleggende finanskonsepter som kapitalverdimodellen (CAPM), vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC), standard netto nåverdi, internrente, verdiadditivitet og delkontantstrømdiskontering, gjennomgås i korthet.

10.4.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM) er en av de mest brukte modellene i praksis til å estimere forventet avkastning på en investering. Modellen er bygd på et prinsipp om at investorer kun skal kompenseres for den systematiske risikoen forbundet med investeringen. Denne systematiske risikoen kan forstås som generell markedsrisiko som ikke kan diversifiseres bort ved å investere i en portefølje. Usystematisk, bedriftsspesifikk risiko kompenseres ikke for i modellen fordi den kan diversifiseres bort i en portefølje. Modellen ble utviklet på 1960-tallet av økonomer som Sharpe, Lintner, Treynor og Mossin, og kan uttrykkes med følgende likning:

$$E[R_i] = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

I modellen er forventet avkastning, $E[R_i]$, en funksjon av risikofri rente R_f , investeringens eksponering mot markedet, β_i , multiplisert med den forventede risikopremien for å være investert i markedet ($E(R_m) - R_f$).

Kapitalverdimodellen har vært gjenstand for kritikk fra akademikere og praktikere, blant annet fordi den bygger på forutsetninger om markedseffisiens og full diversifiserbarhet, som ikke nødvendigvis gjør seg gjeldende i praksis. I tillegg blir modellen kritisert for å ekskludere andre relevante risikofaktorer. Derfor har det i senere tid blitt utviklet nye modeller med bred akademisk støtte, for eksempel Fama & French sin tre-faktor modell, som tar hensyn til flere relevante risikofaktorer. Til tross for kritikken og utarbeidelse av nye akademisk anerkjente modeller, har kapitalverdimodellen blitt stående som den mest brukte modellen i praksis, i beregning av kapitalkostnad for en investering. Årsaker til dette er trolig at kapitalverdimodellen er enkel å implementere og fungerer som en standard i bransjen ved at den brukes av mange.

10.4.2 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Et av de mest brukte verktøyene for å beregne kapitalkostnaden for finansieringen av et prosjekt eller selskap, er vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC). I denne metoden blir den totale kapitalkostnaden etter skatt beregnet som et vektet snitt av den markedsmessige kostnaden for egenkapital og gjeld med følgende formel:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * R_d * (1 - T_c)$$

Der E er markedsverdien av selskapets egenkapital, D er markedsverdien av selskapets gjeld, V er selskapets totale verdi (summen av egenkapital og gjeld), R_e er avkastningskravet for egenkapitalen, R_d er kostnaden for gjelden og T_c er skattesatsen. Avkastningskravet på egenkapitalen og gjelden reflekterer den forventede avkastningen investorer kan oppnå på andre investeringer med tilsvarende risiko, og blir ofte utledet ved bruk av CAPM. Videre sammenlignes WACC ofte med forventet avkastning på kapitalen i et prosjekt for å vurdere om en investering er verdiødeleggende eller -skapende.

Formelen for WACC baserer seg på Modigliani & Millers første og andre proposisjon. Den første proposisjonen sier at selskapets totale verdi er upåvirket av kapitalstrukturen, under forutsetningen om perfekte kapitalmarkeder. I praksis er det skattefordeler knyttet til

gjeldsfinansiering gjennom fradrag for rentekostnader, mens utbytte på egenkapital har ikke tilsvarende fordeler. Derfor peker den andre proposisjonen på at gjeldsfinansiering kan være gunstig, men at skattefordelene med gjeld må veies opp mot økt risiko og investorenes økte avkastningskrav med økende gjeld for å oppnå optimal kapitalstruktur.

En svakhet ved bruk av WACC er at forutsetningen om konstant gjeldsgrad ikke holder over tid. Likevel er verktøyet mye brukt på grunn av at modellen er enkel å forstå og anvende i praksis.

