



Skatteplanlegging i norske selskap eid av utenlandske private equity-fond

En analyse av det private equity-eide konsernet Scandza

Lise Aspen Fosså og Helene Skjelstad

Veileder: Guttorm Schjelderup

Masterutredning i 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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne utredningen analyserer i hvilken grad norske selskap eid av utenlandske private equity-fond kan redusere sin skattebelastning ved skatteplanlegging. For å belyse temaet er det gjennomgått teori tilknyttet metoder for skatteplanlegging, samt forhold tilknyttet private-equity. Teorien danner grunnlaget for analysen av det private equity-oppkjøpte konsernet Scandza.

Ved å analysere Scandza finner vi at konsernet har en komplisert eier- og kapitalstruktur. Strukturen skyldes i liten grad at overskudd flyttes til lavskatteland. Derimot tyder det på at konsernets skattetilpasninger i stor grad er effektivisert ved benyttelse av konsernbidrag og en høy ekstern gjeldsandel. På denne måten reduseres konsernets totale skattebyrde. Videre er det funnet at konsernets eierforhold i skatteparadisene Nederland og Luxembourg antakelig dreier seg om å redusere investorenes skattebelastning ved exit av private equity-investeringen. Konsernets eierfond er plassert i skatteparadiset Jersey. Plasseringen i Jersey er ikke av skattemessige hensyn, men antakeligvis for å sikre stabilitet, hemmelighold, og for å oppnå mulige kostnadssynergier. Scandza-konsernet har mange lag med holdingselskaper innad i Norge. Strukturen kan til en viss grad forklares ved at ulike typer gjeld tatt opp i forbindelse med oppkjøpet er delt lagvis inn i ulike holdingselskaper for å sikre långivers senioritet.

Analysen av Scandza viser at konsernets benyttelse av deltakerligning og holdingstruktur i stor grad baserer seg på nødvendige tilpasninger i private equity-bransjen, og i liten grad av at konsernet ønsker å unndra skatt. På bakgrunn av dette funnet kan vi konkludere med at en nyansert debatt rundt lignende selskapers mulighet og ønske om skatteomgåelse er nødvendig. Denne utredningen er et bidrag i denne retningen.

Forord

Denne utredningen er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole med utgangspunkt i vår hovedprofil finansiell økonomi. Arbeidets omfang strekker seg over ett semester, og ble gjennomført høsten 2017. Utredningen er skrevet med stipend fra Senter for Skatteforskning ved NHH i samarbeid Skatteetaten.

Tidligere kurs ved NHH, som *personlig økonomi* og *Taxes and Business Strategy*, har vært en viktig motivasjonskilde for valg av tema. Kursene har fanget vår interesse for temaet, og har gitt oss en grunnleggende forståelse av multinasjonale selskapers mulighet til skatteplanlegging. Videre er skatteplanlegging dagsaktuelt, spesielt sett i sammenheng med private equity-bransjen, som er under oppseiling i Norge. Det private equity-eide konsernet Scandza har vært mye omtalt i media gjennom høsten 2017, noe som har gjort det til et interessant konsern å analysere.

Vi ønsker å takke Tax Justice Network Norge ved Peter Ringstad og Gregar Berg-Rolness, samt Morten Sandli og Anders Storeng fra Advokatfirmaet Schjødt for deres innspill og ulike innfallsvinkler. Videre ønsker vi å takke Carsten Bienz og andre professorer ved NHH for deres faglige innspill. Til slutt vil vi også takke vår veileder, Guttorm Schjelderup for inspirasjon til valg av tema, samt konstruktive og raske tilbakemeldinger.

Bergen, 20. desember 2017

Lise Aspen Fosså

Helene Skjelstad

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	5
2. Introduksjon til skatt.....	7
2.1 Konsernbeskatning	8
2.1.1 Konsernbidrag.....	8
3. Overskuddsflytting.....	10
3.1 Kapitalstruktur	10
3.1.1 Kapitalstruktur i perfekte markeder: Miller og Modigliani	11
3.1.2 Kapitalstruktur i imperfekte markeder: «Trade-off»-teorien.....	12
3.1.3 Skatteeffektiv kapitalstruktur i multinasjonale selskap	14
3.1.4 Den norske rentebegrensingsregelen	16
3.2 Internprising.....	18
3.2.1 Royalties.....	22
3.3 Gjennomstrømmingsselskaper og treaty shopping	22
4. Skatteparadis	25
4.1 Kjennetegn ved skatteparadis.....	25
5. Private equity	28
5.1 Introduksjon til private equity	28
5.2 Nasjonal og internasjonal struktur i private equity.....	29
5.2.1 Kommandittselskap.....	30
5.2.2 Indre selskap	31
5.2.3 Limited partnership	31
5.3 Kapitalstruktur i lånefinansiert oppkjøp.....	32
5.3.1 Seniorlån	32
5.3.2 Ansvarlige lån.....	33
5.3.3 Egenkapital	33
5.3.4 Strukturell subordinering.....	34
5.4 Exit-strategier	35
5.4.1 Trade sale: Salg til en annen investor	35
5.4.2 Secondary buyout: Salg til en annen PE-aktør	36
5.4.3 IPO: Børsnotering.....	36
6. Konsernet Scandza	37
6.1 Presentasjon av konsernet Scandza.....	38
6.2 Eierstruktur - nasjonalt og internasjonalt.....	40
7. Analyse overskuddsflytting.....	42
7.1 Resultatregnskapet	42
7.1.1 Betalbar skatt i Scandza-konsernet	42
7.1.2 Interne transaksjoner	45

7.1.3 Delkonklusjon resultatregnskapet.....	46
7.2 Balanseregnskapet.....	46
7.2.1 Eiendeler.....	47
7.2.1.1 Immaterielle eiendeler.....	47
7.2.2 Gjeld.....	49
7.2.2.1 Tre mekanismer for skatteeffektiv kapitalstruktur.....	51
7.2.3 Delkonklusjon balanseregnskapet.....	53
7.3 Kapittelkonklusjon.....	53
8. Analyse private equity.....	54
8.1 CapVests eierforhold.....	55
8.1.1 Delkonklusjon CapVests eierforhold.....	59
8.2 Holdingselskaper i Norge.....	60
8.2.1 Kapitalstruktur.....	60
8.2.2 Delkonklusjon holdingselskaper i Norge.....	64
8.3 Bruk av skatteparadis.....	65
8.3.1 Nederland og Luxembourg.....	65
8.3.1.1 Skatteparadiset Nederland.....	66
8.3.1.2 Skatteparadiset Luxembourg.....	66
8.3.1.3 Skatteavtale Norge-Nederland.....	67
8.3.1.4 Skatteavtale Nederland-Luxembourg.....	68
8.3.1.5 Mulige årsaker til at Nederland er valgt som gjennomstrømmingsland.....	70
8.3.2 Jersey.....	72
8.3.2.1 Skatteparadiset Jersey.....	73
8.3.2.2. Sammenligning av fondsjuridiksjon.....	74
8.3.3 Delkonklusjon skatteparadis.....	76
8.4 Kapittelkonklusjon.....	77
9. Overordnet konklusjon.....	79
10. Litteraturliste.....	81
Vedlegg 1: Utledning: Skatteeffektiv kapitalstruktur.....	91
Vedlegg 2: Organisasjonskart for Scandza-konsernet.....	97

1. Innledning

De siste årene har det vært fokus på skatteplanlegging og bruk av skatteparadis. Dokumentlekkasjer som Luxleaks i 2014, Panama Papers i 2015 og Paradise Papers i november 2017 har gitt økt oppmerksomhet rundt skatteplanlegging, overskuddsflytting og skatteparadis. Skatteplanlegging i multinasjonale selskap er dermed et relevant, men også utfordrende tema. Samtidig er også private equity-fond under oppseiling. Så langt i 2017 har det blitt gjennomført 154 private equity-oppkjøp i Norden. Oppkjøpene har en verdi på 200 milliarder kroner, og aktiviteten har aldri vært så høy siden toppen i 2007 (Bjerknes, 2017).

I denne utredningen er Scandza AS valgt som case-studie. Scandza AS eier blant annet selskapene Synnøve Finden, Sørlandschips, Finsbråten og Leiv Vidar. Felles for de fleste selskapene Scandza AS eier er at de markedsføres som små, skandinaviske utfordrere i dagligvarebransjen. Scandza AS er eid av det britiske private equity-fondet CapVest, og gjennom dette fondet har konsernet eierforhold i skatteparadisene Jersey, Nederland og Luxembourg. Scandza AS og dets kompliserte eier- og kapitalstruktur har vært omtalt i media gjennom høsten 2017. På grunn av den kompliserte strukturen, har konsernet blitt anklaget for aggressiv skatteplanlegging av blant annet representanter for Tax Justice Network Norge (Berg-Rolness & Olsen, 2017a-b; Olsen, 2017). Videre er det blitt fremhevet av Tax Justice Network Norge som problematisk at informasjon om eierskapet er for lite tilgjengelig, og det stilles spørsmål om hvorvidt forbrukerne har krav på denne typen informasjon (Jacobsen & Ringstad, 2017). På den andre siden av debatten står Schjødt-advokatene Sandli og Storeng (2017a-b) som mener at en slik struktur ikke nødvendigvis er problematisk og at private equity-fond virker konkurranseskjerpene.

Den pågående debatten rundt Scandza-konsernet har dannet grunnlaget for denne utredningen. Det er forsøkt avdekket hvorvidt Scandzas struktur skyldes aggressiv skatteplanlegging og overskuddsflytting eller private equity-forhold.

Den første delen av utredningen gjennomgår teori knyttet til overskuddsflytting og private equity. Denne delen skal gi leseren en grunnleggende teoretisk forståelse for overskuddsflytting og private equity-forhold, og danner et grunnlag for den andre delen av utredningen. Kapittel 2 introduserer leseren for skatt og konsernbeskatning. Kapittel 3 forklarer hvordan multinasjonale selskap kan benytte overskuddsflytting for å redusere sin

totale skattebyrde. I kapittel 4 gis et innblikk i skatteparadis og hvorfor multinasjonale selskap har insentiver til å plassere selskap i slike jurisdiksjoner. Private equity introduseres i kapittel 5. Kapitlet belyser typiske strukturer i private equity, samt typiske strategier ved investeringstidens slutt.

I utredningens andre del analyseres Scandza-konsernet. Kapittel 6 gir en kort introduksjon til Scandza-konsernet og dets driftsselskaper. I kapittel 7 analyseres konsernets poster i resultat- og balanseregnskapet med mål om å avdekke forhold som tyder på overskuddsflytting. Deretter analyseres Scandza-konsernet i lys av dets eierforhold i det britiske private equity-fondet CapVest i kapittel 8. Formålet er å avdekke hvorvidt konsernets kompliserte eier- og kapitalstruktur er et resultat av dette eierforholdet.

Analysen er valgt begrenset til norske driftsselskaper. Årsaken til dette er at utforming av regnskap varierer fra land til land. Majoriteten av konsernets drift skjer i Norge, og det er dermed antatt at utelatelsen ikke har store konsekvenser for analysen. Eierforholdene i selskap utenfor Norge er likevel tatt med i analysen. Videre har eierstrukturen endret seg i løpet av arbeidet med utredningen høsten 2017. Det er derfor valgt å ta utgangspunkt i strukturen slik den var i september 2017, og det antas at strukturen var gjeldende ved slutten av regnskapsåret 2016, som har vært analysens hovedfokus.

DEL 1: TEORI

2. Introduksjon til skatt

Skatt kan defineres som en betaling til myndighetene som ikke er knyttet til en konkret motytelse. Hovedformålet med skatten er å finansiere offentlig forbruk og investeringer. Dette innebærer å finansiere fellesgoder, sikre sosial mobilitet, effektiv utnyttelse av ressurser, samt gi bedre vilkår for det norske næringslivet (Finanskomiteen, 2016, s. 5). Et viktig prinsipp for det norske skattesystemet er nøytralitetsprinsippet. Prinsippet innebærer at ulike virksomheter, finansieringer og investeringer skal behandles likt i utformingen av skatter.

En følge av økt globalisering, økt handel og tettere integrerte markeder er økt internasjonal kapitalmobilitet, både i form av reell og finansiell kapital. Den økte internasjonale kapitalmobiliteten fører til flere utfordringer i utformingen av et robust skattesystem. En av disse utfordringene er at gjeld og egenkapital behandles ulikt i skattleggingen. Rentekostnader for gjeld er fradragsberettiget, mens finansieringskostnader for egenkapital ikke er det. En annen viktig problemstilling er avveiningen mellom for høyt og for lavt nivå på selskapsskatten. For høy skattesats gir insentiver til å investere og flytte overskuddet til land med lavere skattesatser. Ved for lav skattesats vil ikke skatten i tilfredsstillende grad utføre dens hovedformål.

Multinasjonale selskaper har flere muligheter til å redusere skattebyrden enn det sammenlignbare nasjonale selskaper har. Økt mobilitet og økt digitalisering har gjort det enklere for multinasjonale selskaper å redusere skattebelastningen gjennom internasjonal tilpasning (Finanskomiteen, 2016, s. 5-7). En analyse av Egger, Eggert og Winner (2010) viser at multinasjonale selskaper i høyskatteland betaler 32% mindre skatt enn sammenlignbare nasjonale selskaper.

Et multinasjonalt selskap kan defineres som et selskap med virksomhet i to eller flere land. Multinasjonale selskaper organiseres typisk som mor- og datterselskaper, der morselskapet gjerne er lokalisert i et land, med drift gjennom datterselskaper i andre land (Lazarus, 2001).

Multinasjonale selskapers muligheter til internasjonal skattetilpasning kan deles i tre kategorier: «Tax compliance», «tax avoidance» og «tax evasion». Tax compliance innebærer

de nødvendige rutiner som et multinasjonalt konsern må forholde seg til for å kunne operere i flere land. Ved tax avoidance vil det multinasjonale konsernet tilpasse seg slik at den totale skattebyrden blir minimert. Tax evasion er ulovlig tilpasning og dreier seg i hovedsak om å skjule inntekter og formuer ved å opprette kunstige selskapsstrukturer eller gjennomføre kunstige transaksjoner. Grensen mellom lovlig og ulovlig skattetilpasning varierer fra land til land, som skaper store gråsoner som multinasjonale konsern kan utnytte. (Berg-Rolness, 2016, s.650-651).

2.1 Konsernbeskatning

Dette kapittelet er ment å gi leseren innblikk i konsernbeskatning. Et konsern består av et morselskap med bestemmende innflytelse over et eller flere datterselskaper (Aksjeloven, 1997, § 1-3).

Det er flere grunner til å knytte sammen aksjeselskap og allmennaksjeselskap med andre selskap til et konsern. Disse grunnene kan være av organisatorisk, regulatorisk, ansvarsmessig eller skattemessig art. Et konsern drives ofte samlet, og morselskapet har derfor plikt til å utarbeide et samlet konsernregnskap. Selv om konsernet drives samlet, er hvert enkelt datterselskap en egen enhet og et selvstendig skattesubjekt. Prinsippet om skattemessig nøytralitet er også viktig i skattleggingen av konsern. Skattemessig nøytralitet innebærer særregler for beskatning av selskaper i konsern for å sikre at beskatningen blir mest mulig lik tilfellet der all virksomhet finner sted i samme selskap. Den skattemessige nøytraliteten sikres i Norge ved å tillate bruk av konsernbidrag. I andre land benyttes blant annet konsernligning, konsernresultatligning og underskuddsflytting. Det anses ikke hensiktsmessig å drøfte andre lands løsninger, og det fokuseres derfor på konsernbidrag videre (Zimmer & BA-HR, 2014, s. 433-435).

2.1.1 Konsernbidrag

Norske konsern kan benytte seg av konsernbidrag for å samordne skattemessig overskudd og underskudd i selskap. I utgangspunktet kan det bare gis og mottas konsernbidrag i selskap innad i Norge. Konsernbidrag kan bestå av penger, finansaktiva, fysiske eller immaterielle objekter, der det vanligste er overføring av penger. Det er ikke et krav at bidraget overføres med en gang, men giver må påta seg en ubetinget fremtidig forpliktelse (KPMG, 2017a; Zimmer & BA-HR, 2014, s. 441).

Selskapet som gir konsernbidrag kan fradragsføre bidraget så lenge bidraget ikke overstiger selskapets resultat i den aktuelle perioden. Selskapet kan likevel yte et større bidrag enn det aktuelle resultatet, men selskapets resultat kan ikke settes lavere enn null (Zimmer & BA-HR, 2014, s. 448).

For at det givende selskapet skal oppnå fradragsrett må krav om eierskap oppfylles. Eierskapskravet oppfylles dersom morselskapet har direkte eierskap tilsvarende 90% eller mer i ett eller flere datterselskap, og har en tilsvarende stemmerett i generalforsamlingen (Zimmer & BA-HR, 2014, s. 444). Skattedirektoratet (2017, s. 69) legger i sin utgivelse, Skatte-ABC, til grunn at morselskapets indirekte reelle eierinteresse i det underliggende selskap må være på mer enn 50% for at reglene for konsernbidrag skal komme til anvendelse. Det er ikke et krav om at selskapene i det gjeldende konsernet må samarbeide eller drive reell virksomhet for å yte konsernbidrag. Det kan dermed avgis konsernbidrag fra et passivt holdingselskap til et datterselskap med reell virksomhet og omvendt (Zimmer & BA-HR, 2014, s. 444).

3. Overskuddsflytting

Multinasjonale selskap kan benytte seg av flere metoder for å redusere sin skattebyrde. Schindler definerer i forelesning (BUS458, 29.09.17) to overordnede måter å gjøre dette på.

Ved investeringsflytting flytter selskapet realinvesteringer til lavskatteland og genererer dermed overskuddet i lavskattelandet. Ved overskuddsflytting kan overskuddet genereres hvor som helst. Overskuddet omstruktureres til kostnader ved hjelp av interne transaksjoner og overføres på denne måten som inntekter i selskaper som befinner seg i lavskatteland. Interne transaksjoner innebærer salg av varer og tjenester mellom to nærstående selskaper.

Videre i dette kapitlet fokuseres det på overskuddsflytting, ettersom dette er mest relevant for analysen i utredningens andre del. Kapitlet gjennomgår de to mest vanlige måtene å flytte overskudd på, som er skattemotivert gjeldsflytting og internprising. Gjeldsflytting må sees i sammenheng med kapitalstruktur, og kapitalstruktur vil dermed beskrives før utredningen går videre til å omhandle gjeldsflytting. Siste del av kapittel 3 gjennomgår teori om gjennomstrømmingsselskap.

3.1 Kapitalstruktur

For en gjennomgående forståelse av hvordan selskaper benytter seg av gjeld for å redusere sin skattebyrde, vil dette kapitlet gi en beskrivelse av kapitalstruktur i perfekte og imperfekte markeder. Videre vil kapitlet beskrive hvordan et multinasjonalt selskap kan tilpasse sin kapitalstruktur for å redusere skattebyrden.

Kapitalstruktur omhandler i hvilken grad et selskap er finansiert med egenkapital i forhold til gjeld. Fra et skattemessig perspektiv vil et selskap alltid foretrekke gjeld fremfor egenkapital. Gjeld er den foretrukne kapitalen ettersom rentekostnader er fradragsberettiget, mens utbytte utbetales av overskudd etter skatt i de fleste jurisdiksjoner. Med andre ord er kostnader tilknyttet gjeld fradragsberettiget, mens kostnader tilknyttet egenkapital ikke er det. Incentivet til å bruke gjeld fremfor egenkapital blir større ved høyere skattenivå (Huizinga, Laeven & Nicodème, 2006). En situasjon der et selskap har høy andel gjeld i forhold til egenkapital kalles av OECD (2012) tynn kapitalisering.

Et selskaps optimale kapitalstruktur er avhengig av flere momenter. Et nasjonalt og et multinasjonalt selskap har ulike forutsetninger, og vil dermed ha ulik optimal kapitalstruktur. I de neste avsnittene vil teori tilknyttet optimal kapitalstruktur i ulike settinger gjennomgås.

3.1.1 Kapitalstruktur i perfekte markeder: Miller og Modigliani

En teori av Merton H. Miller og Franco Modigliani (MM) fra 1958 tar for seg kapitalstrukturen i et perfekt marked. MM definerte et perfekt marked som et marked uten blant annet skatt, transaksjonskostnader og konkurskostnader. I følge MMs teori er kapitalstrukturen i et perfekt marked irrelevant for markedetsverdien av selskapet. En annen måte å forklare irrelevansen er å si at et selskap med gjeld har lik markedsverdi som et selskap uten gjeld. Dette kan skrives som $V_L = V_U$, der V_L definerer et selskap med gjeld, mens V_U definerer et selskap uten gjeld. MMs teori var revolusjonerende da den ble publisert i *The American Economic Review* for snart 60 år siden. Teorien fokuserte på verdiskapende aktiviteter i stedet for kapitalstrukturen som viktig for markedetsverdien. Likevel ble teorien møtt med kritikk for å neglisjere at rentekostnader er fradragsberettiget. MM kom dermed med en ny utgave av teorien i 1963 som tok høyde for kritikken. Den nye teorien sa at markedetsverdien av et selskap finansiert med gjeld vil være lik markedetsverdien av et selskap finansiert med egenkapital i tillegg til verdien av skatteskjoldet. Skatteskjoldet er nåverdien av fremtidig reduksjon i skattemessig inntekt, som kan skrives som:

$$\frac{D * t * r_D}{r_D} = D * t$$

Der D er avdragsfri gjeld, r_D er konstant rentekostnad og t er skattesatsen. Markedsverdien i den nye teorien kan dermed skrives som:

$$V_L = V_U + D * t.$$

Den ovenstående formelen viser at verdien av et selskap med gjeld er lik verdien av et selskap uten gjeld pluss skatteskjoldet. Merverdien av et selskap med gjeld er altså skatteskjoldet som oppstår ved å ta opp gjeld. Skatteskjoldet reduserer den skattemessige inntekten, og dermed også skattebelastningen. Et selskap uten gjeld har ikke denne fordelene, og vil, alt annet likt, ha en lavere markedsverdi (Miller & Modigliani, 1958; 1963).

3.1.2 Kapitalstruktur i imperfekte markeder: «Trade-off»-teorien

I den virkelige verden eksisterer ikke perfekte markeder. En teori som tar hensyn til at markedet er imperfekt, og erkjenner kostnadene og ulempene tilknyttet gjeld er «trade-off»-teorien. Ifølge trade-off-teorien finner en den optimale kapitalstrukturen ved å veie fordelene og ulempene ved å øke gjelda. Fordelene ved økt gjeldsandel er i hovedsak skatteskjoldet. Videre vil økt gjeldsandel redusere den frie kontantstrømmen, som gir eierne større kontroll over selskapets leder. Ved større kontroll over lederen reduseres problemer med moralsk hasard mellom leder og eiere. Moralsk hasard dreier seg om en situasjon der lederen har mulighet til å ta mer risiko enn hva eierne er villige til å betale for (Pritchard, 2016).

Ulempen med for høy gjeldsandel er at selskapet kan få problemer med gjeldsoverheng. Gjeldsoverheng er en situasjon der selskapet sliter med å hente inn ny kapital for å finansiere nye prosjekter, ettersom inntektene fra prosjektene vil gå til eksisterende kreditorer og ikke til nye investorer (Myers, 1977; Philippon, 2009). I et slikt tilfelle kan en investeringsmulighet ha negativ nåverdi for investoren, selv om prosjektet har positiv nåverdi for selskapet. Selskapet vil derfor måtte avstå fra å starte opp nye prosjekter til tross for en positiv nåverdi (Berk & DeMarzo, 2013, s. 554). Videre vil økt gjeldsandel øke konkursrisikoen, som skaper høyere direkte og indirekte konkurskostnader. Direkte konkurskostnader knytter seg til blant annet advokat-, revisjons-, og konsulenttjenester. Indirekte kostnader kan innebære tapte inntekter fra kunder som går over til konkurrenten, samt kostnader knyttet til tap av leverandører, ansatte og fordringer. For å beregne konkurskostnaden må en ta hensyn til tre elementer: Sannsynligheten for konkurs, omfanget av kostnader ved konkurs og en passende diskonteringsrente for konkurskostnadene (Berk & DeMarzo, 2013, s.548-550).

Ifølge trade-off-teorien, er verdien av et belånt selskap lik verdien av et selskap fullt finansiert av egenkapital pluss nåverdien av skatteskjoldet minus nåverdien av konkurskostnader (Berk & DeMarzo, 2013, s. 563). Dette kan skrives som:

$$V_L = V_U + NV(\text{Skatteskjold}) - NV(\text{Konkurskostnader})$$

Den optimale kapitalstrukturen maksimerer markedsverdien og minimerer kapitalkostnaden. Schindler viser i forelesning (FIE441, 02.02.17) hvordan den optimale kapitalstrukturen utledes. Utledningen blir gjennomgått i de følgende avsnittene.