I kontekst av WACC og grunnrenteskatt er det viktig å merke seg at grunnrenteskattesatsen ikke inngår i skatteelementet i beregningen av WACC. Det er fordi skatteelementet, $(1 - T_c)$, i WACC er en måte å justere for skattefordelen knyttet til gjeldsrenter, som påvirker avkastningen på kapitalen. I grunnrenteskatten derimot gis det ikke fradrag for gjeldsrenter, og kapitalkostnaden er skjermet ved nøytral utforming. Derfor behandles grunnrenteskatt normalt som en separat skattepost som ikke påvirker beregningen av WACC.

10.4.3 Standard netto nåverdi (NPV) og internrente (IRR)

Verdsettelse av prosjekter ved hjelp av standard netto nåverdi (NPV) bygger på nåverdiprinsippet. Dette er et grunnleggende økonomisk prinsipp som sier at en krone i dag er mer verdt enn en krone i fremtiden på grunn av 1) tidsverdi av penger, og 2) risiko og usikkerhet forbundet med fremtidige betalinger. Tidsverdi av penger handler om at penger er mer verdt i dag fordi de kan investeres og skape avkastning. I tillegg er det alltid usikkerhet om fremtiden som gir en visshet ved å ha pengene i dag som kan være mer verdifull enn å vente på fremtidige betalinger som kan være usikre.

Standard netto nåverdi er en klassisk verdsettelsesmetode for investeringer som baserer seg på nåverdiprinsippet. Verdien av en investering er nåverdien av alle inn- og utgående kontantstrømmer over prosjektets levetid. For å ta hensyn til investorenes alternativkostnad for å binde pengene i prosjektet, diskonteres fremtidige kontantstrømmer med kapitalkostnaden. Derfor er den vektete kapitalkostnaden ofte diskonteringsrenten i et prosjekt. På denne måten hensyntas tidsverdien av kapitalen gitt risikoen investoren er villig til å plassere pengene til.

Internrente (IRR) tilsvarer den diskonteringsrenten som gjør at netto nåverdi (NPV) på prosjektet blir lik null. Et annet ord for internrente er marginalt avkastningskrav.

10.5 Forutsetninger bak modellfelt

Under vises modellfeltet og forutsetningene som ligger til grunn for eksempelkontantstrømmen tilknyttet en investering i en standard oppdrettslokalitet. I tillegg ligger mellomregninger for utregninger av årets skattegrunnlag.

Forutsetninger			Modellfelt																	
Generelle forutsetninger			Kontantstrøm (NOKm)																	
	Enhet	Verdi	År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
(A) MTB per konsesjon	Tonn	780				411	419	427	436	444	453	462	472	481	491	501	511	521	531	
(B) Antall konsesjoner	#	5																		
(C) MTB-avgjørelse	Prod.kg/MTB	1,5																		
Pris per konsesjon (NOK)	NOKm	120																		
Årlig slaktevolumer	Tonn	5850																		
Årlig inflasjon	%	2%																		
Skatteforutsetninger																				
Grunnrenteskatt	%	25%																		
Bumfradrag	NOKm	70																		
Risikofri rente på fremfø	%	4%																		
			Totale driftskostnader																	
			0	0	-291	-297	-303	-309	-315	-321	-328	-334	-341	-348	-355	-362	-369	-376		
			Kontantstrøm før skatt																	
			-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155		
			Internrente før skatt																	
			27%																	
Produksjonskostnader			Regnskapsmessige avskrivninger (NOKk)																	
Kostnad	Enhet	Verdi år 0	År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
Før	NOK/kg	23,8	0	0	120	122	125	127	130	132	135	137	140	143	146	149	152	155		
Smolt	NOK/kg	5,7	0	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-15	-15	-15	-15	-15		
Lønn	NOK/kg	4,4	0	-13	107	109	112	114	117	119	122	125	127	128	131	134	137	140		
Slakt, pakkeri, brønnbåt	NOK/kg	4,6	0	-2,2	18,3	18,7	19,1	19,5	20,0	20,4	20,8	21,3	21,8	21,9	22,4	22,9	23,4	24,0		
Andre driftskostnader	NOK/kg	9,3																		
Arbeidskapital	NOK per kg/mill	37																		
			Førlåte																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			51 422	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	69 207	
			Fortøyninger																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			10 296	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12 551	0	0	0	0	0	
			Merder																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			18 545	16 690	14 836	12 981	11 127	9 272	7 418	5 563	3 709	1 854	0	22 606	0	0	0	0	0	
			Arbeidsbåt																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			37 031	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	45 140	0	0	0	0		
			Personellbåt																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			8 249	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10 055	0	0	0	0	0		
			Kamera																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			2 048	0	0	0	0	2 261	0	0	0	0	2 496	0	0	0	0	2 756		
			Dødfisksystem																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			819	0	0	0	0	904	0	0	0	0	998	0	0	0	0	1 102		
			Diverse																	
			Avskrivning																	
			Restverdi																	
			Investering																	
			1 989	398	398	398	398	398	439	439	439	439	439	485	485	485	485	485		
			0	12 634	12 634	12 634	12 634	12 634	12 820	12 820	12 820	12 820	12 820	14 650	14 650	14 650	14 650	14 650		
			134 509	0	0	0	0	9 901	0	0	0	0	101 283	0	0	0	0	81 276		