Kapitalkostnaden kan skrives som:

$$r_t = b_t i_t (1 - t_c) + (1 - b_t) p_t + C(b_t)$$

Hvor $b_t i_t (1 - t_c)$ definerer den totale gjeldskostnaden etter skatt, $(1 - b_t) p_t$ definerer den totale egenkapitalkostnaden og $C(b_t)$ er en kostnadsfunksjon av gjeld, som balanserer fordeler og ulemper ved gjeld.

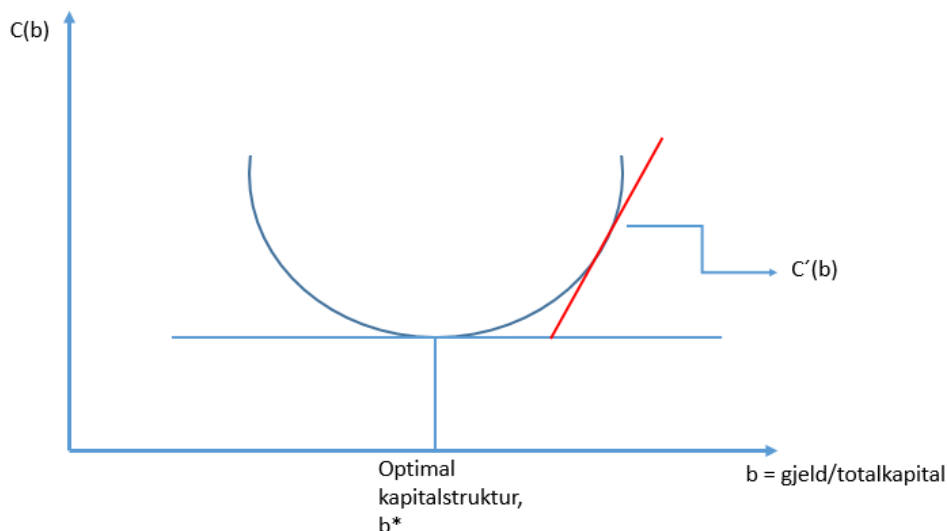
Den optimale kapitalstrukturen fås ved å minimere kapitalkostnadene, r_t , med hensyn på gjeldsandelen, b_t .

$$\min_{b_t} r_t = b_t i_t (1 - t_c) + (1 - b_t) p_t + C(b_t)$$

Trade-off mellom fordelene og ulempene ved økt gjeld er uttrykt ved $C(b_t)$.

$$C'(b_t) = i_t t_c \rightarrow b_t^{opt} = C'^{-1}(i_t t_c)$$

En ser av ligningen over at økt skatteskjold vil øke andelen gjeld, mens økte marginale konkurskostnader vil redusere gjeldsandelen. Antakelsen er at ved lavere gjeldsandel vil fordelene dominere ulempene. Dette ser en av den fallende delen av kurven $C'(b)$ i figur 3.1 under. Etter et visst punkt vil konkurskostnadene dominere. Dette vises ved den økende delen av kurven. Den optimale kapitalstrukturen som balanserer marginale fordeler og marginale ulemper ved gjeld, er uttrykt ved b^* .



Figur 3.1 Optimal kapitalstruktur

3.1.3 Skatteeffektiv kapitalstruktur i multinasjonale selskap

Multinasjonale selskap har flere incentiver til å benytte gjeld enn nasjonale selskap. I tillegg til å utnytte skatteskjoldet på samme måte som nasjonale selskap, kan multinasjonale selskap utnytte forskjeller i skattesatser i ulike jurisdiksjoner. Store multinasjonale konsern kan i større grad finansieres med gjeld dersom morselskapet kan garantere for gjelda. Videre kan multinasjonale selskap også benytte seg av intern gjeldsflytting som et ledd i skatteplanleggingen.

I dette underkapittelet illustreres det hvordan et multinasjonalt selskap vil posisjonere sin kapitalstruktur for å minimere den totale skattebelastningen. Illustrasjonen er en gjengivelse av en modell av Møen, Schindler, Schjelderup og Tropina (2011). Det er ikke ansett som hensiktsmessig å gjennomgå den matematiske utledningen i dette kapittelet. For matematisk utledning henvises leseren til vedlegg 1.

Modellen tar hensyn til både intern og ekstern gjeld, og viser at ved en optimal tilpasning vil det multinasjonale selskapet ta hensyn til tre mekanismer: (1) Det eksterne skatteskjoldet, (2) ekstern gjeldsflytting og (3) intern gjeldsflytting. Ifølge Møen et al. (2011) kan multinasjonale selskap dra nytte av alle tre mekanismene for å redusere sin totale skattebyrde.

Det eksterne skatteskjoldet

På samme måte som nasjonale selskap kan multinasjonale selskap benytte seg av et eksternt skatteskjold for å redusere sin skattebyrde, som beskrevet i kapittel 3.1.2 om trade-off-teorien. Det eksterne skatteskjoldet baserer seg på en antakelse om at selskapet må balansere fordeler og ulemper ved ekstern gjeld. Fordelene og ulempene ved ekstern gjeld er lik for nasjonale og multinasjonale selskap. En høyere skattesats i et gitt land gir et desto høyere eksternt skatteskjold. Skatteskjoldet kan vises som $t_c * r_D$, hvor t_c er skattesatsen og r_D er rentekostnaden. Den totale skattebesparelsen er rentekostnadene som trekkes fra skattemessig inntekt multiplisert med skattesatsen.

Ekstern gjeldsflytting

Ekstern gjeldsflytting er en mekanisme multinasjonale selskap kan benytte seg av for å redusere sin skattebyrde. Mekanismen krever at selskapet har filialer i flere land med ulik skattesats.

Ekstern gjeldsflytting kan vises som:

$$\sum_{j \neq i} \rho_j (t_i - t_j)$$

Hvor ρ_j definerer andelen realkapital i et datterselskap j relativt til total realkapital i et konsern. $(t_i - t_j)$ beskriver differansen i skattesats mellom landet datterselskapet j befinner seg i og andre land det multinasjonale selskapet har datterselskaper i. Intuisjonen er at det multinasjonale selskapet vil optimalisere sitt eksterne skatteskjold ved å allokere ekstern gjeld til filialene med størst differanse i skattesatsene fordi dette vil gi den høyeste skattebesparelsen. Dersom skattesatsen i et land øker, vil ekstern gjeld flyttes til denne filialen fra andre filialer. Konkurskostnaden som morselskapet står ansvarlig for vil dermed være uendret, ettersom den totale gjeldsandelen er uendret. Antakelsen baserer seg på at morselskapet står ansvarlig for konkurskostnadene. Det vil ikke være optimalt å flytte ekstern gjeld dersom morselskapet ikke er villig til å kausjonere ut datterselskapene.

Intern gjeldsflytting

Den tredje mekanismen et multinasjonalt selskap kan benytte seg av for å redusere sin skattebyrde er intern gjeldsflytting. Intern gjeldsflytting dreier seg om å låne internt mellom filialer i et multinasjonalt selskap. Det multinasjonale selskapet kan benytte seg av intern gjeldsflytting ved å trekke interne rentekostnader fra skattemessig inntekt i høyskatteland og samtidig inntektsføre de samme rentene i lavskatteland. Tiltaket er skattebesparende når skattefradraget i høyskattelandet er høyere enn den økte skatteplikten i lavskattelandet. For å maksimere det interne skatteskjoldet vil det multinasjonale selskapet bruke en filial i det landet med lavest skattesats som en intern bank. Den maksimale skatteforskjellen ($t_i - t_1$) gir det høyeste interne skatteskjoldet, der t_1 er skattesatsen til den interne banken. Dette tilsier at hvilken som helst filial kan fungere som intern bank

3.1.4 Den norske rentebegrensingsregelen

Intern gjeldsflytting kan i prinsippet generere arbitrasjeprofit og dermed fungere som en pengemaskin for multinasjonale selskaper (Ruf & Schindler, 2015). Imidlertid vil gjeldsflyttingen føre til et provenytap for høyskattelandene. Videre vil gjeldsflyttingen føre til konkurransevridning, ettersom multinasjonale selskaper vil oppnå betydelig mindre skattebelastning enn sammenlignbare nasjonale selskaper (Berg-Rolness, 2016, s. 459). De fleste land har derfor regler for å motvirke tynn kapitalisering og begrense fradragsretten for rentekostnader. I de følgende avsnittene vil den norske regelen for begrensning av fradragsrett, kalt rentebegrensingsregelen, gjennomgås.

Dagens rentebegrensingsregel

Dagens norske rentebegrensingsregel sier at fradraget for interne rentekostnader skal avskjæres når netto interne rentekostnader overstiger 25% av selskapets skattemessige EBITDA, dersom netto rentekostnader er over 5 millioner kroner. Netto rentekostnader er rentekostnader minus renteinntekter. EBITDA betyr skattemessig resultat før renter, avskrivninger og nedskrivninger. Mottatt og avgitt konsernbidrag skal inngå i EBITDA. Eksterne renter vil være gjeldende i rentebegrensingsregelen i enkelte tilfeller. Slike tilfeller kan være «back-to-back»-lån, som er interne lån gitt indirekte via en ekstern tredjepart. Et annet tilfelle der eksterne renter er gjeldende, er når en intern part stiller som garantist for et eksternt lån. I begge tilfellene skal de eksterne lånene behandles som interne lån, og rentene inngår dermed i rentebegrensingsregelen. (NOU: 2014:13; Berg-Rolness, 2016, s.467-476)

Multinasjonale selskaper har noen muligheter til å omgå reglene. Det er i hovedsak to måter å gjøre dette på. Rentebegrensningsregelen sier at netto interne rentekostnader ikke skal overstige 25% av EBITDA for å unngå avskjæring. Regelen kan omgås ved å øke EBITDA, og på denne måten øke fradragssammenheng. Ved å avgi konsernbidrag til selskapet med høyest rentekostnader vil selskapet øke sin fradragssammenheng (Zimmer & BA-HR, 2014, s.477). Det er imidlertid flere vilkår ved regler for konsernbidrag som begrenser omgåelsesmulighetene. Blant annet kan det i utgangspunktet bare gis og mottas konsernbidrag i selskap innad i Norge. Reglene for konsernbidrag er nærmere gjennomgått i kapittel 2.1.1.

En annen måte å omgå rentebegrensningsregelen på, er ved å omgjøre interne rentekostnader til eksterne. Et lån som regnes for internt fordi nærstående har stilt som garantist, kan omgjøres til eksternt ved å reforhandle med kreditor. Dersom kreditor godtar debitorskifte uten å kreve sikkerhet, vil lånet kunne regnes som eksternt, og en omgår dermed rentebegrensningsregelen. Videre kan multinasjonale selskap velge å finansiere filialene i høyskatteland med mye eksternt gjeld samtidig som filialene i lavskatteland finansieres med tilsvarende lite eksternt gjeld. Dette medfører at den totale gjeldsandelen på konsernnivå ikke påvirkes, samtidig som det genereres store fradrag i høyskattelandene (Finansdepartementet, 2017).

Høring angående ny rentebegrensningsregel

Under arbeidet med denne utredningen høsten 2017 behandles en høring angående endring av rentebegrensningsregelen. Forslaget er å utvide regelen til å omfatte eksterne renter for skattytere som inngår i et konsern. Både interne og eksterne rentekostnader skal avskjæres dersom netto rentekostnader overstiger 25% av EBITDA. For å unngå å ramme rentekostnader på ordinære låneforhold, foreslås det å innføre en unntaksregel. Unntaksregelen innebærer at dersom den regnskapsmessige egenkapitalandelen i et selskap er lik eller større enn egenkapitalandelen i det konsoliderte konsernregnskapet, vil ikke selskapet bli omfattet av rentebegrensningsregelen (Finansdepartementet, 2017).

Flere institusjoner har gitt sin uttalelse til høringen. Deloitte Advokatfirma AS (2017) sier blant annet at departementets forslag vil være effektivt mot å unngå overskuddsflytting og skatteplanlegging. Videre mener Deloitte at unntaksreglene ikke vil være tilstrekkelig for å unngå å ramme forretningsmessige låneforhold, med det resultat at kapitalprisen i Norge vil

øke, og interessen for å investere i kapitalintensive prosjekter vil reduseres. KPMG Law Advokatfirma AS (2017) frykter også at forslaget vil ramme ordinære låneforhold.

Møen, Schindler og Schjelderup (2017) har på vegne av Norwegian Center for Taxation uttalt at ettersom forslaget bare gjelder konsern, kan det virke diskriminerende for multinasjonale selskap. De foreslår derfor å benytte den tyske modellen og gjøre reglene gjeldende for alle selskap med aktivitet i Norge som ikke kan bevise at de ikke er med i et konsern.