Figur 32 - Modellfelt bak beregning av eksempelkontantstrøm for investering i en standard oppdrettslokalitet.

Situasjon for aktør i skatteposisjon - umiddelbar realisering av skattefordel																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm oppdretter før skatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Skatt for oppdretter	88	0	-30	-31	-31	-29	-32	-33	-34	-34	-10	-36	-36	-37	-38	-39
Kontantstrøm for aktør i skatteposisjon	-263	0	90	92	93	88	97	99	101	103	29	107	109	112	114	116
Internrente etter skatt	27%															
Avkastningskrav		10%														
Nåverdi etter skatt, NOKm		368														
Situasjon for aktør utenfor skatteposisjon - fremføring av skattefordel med risikofri rente																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm oppdretter før skatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Betalt grunnrenteskatt for oppdretter	0	0	0	0	0	-22	-32	-33	-34	-34	-10	-36	-36	-37	-38	-39
Kontantstrøm etter grunnrenteskatt (A)	-351	0	120	122	125	96	97	99	101	103	29	107	109	112	114	116
Internrente etter skatt	24%															
Avkastningskrav		10%														
Nåverdi etter skatt, NOKm		354														
Situasjon for aktør utenfor skatteposisjon som får solgt skattefordelen til pålydende verdi																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm oppdretter før skatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Betalt grunnrenteskatt for oppdretter	0	0	0	0	0	-22	-32	-33	-34	-34	-10	-36	-36	-37	-38	-39
Kontantstrøm fra salg av skattefordel	88	0	-30	-31	-31	-8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantstrøm etter salg av skattefordel	-263	0	90	92	93	88	97	99	101	103	29	107	109	112	114	116
Internrente etter skatt	27%															
Avkastningskrav		10%														
Nåverdi etter skatt etter salg av skattefordel		368														
Støttende beregninger for aktør utenfor skatteposisjon																
Årets skattegrunnlag for grunnrenteskatt, før fradrag	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Inngående beholdning fremforbart underskudd (IB FFU)	0	351	365	260	148	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Årets opplyente FFU	351	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Årets rente på IB FFU	0	14	15	10	6	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fremforbart underskudd før bruk	351	365	380	270	154	31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Brukt fremforbart underskudd ved årsslutt	0	0	-120	-122	-125	-31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utgående beholdning fremforbart underskudd (UB FFU)	351	365	260	148	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Årets skattegrunnlag etter fradrag for FFU	-351	0	0	0	0	86	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Årets skattepliktige inntekt	0	0	0	0	0	86	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Årets grunnrenteskatt	0	0	0	0	0	22	32	33	34	34	10	36	36	37	38	39

Figur 33 – Støttende beregninger bak sammenligning av kontantstrømmer og internrenter etter grunnrenteskatt for aktør i skatteposisjon, aktør utenfor skatteposisjon som må fremføre skattefradrag knyttet til investeringer med risikofri rente og aktør utenfor skatteposisjon med mulighet for å gjøre skattefordelen likvid til 100 prosent av pålydende verdi i Figur 22 (investering i standard oppdrettslokalitet).