Berg-Rolness, rådgiver for Tax Justice Network Norge, sier i en artikkel i Dagens Næringsliv at unntaksregelen kan gi et smutthull for selskap eid av utenlandske oppkjøpsfond (Schultz & Trumpy, 2017). Rolness påpeker at oppkjøpsfond vil kunne tilpasse konsernstrukturen på en måte som gjør at morselskapet får lavere egenkapitalandel enn det det norske selskapet. Når fondet finansierer kjøpet med maksimal gjeld gjennom morselskapet, gir det mulighet for å etablere det oppkjøpte selskapet med tilsvarende økt gjeld. Dette vil gi et tilnærmet likt gjeldsnivå i det norske selskapet og det utenlandske morselskapet, og fondet vil dermed kunne benytte seg av unntaksregelen. Dersom morselskapet er lokalisert i et skatteparadis vil det i tillegg være vanskelig for skattemyndighetene å kontrollere gjeldsandelen. Ved bruk av unntaksregelen vil selskapet få fullt fradrag for både interne og eksterne rentekostnader (Schultz & Trumpy, 2017).

Regelendringen ble tatt opp i forbindelse med statsbudsjettet for 2018, men ettersom det er behov for mer tid til å vurdere synspunktene som kom frem under høringsrunden er vedtaket utsatt til 2019 (Finansdepartementet, 2017).

3.2 Internprising

Dette underkapittelet tar for seg internprising, som er en metode multinasjonale selskap kan benytte som et ledd i overskuddsflytting.

Interne transaksjoner innad i et multinasjonalt selskap må foregå på samme måte som en transaksjon mellom enkeltstående selskaper. Det innebærer at transaksjonene må bygge på markedsmessige vilkår. Markedsmessige vilkår betyr blant annet at transaksjonene må følge armlengdeprinsippet (Zimmer & BA-HR, 2014, s. 433-434).

Armlengdeprinsippet innebærer at prising av varer, tjenester, immaterielle og finansielle eiendeler skal prises med en «armlengdes avstand» mellom selskap i samme konsern. Armlengdes avstand betyr at prisingen skal være i samsvar med hva to uavhengige parter ville avtalt i en sammenlignbar situasjon (KPMG, 2017b). Det er i mange tilfeller vanskelig å fastsette en uavhengig pris, spesielt i tilfeller uten sammenlignbare eksterne markeder. Et eksternt marked tilsier i denne sammenheng markedet for produkter og tjenester mellom uavhengige selskap (Schjelderup, 2013).

Et multinasjonalt selskap med datterselskap i høy- og lavskatteland har mulighet til å utnytte tilfeller med manglende eksterne markeder for å redusere sin totale skattebyrde. Det multinasjonale selskapet kan prise en intern transaksjon slik at inntekten flyttes fra et datterselskap i et høyskatteland til et datterselskap i et lavskatteland. På denne måten omstruktureres økte kostnader i høyskattelandet til økte inntekter i lavskattelandet (Schjelderup, 2013).

Omstruktureringen kan illustreres med en modell av Schjelderup (2016). Et multinasjonalt selskap har aktivitet i to ulike land. Illustrasjonen tar utgangspunkt i at de to landene benytter «separate accounting», som er et system for skattlegging av multinasjonale selskap. Ved separate accounting beregner hvert enkelt land et selskaps inntekt ved bruk av armlengdeprinsippet på interne transaksjoner (Gresik, 2010). Selskapet skattlegges dermed ut fra hvilken inntekt som rapporteres inn til skattemyndighetene. Modellen tar først utgangspunkt i at myndighetene ikke har mulighet til å kontrollere den interne prisingen, og det multinasjonale selskapet kan derfor fritt prise den interne transaksjonen.

Det multinasjonale selskapets globale inntekt etter skatt betegnes som π :

$$\pi = (1 - t_1)\pi_1 + (1 - t_2)\pi_2$$

Hvor $(1 - t_1)\pi_1$ betegnes som inntekt etter skatt i land 1 og $(1 - t_2)\pi_2$ er inntekt etter skatt i land 2. En ser av den globale inntektsfunksjonen at dersom skattesatsen er høyere i land 2 enn land 1, $t_1 < t_2$, vil det multinasjonale selskapet ønske å flytte inntekten til land 1. Inntekten flyttes til land 1 ved å omstrukturere kostnader i land 2 til inntekter i land 1. Økte inntekter i land 1, samt økte kostnader i land 2 gir det multinasjonale selskapet en lavere total skattebelastning. Dersom skattesatsen i land 1 er høyere enn land 2, $t_1 > t_2$, vil det

multinasjonale selskapet flytte inntekten til land 2. Ved lik skattesats i land 1 og 2, $t_1 = t_2$, har ikke det multinasjonale selskapet insentiv til å flytte inntekten. (Schjelderup, 2016)

I mange tilfeller har myndighetene indirekte metoder for å kontrollere den interne prisingen. OECD (2010) har utviklet fem ulike metoder for å kontrollere at interne transaksjoner prises etter armlengdes avstand. Metodene er i mange tilfeller unøyaktige og dyre å gjennomføre for skattemyndighetene, noe som gir multinasjonale selskaper et visst handlingsrom ved prising av interne transaksjoner (Schjelderup, 2013).

Den følgende modellen tar utgangspunkt i at myndighetene har mulighet til å kontrollere den interne prisingen, og det multinasjonale selskapet kan dermed ikke fritt prisen den interne transaksjonen. Modellen består av et multinasjonalt selskap med to selskaper i to land. Målet er å maksimere det globale overskuddet. Selskap 1 produserer en vare Q . Q_1 enheter selges i land 1 til et uavhengig selskap og Q_2 enheter eksporteres til selskap 2 til prisen p . Dette gir følgende globale overskuddsfunksjon:

$$\pi = (1 - t_1)\pi_1 + (1 - t_2)\pi_2$$

$$\pi = (1 - t_1)[R_1(Q_1) - C(Q_1 + Q_2) + pQ_2] + (1 - t_2)[R_2(Q_2) - pQ_2]$$

Selskap 1 selger varen Q til selskap 2 og til et uavhengig selskap. Dette gir en total inntekt lik $R_1(Q_1)$. Prisen selskap 1 gir det uavhengige selskapet er observerbart for myndighetene. Etersom myndighetene har en observerbar pris gitt til et uavhengig selskap, kan «Comparable Uncontrolled Price Method» (CUPM) benyttes av myndighetene. CUPM er en av OECDs fem metoder for å kontrollere at interne transaksjoner prises i en armlengdes avstand. Ved bruk av CUPM sammenligner myndighetene prisen gitt til et uavhengig selskap med den interne prisen, og påser dermed at den interne prisen er i armlengdes avstand fra prisen gitt til det uavhengige selskapet (OECD, 2010). Prisen, p , som selskap 2 betaler kan derfor ikke avvike for mye fra prisen gitt til det uavhengige selskapet. For enkelhets skyld sies det derfor at $p = P_1(Q_1)$, som betyr at den interne prisen er lik prisen gitt til det uavhengige selskapet. Dette gir følgende globale overskuddsfunksjon:

$$\pi = (1 - t_1)[R_1(Q_1) - C(Q_1 + Q_2) + P_1(Q_1)Q_2] + (1 - t_2)[R_2(Q_2) - P_1(Q_1)Q_2]$$

Ettersom $p = P_1(Q_1)$, har ikke det multinasjonale selskapet mulighet til å benytte internprising for å flytte overskudd til lavskattelend, slik som i forrige modell. I stedet vil den globale skattebyrden minimeres ved å optimalisere salgsmengden i selskap 1 og 2. I en situasjon der $t_1 < t_2$, vil det multinasjonale selskapet ønske å flytte inntekten til selskap 1, som har lavest skattesats. Det multinasjonale selskapet får lavest mulig skattebyrde ved å gjøre følgende tilpasninger i salgsmengden i selskap 1 og 2:

Optimal mengde Q_1 fås ved å derivere den globale inntektsfunksjonen med hensyn på Q_1 , som gir følgende funksjon:

$$\frac{\partial \pi}{\partial Q_1} = \frac{\partial R_1(Q_1)}{\partial Q_1} - \frac{\partial C}{\partial Q_1} + Q_2 \frac{\partial P_1(Q_1)}{\partial Q_1} \frac{(t_2 - t_1)}{(1 - t_1)}$$

$$\frac{\partial R_1(Q_1)}{\partial Q_1} - \frac{\partial C}{\partial Q_1} = -Q_2 \frac{\partial P_1(Q_1)}{\partial Q_1} \frac{(t_2 - t_1)}{(1 - t_1)}$$

Optimal mengde Q_2 fås ved å derivere den globale inntektsfunksjonen med hensyn på Q_2 , som gir følgende funksjon:

$$\frac{\partial \pi}{\partial Q_2} = \frac{\partial R_2(Q_2)}{\partial Q_2} - \frac{(1 - t_1)}{(1 - t_2)} \frac{\partial C}{\partial Q_2} - P_1 \frac{(t_1 - t_2)}{(1 - t_2)}$$

$$\frac{\partial R_2(Q_2)}{\partial Q_2} - \frac{(1 - t_1)}{(1 - t_2)} \frac{\partial C}{\partial Q_2} = P_1 \frac{(t_1 - t_2)}{(1 - t_2)}$$

Funksjonene viser at i en situasjon der $t_1 < t_2$, vil det multinasjonale selskapet posisjonere seg slik at marginal inntekt overstiger marginal kostnad i land 1 ($MI > MK$). I denne situasjonen vil salgsprisen $P_1(Q_1)$ settes for høyt, og det vil selges færre enheter Q_1 enn under tradisjonell posisjonering der marginal inntekt er lik marginal kostnad ($MI = MK$). Den høye prisen $P_1(Q_1)$ er lik den interne prisen selskap 2 betaler. I land 2 vil dermed marginale kostnader overstige marginal inntekt ($MI < MK$). På denne måten flyttes inntekten til selskapet i det landet med lavest skattenivå. Denne posisjoneringen lønner seg når fortjenesten på den reduserte skattebyrden overstiger kostnaden ved å posisjonere seg utenfor markedslikevekt (Schjelderup, 2016).

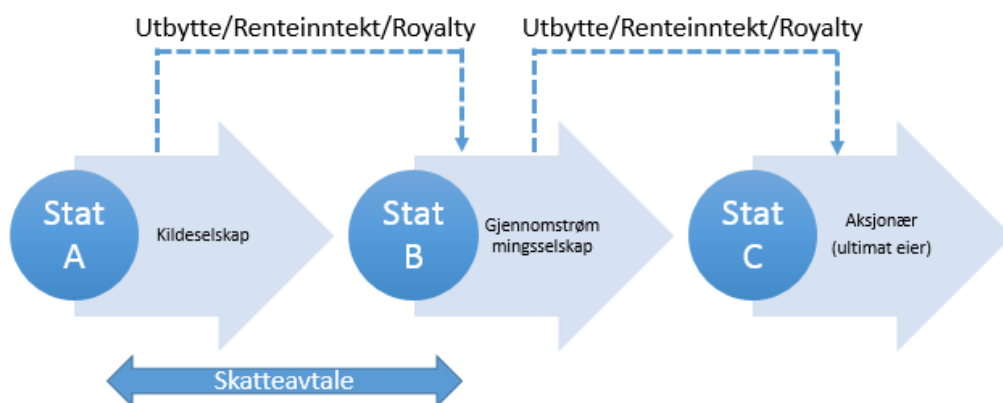
3.2.1 Royalties

En metode for å flytte overskudd fra høy- til lavskatteland, er ved å utnytte royalty-betalinger. Royalty betegnes som en lisensavgift til det selskapet som står som eier av åndsverk, patenter eller andre immaterielle eiendeler. I forbindelse med overskuddsflytting betales royalty mellom nærstående selskaper. Et selskap i et lavskatteland står som eier av den immaterielle eiendelen. Et selskap i et høyskatteland betaler royalties til et nærliggende selskap i lavskattelandet for bruk av den immaterielle eiendelen. Dette fører til at kostnadene i høyskattelandet øker, og en får en tilsvarende reduksjon i overskuddet, som reduserer skattebelastningen i høyskattelandet. Lavskattelandet får en tilsvarende økning i sitt resultat. Royalty-betalinger reduserer det multinasjonale selskapets totale skattebyrde dersom reduksjonen i skattekostnaden i høyskattelandet er høyere enn økningen i skattekostnaden i lavskattelandet (Finansdepartementet, 2015, s.36).