Situasjon for etablert aktør: umiddelbar realisering av investeringsfradrag mot annen drift og ingen utnyttelse av bunnfradrag																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm oppdretter før skatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Skatt for oppdretter (direkte utbetaling av negativ skatt)	88	0	-30	-31	-31	-29	-32	-33	-34	-34	-10	-36	-36	-37	-38	-39
Kontantstrøm oppdretter etter skatt	-263	0	90	92	93	88	97	99	101	103	29	107	109	112	114	116
Internrente etter skatt	27%															
Avkastningskrav		10%														
Nåverdi for skatt, NOKm		491														
Nåverdi etter skatt, NOKm (B)		368														
Fall i nåverdi		-25%														
Situasjon for nyetablert aktør: fremfører investeringskostnader til risikofri rente og benytter bunnfradrag fullt ut																
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kontantstrøm oppdretter før skatt	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Årets betalte grunnrenteskatt for oppdretter	0	0	0	0	0	-4	-15	-16	-16	-17	0	-18	-19	-20	-20	-21
Kontantstrøm etter grunnrenteskatt	-351	0	120	122	125	113	115	117	119	121	39	125	127	129	131	134
Internrente etter skatt	26%															
Avkastningskrav		10%														
Nåverdi for skatt		491														
Nåverdi etter skatt (A)		429														
Fall i nåverdi		-13%														
Støttende beregninger for grunnrenteskatt																
Årets skattegrunnlag for grunnrenteskatt, før fradrag	-351	0	120	122	125	117	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
Inngående beholdning FFU	0	351	365	260	148	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Årets opplyente FFU	351	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Årets rente på IB FFU	0	14	15	10	6	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fremforbart underskudd før bruk	351	365	380	270	154	31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Brukt FFU ved årsslutt	0	0	-120	-122	-125	-31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utgående beholdning FFU	351	365	260	148	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Årets skattegrunnlag etter fradrag for FFU	-351	0	0	0	0	86	130	132	135	137	39	143	146	149	152	155
(-) Bunnfradrag	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70
= Årets skattepliktige grunnrenteinntekt	0	0	0	0	0	16	60	62	65	67	0	73	76	79	82	85
Årets grunnrenteskatt	0	0	0	0	0	4	15	16	16	17	0	18	19	20	20	21

Figur 34 - Støttende beregninger bak kontantstrømmer og internrenter etter skatt for etablert aktør i skatteposisjon, og nyetablert aktør med fremføring av investeringskostnad og full kontantstrømeffekt av bunnfradrag i Figur 27 (investering i standard oppdrettslokalitet).

Litteraturliste

- Akvakulturdriftsforskriften. (2008). *Forskrift om drift av akvakulturanlegg (akvakulturdriftsforskriften)*. Hentet fra Lovdata:
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2008-06-17-822>
- Alsaker Fjordbruk. (2023, September 28). *Verdikjede*. Hentet fra Alsaker Fjordbruk:
<https://alsaker.no/om-produksjonen/verdikjede/>
- Aarbakke, M., Hagen, K. P., Handeland, Ø., Iversen, M., Liland, A. H., Njøs, K., . . . Wærness, E. (1989, Oktober 10). *NOU 1989: 14*. Oslo: Forvaltningstjenestene, Statens trykningskontor.
- Bjerkedal, N., Berg, K., Lindbäck, M. E., Lund, D., Nyborg, K., Syversen, J., . . . Wathne, M. (2000, Juni 20). *NOU 2000: 18*. Oslo: Statens forvaltningstjeneste Informasjonsforvaltning.
- Bjerksund, P., & Schjelderup, G. (2023, Januar 3). *Høringssvar fra Petter Bjerksund og Guttorm Schjelderup, professorer ved NHH*. Hentet fra Regjeringen:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929159/?uid=cce6a5a8-2994-437c-8597-92d0334172ff>
- Brækkan, E. H. (2023, April 5). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig?* Hentet fra Capia:
<https://capia.no/no/articles/blog-post-title-three-y6adg>
- Brown, E. (1948). Business income, taxation and investment incentives. *Income, Employment and public Policy: Essays in Honor of Alvin H. Hansen, ed L.A. Metzler*.
- Carnegie. (2022, Desember 12). *Resource rent taxation on aquaculture – Consultation response from Carnegie AS*. Hentet fra Carnegie:
https://www.carnegie.no/app/uploads/2022/12/Horingssvar-fra-Carnegie-AS_vF-2.pdf
- Cermaq. (2023). *Genetikk og stamfisk*. Hentet fra Cermaq:
<https://www.cermaq.no/v%C3%A5r-produksjon/verdikjeden/genetikk-og-stamfisk>