3.3 Gjennomstrømmingsselskaper og treaty shopping

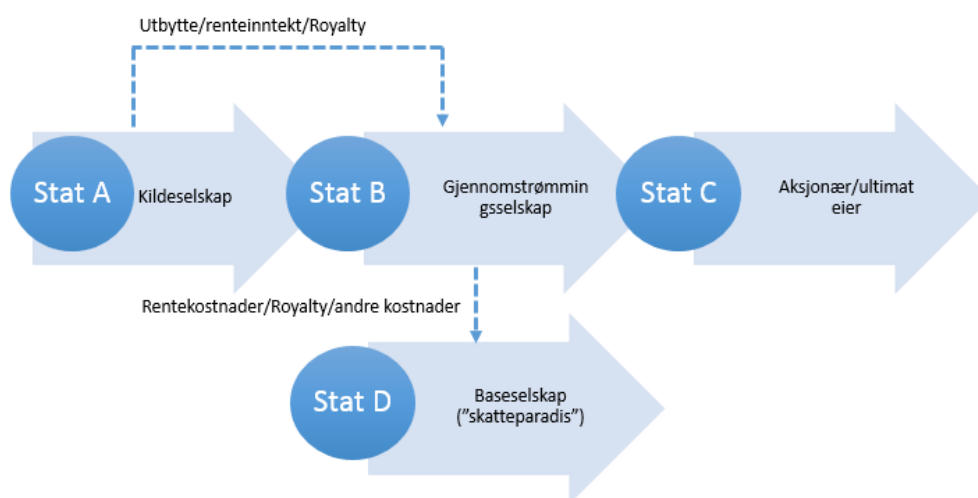
Multinasjonale selskap kan benytte seg av gjennomstrømmingsselskap som et ledd i overskuddsflytting. Et gjennomstrømmingsselskap, på engelsk «conduit company», er et holdingselskap som fungerer som en kanal for inntekt fra et selskap til et annet (Conduit Company, n.d). «Treaty shopping» er en betegnelse på et konserns bevisste plan om å utnytte internasjonale skatteavtaler ved bruk av gjennomstrømmingsselskap. To metoder et multinasjonalt selskap kan bruke i treaty shopping er direkte gjennomstrømming og springbrettgjennomstrømming (De Broe, 2008, s.5-8)

Direkte gjennomstrømming kan illustreres som følgende:



Figur 3. 2 Direkte gjennomstrømming. Kilde: De Broe, 2008, s.7.

Et selskap i stat C skal motta utbytte, renteinntekt eller royalty fra et selskap i stat A. Stat A og stat B har en mer «gunstig» skatteavtale enn det stat A og C har. Selskap C setter derfor opp et gjennomstrømmingsselskap i stat B. Ved å opprette et gjennomstrømmingsselskap vil selskap C kunne benytte seg av skatteavtalen mellom selskap A og B. På denne måten vil selskap C kunne redusere den totale skattebyrden.



Figur 3.3 Springbrettgjennomstrømming. Kilde: De Broe, 2008, s.8.

Springbrettgjennomstrømming er den andre varianten av gjennomstrømmingsselskap, og er illustrert i figur 3.3. I det illustrerte tilfellet er selskap B skattepliktig ovenfor inntekt generert fra et selskap i stat A. Det multinasjonale selskapet ønsker å redusere sin skattebelastning i land B, og selskap B betaler derfor høye rentekostnader, serviceavgifter og andre kostnader til et selskap i stat D. Selskap D er fullt kontrollert av selskap B, som betegnes som et gjennomstrømmingsselskap. Utgiftene selskap B betaler til selskap D reduserer den skattemessige inntekten i selskap B, og gir en tilsvarende økning i selskap Ds skattemessige inntekt. Stat D har et gunstig skattesystem, og inntekten skattlegges i liten grad. Ved bruk av springbrettgjennomstrømming kan det multinasjonale selskapet dermed redusere sin totale skattebelastning (De Broe, 2008, s. 8).

Det finnes flere andre muligheter til å benytte gjennomstrømmingsselskaper i treaty shopping for å redusere skattebelastningen i et multinasjonalt selskap. Hovedpoenget er at alle

fremgangsmåtene flytter passiv inntekt gjennom flere ledd for å redusere den totale skattebyrden. Den økonomiske effekten ville vært den samme dersom inntekten hadde gått direkte fra kildeselskapet til det ultimate eierselskapet (De Broe, 2008, s. 9).

4. Skatteparadis

Kapittel 4 gir leseren et innblikk i skatteparadis. Kapittelet forklarer hva som kjennetegner et skatteparadis, og hvorfor multinasjonale selskap har insentiver til å etablere seg i skatteparadis.

Det har vært en sterk vekst i skatteparadiser siden 70-tallet. I dag spiller skatteparadisene en viktig rolle i den globaliserte økonomien, og anses som en av de største truslene mot et rettferdig skattesystem. Skatteparadis blir sagt å være frontfiguren i et globalt kappløp mot lavest mulig selskapsskatt, ofte kalt «race to the bottom». Andre land blir også påvirket av race to the bottom i håp om å tiltrekke seg økonomisk aktivitet til landet. Globalt har selskapsskatten falt fra gjennomsnittlig 27,5% for ti år siden til dagens gjennomsnitt på 23,6%. I G20 landene har den gjennomsnittlige selskapsskatten falt fra 40% for 25 år siden til dagens gjennomsnitt på under 30% (Oxfam, 2016).

Under arbeidet med utredningen høsten 2017, er en historisk skattereform under behandling i USA. Forslaget er å sette ned selskapsskatten fra 35% til 20%. I tillegg foreslår representantenes hus at selskaper som holder aktiva i utlandet kan hente disse hjem til en redusert skattesats på 12% under en såkalt «repatriation tax holiday» (Marks, 2017). Flere av de største amerikanske selskapene holder store pengebeholdninger i utlandet. Det er blant annet estimert at Apple vil kunne redusere skattekostnaden med 47 milliarder dollar dersom de henter beholdningen hjem til USA i unntaksperioden (Braithwaite & Waters, 2017).

Til tross for at skatteparadis i stor grad er kjent for lave skattesatser, er hemmelighold en viktig del av forretningsmodellen. Det er dermed vanskelig å estimere nøyaktig hvor store verdier som befinner seg i skatteparadisene. Estimerer av Tax Justice Network (Henry, 2012) anslår at verdier til mellom 21 og 32 trillioner dollar, mens Zucman (2015) antar at 8% av verdens verdier, 7,6 trillioner dollar, befinner seg i skatteparadiser.

4.1 Kjennetegn ved skatteparadis

Det finnes ingen fastsatt definisjon på et skatteparadis. Skatteparadis blir ofte brukt synonymt med, eller som alternativ til, «offshore financial center» og «secrecy jurisdiction», på norsk, offshore finanssenter og lukket jurisdiksjon. I litteraturen er det likevel enighet om at skatteparadis kan gjenkjennes gjennom ett eller flere kjennetegn under (Schjelderup, 2015; Changemaker & Tax Justice Network - Norway, 2012):

-
1. Ingen eller lave effektive skattesatser
 2. «Inngjerding» av skatteregimer
 3. Ingen effektiv utveksling av informasjon til andre lands myndigheter
 4. Manglende transparens rundt eierskap, regnskap og annen sentral selskapsinformasjon
 5. Ikke krav om reell virksomhet for selskaper

Inngjerding betyr at lokale innbyggere og selskaper har ulike lover og regler enn utenlandske investorer. Schjelderup sier under forelesning (FIE432, 19.09.16) at det er paradoksalt at den gunstige lovgivningen ikke gjelder for dem som driver reell virksomhet i landet, da det tyder på at lovgivningen ikke kan være gunstig for den lokale økonomien. Utenlandske selskap som holder til i skatteparadis må ofte kjøpe tilgang til den gunstige lovgivningen i landet. Avgiftene selskapene betaler genererer store inntekter for landet, og i mange tilfeller er disse avgiftene en stor del av landets BNP per innbygger.

Det er vanlig at utenlandske selskap ikke kan drive lokal virksomhet eller aktiviteter. Reglene oppfordrer dermed til at utenlandske investorer oppretter holdingselskap i skatteparadiset, og på denne måten subsidierer datterselskaper i andre land med mindre gunstige skatteregimer. Hovedmålet er å flytte overskudd fra datterselskap i høyskattelend til skatteparadiset med null eller lave skattesatser (Schjelderup, 2015).

En form for inngjerding er når land inngår hemmelige avtaler med multinasjonale selskap. Avtalene er knyttet til svært mye hemmelighold og er utfordrende å avdekke, som også gjør det vanskelig å klassifisere landene som skatteparadis i enkelte tilfeller. Luxembourg er et av landene som har praktisert slike skatteavtaler. Avsløringen av avtalene har i media blitt kalt LuxLeaks. LuxLeaks blir nærmere gjennomgått i utredningens andre del.

Selskaper tillates ofte å være registrert i skatteparadiset uten å rapportere om verken selskapets virksomhet, økonomiske tilstand eller detaljer rundt eierskap. I tilfeller der utenlandske selskaper må rapportere informasjon til myndighetene, er denne informasjonen sjeldent offentlig tilgjengelig. Videre blir informasjonen i liten grad kontrollert ettersom en slik kontroll gir en ekstra kostnad for skatteparadisene (Schjelderup, 2015).

De fleste skatteparadis tillater at selskaper og andre juridiske personer står registrert i navnene på stråmenn. En stråmann er en innbygger i skatteparadiset som mottar betaling for å stå registrert som styremedlem i et selskap, selv om de ikke har noen reell involvering i selskapet

(Changemaker & Tax Justice Network – Norway, 2012). Videre er det mange selskaper i skatteparadis som benytter stiftelser som eiere. Stiftelsen er eid av et selskap registrert i nok et skatteparadis. Forvalterne av stiftelsene, som ofte er stråmenn, vil vanligvis holde til i et tredje skatteparadis. En slik selskapskonstruksjon gjør det svært vanskelig å etterforske hva som finner sted av reell virksomhet, og hvem som er faktisk eier og mottaker av utbytte og fortjeneste (Schjelderup, 2015; Changemaker og Tax Justice Network - Norway, 2012).

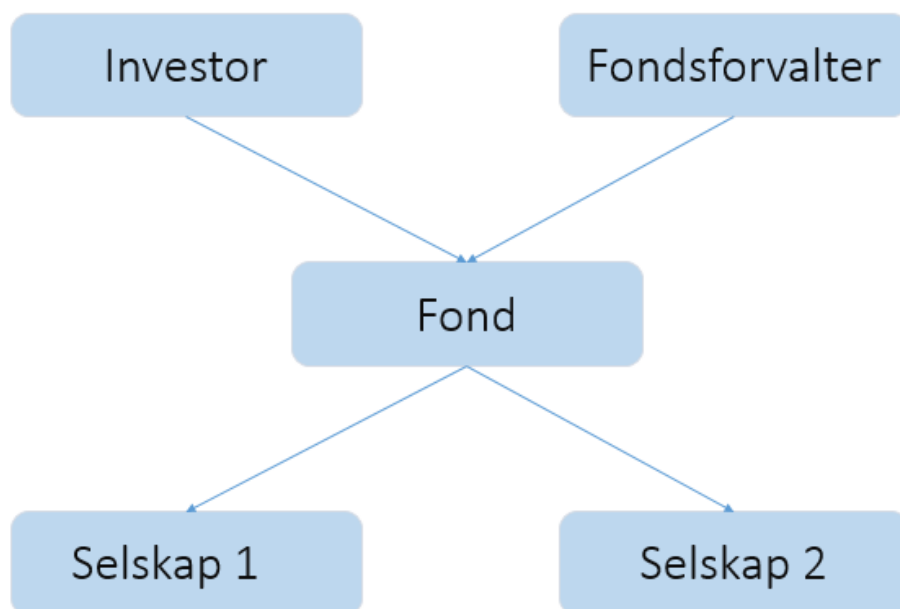
5. Private equity

I kapittel 5 vil teori tilknyttet private equity gjennomgås. I første del av kapitlet blir det gitt en generell innføring i temaet. Deretter blir typiske strukturer i private equity, både nasjonalt og internasjonalt, undersøkt. Videre vil teori tilknyttet kapitalstruktur i lånefinansierte private equity-oppkjøp gjennomgås. Til slutt vil ulike exit-strategier diskuteres.