- Dalen, H. M., Greaker, M., & Hagem, C. (2023, Oktober 17). *Ressursrenten i naturressursnæringene i Norge 1984-2022*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- Drønen, O. A. (2019, Mars 27). *En klassifisering til besvær: - Hva mener du?* Hentet fra Kyst: <https://www.kyst.no/hav-line-mattilsynet-naerings-og-fiskeridepartementet/en-klassefisering-til-besvaer-hva-mener-du/401240>
- Egeness, F.-A. (2023, April 8). *Laks og valuta - slik er dynamikken*. Hentet fra IntraFish: <https://www.intrafish.no/kommentarer/laks-og-valuta-slik-er-dynamikken/2-1-1430158>
- Egeness, F.-A., & Dahl, H. A. (2022, Mars 29). *Nye produksjonsformer er nødvendig for å dekke en stadig økende etterspørsel etter oppdrettsfisk*. Hentet fra IntraFish: <https://www.intrafish.no/kommentarer/nye-produksjonsformer-er-nodvendig-for-a-dekke-en-stadig-okende-ettersporsel-etter-oppdrettsfisk/2-1-1188922>
- EY. (2021). *The Norwegian Aquaculture analysis*. Oslo: EY.
- Finansdepartementet. (2023, Juni 29). *Høring om prisråd for havbruk og inntektsfastsetting i grunnrenteskatt*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-om-prisrad-for-havbruk-og-inntektsfastsetting-i-grunnrenteskatt/id2987337/?expand=horingsnotater>
- Finansdepartementet. (2022, September 28). *Høring - Grunnrenteskatt på havbruk*. Oslo: Regjeringen.
- Finansdepartementet. (2022, April). *Prop. 88 LS (2021–2022)*. Oslo: Regjeringen.
- Finansdepartementet. (2023, Mars 28). *Prop. 78 LS*. Oslo: Regjeringen.
- Fiskeridirektoratet. (2022, November 17). *Auksjon av produksjonskapasitet*. Hentet fra Fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Auksjon-av-produksjonskapasitet>
- Fiskeridirektoratet. (2023a, November). *Akvakulturstatistikk: Matfiskproduksjon av laks, regnbueørret og ørret*. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret/Matfiskproduksjon>

-
- Fiskeridirektoratet. (2023b, 10 12). *Akvakulturstatistikk: totalt for hele næringen*. Hentet fra Fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Totalt-hele-naeringen>
- Fiskeridirektoratet. (2023c, Oktober 24). *Tildelingsprosessen*. Hentet fra Fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Fitch Ratings. (2023, Januar). *Fitch Affirms Norway at 'AAA'; Outlook Stable*. Hentet fra Fitch Ratings: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-norway-at-aaa-outlook-stable-20-01-2023>
- Folkvord, B., Misund, B., Osmundsen, P., & Tveterås, R. (2019, Mars 8). *Framtidens skatteregime for havbruk*. Stavanger: Universitetet i Stavanger.
- Grünfeld, L. A., Grønvik, O., & Wahl, E. S. (2023, August 24). *Spørreundersøkelse om oppdretters kostnader fra merdkanten til markedspris*. Oslo: Menon Economics.
- Holtmark, K., & Schreiner, R. (2023, November 2). *Skattlegging av grunnrente*. Hentet fra Samfunnsøkonomen: https://www.samfunnsokonomen.no/journal/2023/2/m-341/Skattlegging_av_grunnrente
- Jensen, B. A. (2022, Juli 5). *Rekord for bearbeiding av norsk laks*. Hentet fra Intrafish: <https://www.intrafish.no/marked/rekord-for-bearbeiding-av-norsk-laks/2-1-1252599>
- Johansen, U., Myhre, M. S., Young, E., & Richardsen, R. (2022, August 8). *Nasjonal betydning av sjømatnæringen*. Trondheim: SINTEF.
- Kinserdal, F. (2022, Oktober 12). *Forelesning 8: Avkastningskrav*. Hentet fra Kursside for faget Verdsettelse ved Norges Handelshøyskole.
- Kontali. (2022). *The Salmon Farming Industry in Norway 2022*. Kristiansund: Kontali.
- Laksefakta. (2023, September 27). *Har laksen det bra i oppdrettsanleggene?* Hentet fra Laksefakta: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/har-laksen-det-bra-i-oppdrettsanleggene/>