5.1 Introduksjon til private equity

Private equity (PE) er en investeringsform der investert kapital benyttes til å kjøpe opp unoterte selskaper for å skape endring og vekst, som gjør at eierforholdet anses som aktivt. Videre kalles investeringsformen for illikvid ettersom unoterte aksjer ikke kan omsettes i markedet på samme måte som noterte aksjer. Investeringen har ofte en begrenset varighet på rundt ti år. Investeringsformen anses som risikabel, og det er vanligvis institusjonelle investorer som investerer i PE (DNB, n.d.).

Det aktive eierforholdet er normalt organisert via fond. Fondet forvaltes av en eller flere såkalte fondsforvaltere, som bruker investorenes kapital til å kjøpe opp unoterte selskaper. Ved investeringstidens slutt deler investorene og fondsforvalterne avkastningen. I tillegg mottar fondsforvalter et honorar (Bienz, 2017).



Figur 5. 1 Investeringsstruktur i private equity. Kilde: Bienz (2017).

Figur 5.1 viser en typisk investeringsstruktur i private equity. Kapitalen strømmer fra investorene til fondet og finansierer egenkapitalandelen av oppkjøpet. Det brukes også gjeld for å finansiere oppkjøpet, og gjelda opprettes hos banker for hvert enkelt kjøpstilfelle. Når det brukes en betydelig andel gjeld bruker en betegnelsen «leveraged buyout», eller på norsk, lånefinansierte oppkjøp. Lånefinansierte oppkjøp vil bli gjennomgått i kapittel 5.4 (Bienz, 2017).

Investorene i fondet har et begrenset ansvar, som innebærer at de kun står ansvarlig for kapitalen de har investert. Investorene står for majoriteten av fondets kapitalinnskudd, men tar ikke beslutninger om hvordan fondet skal forvaltes. For å tiltrekke seg riktige investorer er det ofte et høyt minstekrav for investering (Lange & Mothes, 2014, s. 24).

PE-fondet har ikke egne ansatte, men overvåkes og styres av et styreorgan. Styreorganet tar investerings- og realiseringsbeslutninger, i tillegg til at de representerer fondet utad. Styreorganet består gjerne av gründerne bak de oppkjøpte selskapene eller ansatte i et rådgivingselskap. Rådgivingselskapet investerer også i fondet, men med en mindre sum enn investorene. Rådgivingselskapet bidrar i hovedsak med nøkkelressurser for den praktiske forvaltningen av fondet, slik at urealisert potensiale fra de oppkjøpte selskapene i større grad kan realiseres. (Lange & Mothes, 2014, s. 24). PE-fond benytter gjerne i tillegg en administrator, som har ansvar for å passe på at inn- og utbetalinger til fondet skjer i samsvar med selskapsavtalen. Administrator er ofte lokalisert i samme jurisdiksjon som fondet, og kan også ha en plass i styret til fondsforvalter (Lange & Mothes, 2014, s. 33; Hudson, 2014, s. 301).

5.2 Nasjonal og internasjonal struktur i private equity

Kapittel 5.2 har som formål å gi leseren et innblikk i PE-bransjen og ulike selskapsformer for PE-fond.

PE-bransjen er internasjonal og det finnes flere internasjonale bransjestandarder. Forventninger fra internasjonale institusjonelle investorer påvirker de norske strukturene og forvaltningsmiljøene. Konkurransen om investorene og deres kapital er hard, og norske etablerte forvaltere er nødt til å etablere fond på vilkår som sikrer at strukturen ikke er utsatt for konkurranseskjevhet (Hammerich & Jøtun, 2016).

Tradisjonelt har norske aktører som ønsker å tiltrekke seg utenlandske investorer etablert fond i jurisdiksjoner som Guernsey og Jersey (Hammerich & Jøtun, 2016). Drangsholt (2011, s. 2) finner at nordiske PE-fond som vurderer å hente kapital fra internasjonale investorer har en signifikant høyere sannsynlighet for å være hjemmehørende utenfor Norden, der Kanaløyene er foretrukne jurisdiksjoner. Ved å plassere fondet i velkjente jurisdiksjoner sikres tilgang til både nødvendig kompetanse samt et regulatorisk regime investorene har kjennskap til (Hammerich & Jøtun, 2016).

PE-investeringer kan organiseres gjennom flere investeringsformer. Et master-fond er mye brukt i PE-fond for å samle kapital. Når flere fond, kalt feeder-fond, samler sin kapital i et overordnet fond, kalt master-fond, har man en master-feeder-ordning (U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a). Det er flere grunner til å organisere fond i en master-feeder-ordning. Blant annet kan minimumsinvestering, avgiftsstruktur og andre administrative egenskaper tilpasses til investorenes spesifikke behov (Barnett, Dempsey, Gosker, McDonald & Rosaluk, 2016).

PE-fond struktureres vanligvis i deltakerlignende selskapsstrukturer. At selskapet er deltakerlignet betyr at overskudd og underskudd overføres til deltakerne etter sine respektive eierandeler i selskapet. Deltakerne betaler skatt av utdelingen, fratrukket et skjermingsfradrag. Har selskapet et underskudd gir det fradragsrett i annen alminnelig inntekt for deltakeren (Gjems-Onstad, 2013, s. 56).

I Norge er det indre selskap og kommandittselskap som regnes som deltakerlignende. Internasjonalt er «limited partnership» den mest brukte deltakerlignede selskapsformen (Hudson, 2014, s. 9). I de neste avsnittene vil alle tre selskapsformene belyses.

5.2.1 Kommandittselskap

Et kommandittselskap er en norsk form for deltakerlignet selskap. Deltakere i et kommandittselskap består av minst en komplementar og en eller flere kommandittister. Kommandittister har et ansvar som er begrenset til sin investering, mens komplementaren har ubegrenset ansvar for fondets forpliktelser. Komplementarens ansvar kan likevel begrenses ved at komplementaren organiseres som et aksjeselskap. Aksjonærene i dette aksjeselskapet kan være kommandittistene i kommandittselskapet (Gjems-Onstad, 2013, s.33-4).

Styret i komplementarens aksjeselskap består typisk av nøkkelpersoner fra et rådgivingselskap (Lange & Mothes, 2014, s. 35). Det er vanlig at komplementar-selskapet utfører forvaltningen av fondet. Kommandittistene er investorene i PE-investeringen og har lite innflytelse på den daglige driften.

5.2.2 Indre selskap

Et indre selskap er en annen form for deltakerlignet selskap. Et indre selskap må bestå av minst en hovedmann og en eller flere stille deltakere. Hovedmannen opptrer utad og fremstår som eiere i selskapet, mens de stille deltakerne forholder seg passive. Årsaken til at de stille deltakerne ikke skal ha en fremtredende rolle i selskapet er for å unngå at deltakeren blir fullt ut ansvarlig for selskapets forpliktelser. Den stille deltakeren har gått inn i fondet med en viss sum, og ønsker ikke å være ansvarlig for mer enn denne summen (Langseth & Talmo, 2015; Gjems-Onstad, 2013, s. 202-8).

På samme måte som en komplementar kan begrense sitt ansvar kan også hovedmannen i det indre selskapet begrense sitt ansvar ved å organisere seg som et aksjeselskap (Gjems-Onstad, 2013, s. 37). Aksjeselskapet styres av nøkkelpersoner i rådgivingselskapet, likt som i kommandittselskap. Det stilles ikke krav til hovedmannens kapitalinnskudd. Hovedmannen fungerer som fondets styreorgan og treffer alle forvaltningsbeslutninger på samme måte som komplementaren. De stille deltakerne påvirker ikke forvaltningen av fondet med mindre annet er avtalt (Gjems-Onstad, 2013, s. 63; Langseth & Talmo, 2015, s. 37).

5.2.3 Limited partnership

Limited partnership er en internasjonal, deltakerlignet selskapsstruktur. Deltakere i et limited partnership består av minst en «general partner» og en eller flere «limited partners». General partner har ubegrenset ansvar for selskapets forpliktelser. En måte å likevel kunne begrense ansvaret på er å opprette et selskap med begrenset ansvar, tilsvarende norske aksjeselskap. Limited partners har kun begrenset ansvar for beløpet denne har skutt inn i selskapet (Hudson, 2014, s.10).

General partner er ansvarlig for den daglige forvaltningen av fondets virksomhet, og vil normalt ta alle avgjørelser knyttet til investeringer og realisasjoner. Som et ledd i forvaltningen vil general partner normalt kjøpe investeringsrådgivning fra et rådgivingselskap. Det finnes også strukturer der general partner delegerer bort den daglige

forvaltningen av fondet. General partner vil fortsatt ta investeringsbeslutningene. General partner-selskapet eies ofte av flere personer med tilknytning til fondet, blant annet av gründere bak porteføljeselskapene og ansatte i rådgivingselskapet (Hammerich & Jøtun, 2016).

Limited partner har ikke beslutningsmyndighet i fondet, men står for majoriteten av kapitalen. Limited partner krever ofte at ansatte i fondet, både på portefølje- og fondsnivå også investerer i fondet. På denne måten oppnår en i større grad at den aktive og passive kapitalen har sammenfallende interesser (Hammerich & Jøtun, 2016).

5.3 Kapitalstruktur i lånefinansiert oppkjøp

I denne delen av kapittelet vil teori tilknyttet lånefinansierte oppkjøp gjennomgås. Majoriteten av kapitalen til oppkjøpet av et selskap må være gjeld for å kvalifiseres som et lånefinansiert oppkjøp. Street of Walls (2013) skriver at den totale gjelda vanligvis ligger mellom 60-80% av oppkjøpsprisen. Kontantstrømmen til det oppkjøpte selskapet benyttes til å betale renter og avdrag på lånet, og lånet føres derfor opp på det oppkjøpte selskapets balanse.

Kapitalstrukturen i lånefinansierte oppkjøpsselskap består av lån og egenkapital. Det finnes to overordnede typer lån, seniorlån og ansvarlige lån. Begge typene, samt egenkapital vil bli diskutert i dette kapittelet. Informasjonen i underkapittelet er hentet fra Street of Walls (2013) med mindre annet er oppgitt.

5.3.1 Seniorlån

Vanligvis består halvparten av et oppkjøpt selskaps total kapital av seniorlån. Seniorlån kalles også syndikatlån, som kommer av at det ofte er flere banker som har gått sammen om et lån. Lånet har vanligvis den laveste renten blant lånene i oppkjøpet. En vanlig rente på seniorlån er LIBOR (London Interbank Offered Rate) pluss 200-400 basispoeng. Per dags dato er LIBOR mellom 1,50-1,77 % (The Wall Street Journal, 2017), avhengig om avtalen er én, tre eller seks måneders rente. En vanlig rente på seniorlån vil i dag være mellom 3,61-5,61 %, hvis en antar en 3-måneders LIBOR.

Årsaken til at seniorlån er den billigste gjeldstypen, er at dette lånet vil tilbakebetales før andre forpliktelser ved insolvens. Videre er gjelda sikret av selskapets eiendeler.

Seniorlångiverne kan også stille flere betingelser enn det andre långivere typisk kan, som for eksempel en maksimal gjeld til kontantstrøm rate.

Seniorlån har i den senere tid gått fra å være lån med strenge betingelser til å bli mer risikable lån med færre betingelser. En nylig artikkel skrevet av McLannahan (2017) for Financial Times beskriver denne tendensen. Risikable lavsikrede lån står nå for 70% av nye seniorlån. Til sammenligning sto lavsikrede lån for 30% av nye seniorlån rett før Lehman Brothers gikk konkurs i 2008, som ble markert som starten av finanskrisen. Den nye trenden gjør det enklere for selskap å få mer gjeld enn de egentlig har kapasitet til. Risikoen for långiverne er enda større i små til mellomstore selskap med EBITDA under 50 millioner dollar (ca. 406,5 millioner kroner). Det anslås at 85% av lån gitt til store selskap eid av PE-fond regnes som risikable lavsikrede lån (Ahmed, 2017).

5.3.2 Ansvarlige lån

20-30% av totalkapitalen i lånefinansierte oppkjøp er vanligvis ansvarlige lån. Denne type lån har en høyere rente enn seniorlån. Samtidig har ansvarlige lån færre betingelser enn seniorlån. Ved avvikling eller konkurs vil ansvarlige lån bli tilbakebetalt etter seniorlån. Den lavere senioriteten gjør ansvarlige lån mer risikable for långiveren.