- Laksetildelingsforskriften. (2022, Oktober 10). *Forskrift om tillatelse til akvakultur for laks, ørret og regnbueørret (laksetildelingsforskriften)*(FOR-2022-11-07-1929). Hentet fra Lovdata: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2022-11-07-1929>
- Lerøy. (2023, September 29). *Hvordan produserer vi laks?* Hentet fra Lerøy Seafood Group: https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/hvordan-produserer-vi-laks/?fbclid=IwAR0naLxxhtQC9Xs2vQfKrZTOQlyqDm2MR2lwK7_8ZTl5VW1Nf_HCnZuxI9k
- Misund, B. (2022a). *Kostnadsutvikling i oppdrett av laks og ørret: Hva koster biologisk risiko*. Bergen: NORCE Helse og Samfunn.
- Misund, B. (2022b, Oktober 10). *Også professorer roter med grunnrentebegrepet*. Hentet fra Intrafish: <https://www.intrafish.no/kommentarer/ogsa-professorer-roter-med-grunnrentebegrepet/2-1-1331064>
- Misund, B. (2023). *Er det grunnrente i havbruk?* Stavanger: Universitetet i Stavanger (UiS).
- Misund, B., & Tveterås, R. (2023, Januar 4). *Høringssvar fra Bård Misund og Ragnar Tveterås, professorer, Universitetet i Stavanger*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929159/?uid=89a2eb60-59f3-4df3-8734-57b53f6af11f>
- Mowi ASA. (2022, Desember 5). *Høringssvar fra Mowi ASA*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929159/?uid=edea837c-f167-4a05-a6db-2fa6fce4d510>
- Mowi. (2023). *Salmon Farming Industry Handbook 2023*. Oslo: Mowi. Hentet fra Mowi Salmon Farming Industry Handbook: <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/06/2023-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2023.pdf>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2021). *Et hav av muligheter - regjeringens havbruksstrategi*. Oslo: Nærings- og fiskeridepartementet.
- Nofima. (2017, Desember). *Kostnadsutvikling i lakseoppdrett med fokus på fôr og lusekostnader*. Hentet fra Nofima: <https://nofima.brage.unit.no/nofima->

xmlui/bitstream/handle/11250/2481501/Rapport%2b24-2017.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- Nordic Credit Rating. (2023, November). *Issuer ratings*. Hentet fra https://nordiccreditrating.com/ratings-research/issuers?language_content_entity=en
- Norges Sjømatråd. (2021, Mai 25). *Norsk laks - verdens mest populære fisk*. Hentet fra Norges Sjømatråd: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks--verdens-mest-populare-fisk/>
- Norges Sjømatråd. (2023a, September 27). *Hvor frisk er oppdrettslaksen*. Hentet fra Laksefakta: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvor-frisk-er-oppdrettslaksen/>
- Norges Sjømatråd. (2023b, Januar 4). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*. Hentet fra Norges Sjømatråd: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/>
- Ogre, M. (2022, September 29). *Oppsummering: Dette har skjedd i laksebransjen i dag*. Hentet fra E24: <https://e24.no/boers-og-finans/i/eJP10l/oppsummering-dette-har-skjedd-i-laksebransjen-i-dag>
- Okstad, G. (2018, April 13). *Salmar vil bygge en havmerd som er dobbelt så stor som den første*. Hentet fra Adressa: <https://www.adressa.no/okonomi/i/A3yaJx/salmar-vil-bygge-en-havmerd-som-er-dobbelt-sa-stor-som-gigantmerden>
- Osmundsen, P., Emhjellen, M., Johnsen, T., Kemp, A., & Riis, C. (2015). Petroleum Taxation Contingent on Counter-factual Investment Behaviour. *The Energy Journal*, ss. 195-213.
- Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial Statement Analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>
- Rødseth, A., Berg, M., Borgenvik, H., Eidissen, S., Hovde, B., Hovland, J., . . . Øvestad, J. (1992, November 15). *NOU 1992: 34*. Oslo: Statens forvaltningstjeneste, Seksjon statens trykning.