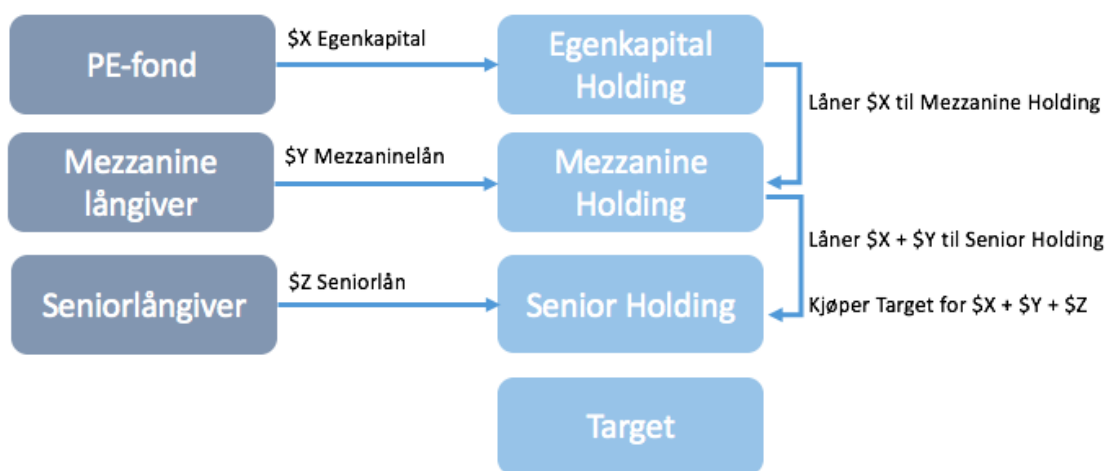
En form for ansvarlige lån er mezzaninelån. Mezzaninelån regnes som en hybrid mellom egenkapital og lån, der långiver får en opsjon på aksjer i det aktuelle selskapet. Vanligvis er mezzaninelån en liten andel av den totale kapitalen, ofte rundt 5% per lån, og har den laveste senioriteten blant ansvarlige lån. Mezzanine-långivere krever derfor en høyere rente enn andre former for ansvarlige lån. Mezzaninelån er likevel populære i lånefinansierte oppkjøp. Lånene reduserer andelen egenkapital investorene må bidra med i oppkjøpet, uten at investors potensielle avkastning reduseres.

5.3.3 Egenkapital

Totalkapitalen består typisk av 20-30% egenkapital ved lånefinansierte oppkjøp. Egenkapital er den kapitalen investorene i PE-fondet skyter inn. Kapitalen blir tilbakebetalt etter seniorlån og ansvarlig lån, og er en viktig årsak til at PE-investeringer kategoriseres som høyrisikoinvesteringer, der investor krever en årlig avkastning på 20-40%.

5.3.4 Strukturell subordinering

En vanlig måte å strukturere kapitalen på er ved såkalt strukturell subordinering. Strukturell subordinering innebærer at hver långiver kun forholder seg til ett selskap i et konsern bestående av flere driftsselskap og holdingselskap. Seniorlånene med mest sikkerhet befinner seg nærmest driftsselskapene. Jo mindre sikkerhet i lånene, desto lengre opp i eierskapsstrukturen ligger lånene. Dersom konsernet kun består av driftsselskap og ett holdingselskap, vil det være en låneavtale mellom långiver og låntaker som sikrer en lagvis inndeling i en såkalt kontraktrettslig subordinering (Kristiansen & Wærnhus, 2011 s. 19-20).



Figur 5. 2: Strukturell subordinering. Kilde: Gilligan og Wright, 2014, s. 113.

Den strukturelle subordineringen kan utføres på følgende måte, som vist i figur 5.2: Dersom konsernet underpresterer vil Senior Holding misligholde sin gjeld til Mezzanine Holding, som dermed går konkurs. De eneste eiendelene i Mezzanine Holding er aksjer i Senior Holding. Dersom Senior Holding går konkurs, er disse aksjene verdiløse ettersom seniorlångiveren må få oppfylt sine krav før eierne i Senior Holding. Seniorlångiverne får dermed kontroll over Target, og Mezzanine Holding og Egenkapital Holding elimineres. På denne måten vil seniorlångiverne få sitt krav før mezzanine-långiverne og egenkapitalholderne (Gilligan & Wright, 2014, s. 112-15).

Etter at det lånefinansierte oppkjøpet er gjennomført vil seniorlångiverne kunne kreve at deres gjeld skal flyttes fra Senior Holding til Target. Omstruktureringen kan skje ved en sammenslåing av Senior Holding og Target. Senior Holding og Target kan sammenslås ved at

inntektsgenererende eiendeler flyttes fra Target til Senior Holding. En annen løsning er å tilbakebetale oppkjøpslånet gjennom et nytt låneopptak i Target fra den samme seniorlångiveren. Ved å flytte seniorlånet ned til Target, vil seniorlångiverne få et direkte krav på driftsselskapets eiendeler. Det vil også være gunstig fra et skatteperspektiv å flytte gjelda til Target, ettersom det blir lettere å kreve fradragrett på rentekostnader fra skattemessig inntekt generert i driftsselskapet (Prahl, White & Zeisberger, 2017 s. 116-117).

5.4 Exit-strategier

PE-investeringer har som tidligere nevnt en begrenset levetid, og ved investeringens slutt må aktørene trekke seg ut av investeringene ved å benytte en exit-strategi. Målet for enhver PE-investering er høyest mulig avkastning. Avkastningen realiseres idet porteføljen av selskaper selges, og investeringen avsluttes. Det finnes flere ulike metoder for avslutning av investeringen, og de tre vanligste vil bli gjennomgått i dette underkapittelet. Alle metodene har sine fordeler og ulemper, og hvilken strategi som velges avhenger av miljøet investeringen opererer i. Størrelsen på avkastningen kan variere stort mellom de ulike strategiene. Exit-strategien blir gjerne nøye planlagt fra oppkjøpet av porteføljen gjennom fondet, og til syklusen avsluttes med exit. Informasjon i underkapittelet er hentet fra Boutron og Folus (2015) med mindre annet er spesifisert.

Det finnes tre velbrukte exit-strategier for private equity:

1. Trade sale: Salg av porteføljen til en annen investor
2. Secondary buyout: Salg til en annen PE-aktør
3. Initial public offering (IPO): Børsnotering

En analyse av exit-strategier i private equity mellom 1995 og 2013 av Bain & Company (2014) viser at den mest brukte exit-strategien er trade sale, etterfulgt av secondary buyout og deretter IPO.

5.4.1 Trade sale: Salg til en annen investor

Trade sale skjer når porteføljen av selskaper kjøpt opp av PE-fondet selges til en ny investor som ikke er en PE-aktør. Investoren som kjøper porteføljen kan være porteføljeselskapet som ønsker å kjøpe tilbake egne aksjer fra PE-fondet. Kjøper forventer å få en større konkurransefordel i form av for eksempel større markedsandel i den spesifikke industrien til

porteføljeselskapet, og ønsker dermed å holde porteføljen over lengre tid. Videre håper kjøper at porteføljen vil generere en høyere fremtidig kontantstrøm, og godtar dermed å betale en høyere pris enn bokført verdi av porteføljen. Trade sale er derfor den strategien som gir den høyeste salgsprisen, og PE-aktørene får umiddelbart utbetalt avkastningen. En annen fordel ved trade sale er at forhandlingene skjer med én kjøper, som gjør forhandlingsprosessen enklere og mer effektiv. En trenger ikke å ta hensyn til ulike regulatoriske begrensninger, slik en må ved en børsnotering. De nevnte forholdene gjør trade sale den foretrukne exit-strategien for PE-aktører.

5.4.2 Secondary buyout: Salg til en annen PE-aktør

Secondary buyout er en exit-strategi der porteføljen selges til en annen PE-aktør. En mulig årsak til å gjøre en secondary buyout kan være at nåværende aktør tror det er hensiktsmessig med en større aktør etterhvert som porteføljeselskapene utvikler seg. Salg til en annen PE-aktør er gunstig ettersom det gir større fleksibilitet med tanke på strukturen av salget. For eksempel kan den originale PE-aktøren fortsatt beholde en andel av porteføljen. Salg av porteføljen til en annen PE-aktør er også raskere og har færre transaksjonskostnader enn trade sale og børsnotering.

5.4.3 IPO: Børsnotering

Initial public offering (IPO) er en metode der porteføljeselskapene børsnoteres for første gang. Exit-strategien går ut på at aksjene i porteføljeselskapene selges i det åpne markedet. Strategien er spesielt populær når aksjemarkedet går oppover, ettersom PE-aktøren forventer en høy avkastning ved salg av aksjene. Børsnotering er mest brukt når PE-fondet har en stor portefølje eller når selskapene i porteføljen er spesielt høytytende. Ulempen med børsnotering er at transaksjonskostnadene er høye på grunn av flere juridiske restriksjoner. Videre vil et salg av hele porteføljen samtidig kunne signalisere for potensielle investorer at PE-aktørene ikke har tro på den fremtidige inntjeningen til selskapene.

DEL 2: CASE: KONSERNET SCANDZA

6. Konsernet Scandza

I de ovenstående kapitlene er det beskrevet teori tilknyttet overskuddsflytting og private equity. Teorien danner grunnlaget for kapittel 6-8 i utredningen, der Scandza-konsernet er benyttet for å analysere hvorvidt konsernets eier- og kapitalstruktur kan forklares å ha opphav i at konsernet bedriver overskuddsflytting, eller om forholdene er et resultat av konsernets eierforhold i et private equity-fond.

Scandza er et interessant konsern å analysere. Konsernet eier kjente skandinaviske varemerker som Synnøve Finden, Sørlandschips og Bisca. Synnøve Finden, som produserer meieriprodukter, mottar årlig store summer fra prisutjevningsordningen for melk, som i stor grad er subsidiert av norske skatte kroner. Det anses derfor å være av allmenn interesse hvorvidt overskudd fra subsidierte produkter og produkter en finner i norske dagligvarebutikker flyttes ut av landet, og hvem som sitter igjen med gevinsten.

Sentralt i analysen er regnskapsinformasjon til selskapene i Scandza-konsernet. Regnskapsinformasjonen er hentet fra Brønnøysundregisteret, og dreier seg i hovedsak om informasjon fra regnskapsåret 2016. Databasen Orbis (2017) er også mye benyttet, hovedsakelig for å få en oversikt over eierforholdene i konsernet, samt informasjon om utenlandske holdingselskap. Informasjonen om de utenlandske selskapene er svært begrenset ettersom informasjonen i stor grad er unntatt offentligheten.

For å gjøre analysen mer oversiktlig er driftsselskaper hjemmehørende utenfor Norge, samt driftsselskaper kjøpt opp i løpet av regnskapsåret 2017, utelatt fra analysen. Dermed er danske Bisca, svenske Bröderna Nilsson, samt Leiv Vidar som ble kjøpt opp mai 2017, utelatt. Eierstrukturen til konsernet endret seg i løpet av arbeidet med utredningen høsten 2017. Det er valgt å ta utgangspunkt i strukturen kartlagt i september 2017, og det antas også at denne strukturen var gjeldene for regnskapsåret 2016.

Videre i kapittel 6 vil det bli gitt en innføring i konsernet Scandza, dets driftsselskaper samt eierstrukturen. I kapittel 7 vil det bli analysert hvorvidt, og i hvilken grad, konsernet Scandza driver med overskuddsflytting. Kapittelet tar for seg ulike poster i konsernets regnskap, med

hovedvekt på betalbar skatt, immaterielle eiendeler og gjeld. Kapittel 8 analyserer Scandza-konsernets PE-fond og eierforhold. Til slutt vil konsernets eierforhold i skatteparadisene Nederland, Luxembourg og Jersey analyseres.

6.1 Presentasjon av konsernet Scandza

Dagligvareselskapet Scandza AS ble grunnlagt av Jan Bodd og Stig Sunde i 2007. Allerede i 2008 ble Sørlandschips AS kjøpt opp. Samme år ble Scandza AS kjøpt opp av det amerikanske PE-fondet Lindsay Goldberg. Året etter ble Synnøve Finden AS en del av porteføljen til Scandza. I dag eier Scandza også selskaper som Leiv Vidar, Finsbråten, Bonaventura, danske Bisca og svenske Bröderna Nilsson. Scandza ble i 2014 solgt av Lindsay Goldberg til det britiske PE-selskapet CapVest, som er dagens eier. Scandzas konsoliderte regnskap fra 2016 viser en omsetning på omlag 3,2 milliarder kroner. Dette er en økning på 8,5% fra året før.

I de neste avsnittene vil enkelte av Scandzas driftsselskaper kort beskrives. Felles for de fleste selskapene eid av Scandza er at de markedsføres som små, skandinaviske gründerbedrifter som utfordrer «kjempene» i sine segment.