- Rønning, J. (2021, Oktober 1). *Statens vederlag for lakseoppdrettskonsesjoner 1973-2020*. Hentet fra Idunn: <https://www.idunn.no/doi/abs/10.18261/issn.1504-2871-2021-03-09>
- Regjeringen. (2022, Oktober 6). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>
- Regjeringen. (2023a, November 11). *Oppnevning av prisråd for havbruk*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/oppnevning-av-prisrad-for-havbruk/id3015871/>
- Regjeringen. (2023b, Juni 29). *Prisråd for havbruk vil gi klare fordeler både for selskapene og for skattemyndighetene*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/prisrad-for-havbruk-vil-gi-klare-fordeler-bade-for-selskapene-og-for-skattemyndighetene/id2987323/>
- Sandmo, A. (1989). *Om nøytralitet i bedrifts- og kapitalbeskatningen*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Sjømat Norge. (2023, Januar 2). *Høringssvar fra Sjømat Norge*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929159/?uid=b9cf981f-4106-4f3d-b04f-254c53a39706>
- Skatteetaten. (2023, Januar 3). *Høringssvar fra Skattedirektoratet*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929159/?uid=f15adb39-f4ef-44aa-a17a-ba06d8f8c01b>
- Språkrådet. (2022, November 23). *Ordene grunnrente og grunnrenteskatt*. Hentet fra Språkrådet: <https://www.sprakradet.no/svardatabase/sporsmal-og-svar/ordene-grunnrente-og-grunnrenteskatt/>
- Statistisk sentralbyrå. (2017, Februar 13). *Frå attåt næring til milliardindustri*. Hentet fra SSB: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri>

-
- Statistisk Sentralbyrå. (2020, Mai 18). *Oppdrettslaks til heile verda*. Hentet fra SSB:
<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/oppdrettslaks-til-heile-verda>
- Thonhaugen, M. (2016, Januar 17). *Disse prosjektene kan revolusjonere oppdrettsnæringa*. Hentet fra NRK: <https://www.nrk.no/nordland/xl/disse-prosjektene-kan-revolusjonere-oppdrettsnaeringa-1.12753301>
- Torvik, R., Armstrong, C. W., Banoun, B., Folkvord, B., Kvaløy, O., Møen, J., . . . Zimmer, F. (2022, Desember 19). *NOU 2022: 20*. Oslo: Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon, Teknisk redaksjon.
- Ulltveit-Moe, K., Andvord, G. B., Armstrong, C. W., Christiansen, V., Fossli, G., Haugen, O., . . . Nøstbakken, L. (2019, November 4). *NOU 2019: 18*. Oslo: Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon, Teknisk redaksjon.
- Vedeler, H. V. (2017). *Viral Diseases in Salmonid Aquaculture: Quantifying economic losses associated with three viral diseases affecting Norwegian salmonid aquaculture*. Bergen: NHH Master's Thesis.
- Ytrestøyl, T., Jenssen, I., Emilsen Wetterald, V., Striberny, A., Aalvestad, R., Dam, R., . . . Nilsen, T. O. (2023, Mai 12). *Kunnskapskartlegging - produksjon av stor laksesmolt*. Oslo: Nofima.