Synnøve Finden AS

Synnøve Finden (2017) kaller seg selv en liten aktør og utfordrer i den norske dagligvarehandelen. Selskapet produserer og selger blant annet osteprodukter, yoghurtprodukter og juice. Ettersom Synnøve Finden produserer melkeprodukter, mottok selskapet i underkant av 100 millioner kroner i subsidier fra prisutjevningsordningen for melk i 2016. Synnøve Findens hovedkonkurrenter er giganten Tine, samt den jevnstore Q-meieriene. Synnøve Finden AS hadde i 2016 en omsetning på 1,4 milliarder.

Sørlandschips AS

Sørlandschips produserer og selger potetgull, nøtter og andre snacksprodukter. Deres største segment er potetgull, der de produserer hver fjerde norske potetgullpose (ITO Intern Transport AS, 2017). Deres hovedkonkurrenter er Maarud og Kims. Kims er eid av den norske varemerkegiganten Orkla, mens Maarud er eid av tyske Intersnack. Sørlandschips AS hadde i 2016 en omsetning på 271 millioner.

Leiv Vidar AS

Leiv Vidar (n.d.) er en norsk pølseprodusent fra Hønefoss. I mai 2017 ble Leiv Vidar kjøpt opp av Scandza. Leiv Vidar leverer pølseprodukter til Narvesen, 7-eleven, Circle K, Coop, Rema 1000 og Norgesgruppen. En viktig konkurrent er Nortura SA som eier både Gilde og Prior. Leiv Vidar hadde i 2016 en omsetning på 188 millioner.

Finsbråten AS

Finsbråten (2017) er en norsk kjøttvareprodusent fra Eidsvoll. Produkter i porteføljen er blant annet bacon, pølser, pålegg og grillprodukter. Finsbråten har et bredere sortiment enn Leiv Vidar, som bare produserer pølser. Nortura er en viktig konkurrent også for Finsbråten. Finsbråten AS hadde i 2016 en omsetning på 352 millioner.

Bonaventura Sales AS

Bonaventura (n.d.) importerer og distribuerer kosmetikk-, hygiene-, og husholdningsprodukter til norske dagligvarer, spesialforretninger og apotek. Varemerker Bonaventura importerer er blant annet Finish, Vanish, Veet, Schwarzkopf, Småfolk og mange flere. Bonaventura Sales AS hadde i 2016 en omsetning på 570 millioner

Konsolidert regnskap 2016	Inntekt etter virksomhetsområde 2016	Konsolidert regnskap 2016	Inntekt etter land 2016
Meieriprodukter	1 148 591 000	Norge	2 209 367 000
Forbrukerprodukter	871 657 000	Danmark	547 520 000
Kjøttprodukter	505 624 000	Sverige	303 074 000
Kjeks og kaker	388 839 000	Andre	128 581 000
Snacksprodukter	271 449 000	Totalt	3 188 542 000
Andre	2 382 000		
Totalt	3 188 542 000		

Figur 6. 1 Tall fra det konsoliderte regnskapet til Provender Holding AS. Tall i NOK. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Det konsoliderte regnskapet viser at meieri- og forbrukerprodukter står for størstedelen av salgsinntektene, som illustrert i figur 6.1. Meieriprodukter er i hovedsak inntekter fra Synnøve Finden AS. Forbrukerprodukter innebærer i hovedsak Bonaventura Sales AS' import og videresalg av kosmetikk-, hygiene- og husholdningsprodukter. En klar hovedvekt av salgsinntektene kommer fra Norge.

6.2 Eierstruktur - nasjonalt og internasjonalt

Scandza-konsernet har en komplisert eierstruktur både nasjonalt og internasjonalt. Denne strukturen vil bli nærmere beskrevet i dette kapittelet.

Nivå	Selskap	Hjemmehørende	Eier	Andel
0 internasjonalt	Capvest Equity Partners III LP	Jersey	45 institusjonelle investorer	
1 internasjonalt	Provender SARL	Luxembourg	Capvest Equity Partners III LP	100 %
2 internasjonalt	Provender BV	Nederland	Provender SARL	100 %
1 nasjonalt	Provender Holdings AS	Norge	Provender BV Treasury Shares Jabo M&C AS Sunstar AS Øvrige	65,07% 28,88% 2,64% 2,64% 0,77%
2 nasjonalt	Provender Investments AS	Norge	Provender Holdings AS	100 %
3 nasjonalt	Provender Holdings II AS	Norge	Provender Investments AS	100 %
4 nasjonalt	Provender AS	Norge	Provender Holdings II AS	100 %
5 nasjonalt	Scandza Holdings III AS	Norge	Provender AS Treasury Shares	99,96% 0,04%
6 nasjonalt	Scandza AS	Norge	Scandza Holdings III AS Provender AS	81,76% 18,24%
7 nasjonalt	Sørlandschips, Synnøve Finden, Leiv Vidar, Finsbråten, Scandza Drikker, Scandza Salg	Norge	Scandza AS	100 %

Figur 6. 2 Eierskapsstruktur nasjonalt og internasjonalt. Fullstendig organisasjonskart finnes i appendiks 2. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016 og Orbis, 2017.

Figur 6.2 viser den nasjonale og internasjonale eierstrukturen til Scandza-konsernet. Fullstendig organisasjonskart finnes i vedlegg 2. Første kolonne viser hvilket nivå nasjonalt eller internasjonalt i strukturen de forskjellige selskapene ligger på. Driftsselskapene ligger på

syvende nasjonale nivå av eierstrukturen, altså nederst. På topp i strukturen ligger CapVest Equity Partners III LP, som er øverste internasjonale eierselskap. Fondet er eid av 45 institusjonelle investorer. De institusjonelle investorene beskrives nærmere i 8.1. Kolonnen «selskap» viser selskapsnavn på de forskjellige nivåene, og kolonnen med «hjemmehørende» beskriver hvilket land selskapene er hjemmehørende i. «Stiftelsesdato» viser når selskapet ble opprettet. «Eier»-kolonnen beskriver hvem som eier selskapet og «andel» beskriver hvor stor andel i prosent eierne har.

Det norske morselskapet Provender Holding AS' hovedaksjonær er det nederlandske selskapet Provender BV med ca. 65% eierandel. Gründerne av Scandza, Jan Bodd og Stig Sunde, eier gjennom sine selskaper Jabo Management & Consulting AS og Sunstar AS 2,64% hver. Den resterende andelen på ca. 30% er tilbakekjøpte aksjer. Provender BV eies av Provender SARL som befinner seg i Luxemburg. Provender SARL er heleid av CapVest Equity Partners III LP som befinner seg i Jersey. Provender BV og Provender SARL er såkalte limited liability selskap, som tilsvarer norske aksjeselskap.

Eierselskapet på topp, CapVest Equity Partners III LP er et private equity-fond. Fondet er organisert som et limited partnership-fond. Informasjon om investorene i fondet er i liten grad offentlig tilgjengelig, men det er opplyst at 14 av 45 investorer befinner seg i USA (U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a). Som nevnt i kapittel 5.2.3 er limited partnership-fond ikke egne skattesubjekt, men er en deltakerlignet selskapsform. Fondet er dermed altså ikke skattepliktig i Jersey, men beskattes i de landene investorene er hjemmehørende. Nettoresultatet og formuen anses som oppstått i det landet investeringene i fondet blir gjort, og tillater investorene å utnytte skatteavtaler mellom investeringslandet og landet der investoren er skattemessig hjemmehørende (Jersey Limited Partnership Law, 1994).

7. Analyse overskuddsflytting

Hovedformålet med kapittel 7 er å belyse hvorvidt Scandza-konsernets kompliserte eier- og kapitalstruktur bunner i at konsernet flytter overskudd ut av landet. Kapittelet er delt opp i to underkapitler som tar for seg tilhørende poster i henholdsvis resultatregnskapet og balanseregnskapet.

7.1 Resultatregnskapet

I resultatregnskapet er det undersøkt hvor mye skatt selskapene i konsernet Scandza betaler. Videre er det undersøkt hvorvidt konsernet har interne transaksjoner innad i konsernet, og i hvilken grad de interne transaksjonene kan være en del av overskuddsflytting.

7.1.1 Betalbar skatt i Scandza-konsernet

Synnøve Finden AS		Finsbråten AS		Scandza Salg Norge AS	
Ordinært resultat	115 375 000	Ordinært resultat	- 15 746 000	Ordinært resultat	24 397 000
Permanente forskjeller	- 1 982 000	Permanente forskjeller	- 5 184 000	Permanente forskjeller	233 000
Midlertidige forskjeller	5 156 000	Midlertidige forskjeller	1 611 000	Midlertidige forskjeller	0
Konsernbidrag	- 118 549 000	Konsernbidrag	0	Konsernbidrag	- 24 630 000
Fremført underskudd	0	Fremført underskudd	0	Fremført underskudd	0
Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	0
Renteavskjæring	0	Renteavskjæring	0	Renteavskjæring	0
Skattemessig resultat	0	Skattemessig resultat	- 19 319 000	Skattemessig resultat	0
Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0

Sørlandships AS		Berit Nordstrand Smarte Nytelser AS		Scandza Drikker AS	
Ordinært resultat	3 440 000	Ordinært resultat	- 1 154 000	Ordinært resultat	8 395 000
Permanente forskjeller	9 000	Permanente forskjeller	-	Permanente forskjeller	0
Midlertidige forskjeller	- 7 102 000	Midlertidige forskjeller	- 193 000	Midlertidige forskjeller	0
Konsernbidrag	10 308 000	Konsernbidrag	0	Konsernbidrag	- 10 308 000
Fremført underskudd	- 6 655 000	Fremført underskudd	0	Fremført underskudd	0
Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	1 912 000
Renteavskjæring	0	Renteavskjæring	0	Renteavskjæring	-
Skattemessig resultat	0	Skattemessig resultat	- 1 347 000	Skattemessig resultat	0
Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0

Figur 7. 1 Skattenoter i 2016 for de norske selskapene under Scandza AS. Tall i NOK. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Scandza AS		Scandza Holdings III AS		Provender AS	
Ordinært resultat	- 22 639 000	Ordinært resultat	873 361 000	Ordinært resultat	53 453 000
Permanente forskjeller	4 336 000	Permanente forskjeller	0	Permanente forskjeller	36 000
Midlertidige forskjeller	39 000	Midlertidige forskjeller	0	Midlertidige forskjeller	11 820 000
Konsernbidrag	0	Konsernbidrag	- 873 361 000	Konsernbidrag	0
Fremført underskudd	0	Fremført underskudd	0	Fremført underskudd	- 65 308 000
Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	0
Renteavskjæring	13 181 000	Renteavskjæring	0	Renteavskjæring	0
Skattemessig resultat	- 5 083 000	Skattemessig resultat	0	Skattemessig resultat	0
Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0

Provender Holdings II AS		Provender Investments AS		Provender Holdings AS	
Ordinært resultat	- 20 000	Ordinært resultat	- 62 747 000	Ordinært resultat	- 411 000
Permanente forskjeller	0	Permanente forskjeller	0	Permanente forskjeller	0
Midlertidige forskjeller	0	Midlertidige forskjeller	2 281 000	Midlertidige forskjeller	0
Konsernbidrag	0	Konsernbidrag	0	Konsernbidrag	0
Fremført underskudd	0	Fremført underskudd	0	Fremført underskudd	0
Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	0	Utsatt skattefordel	0
Renteavskjæring	0	Renteavskjæring	0	Renteavskjæring	0
Skattemessig resultat	- 20 000	Skattemessig resultat	- 60 466 000	Skattemessig resultat	- 411 000
Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0	Betalbar skatt	0

Konsolidert regnskap	
Ordinært resultat	78 613 000
Permanente forskjeller	3 869 000
Midlertidige forskjeller	- 8 143 000
Fremført underskudd	- 137 196 000
Utsatt skattefordel	0
Renteavskjæring	13 181 000
Kostnader ført mot egenkapital	- 5 250 000
Skattemessig resultat	- 54 926 000
Betalbar skatt i balansen	1 654 000
Betalbar skatt i % av ordinært resultat	2.10 %

Figur 7. 2 Skattemer i 2016 for de norske holdingselskapene over Scandza AS, inkludert Scandza AS og konsolidert skattemer. Tall i NOK. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Figur 7.1 og 7.2 viser årsresultatet i utvalgte selskap nedbrutt til skattemessig resultat, samt betalbar skatt. Betalbar skatt er beregnet av den skattemessige inntekten, som er ordinært resultat justert for blant annet permanente og midlertidige forskjeller, samt betalt og mottatt konsernbidrag. Permanente og midlertidige forskjeller oppstår ettersom de regnskapsmessige og skattemessige verdiene i balansen er ulike. Den betalbare skatten er den skatten selskapet betaler. Skattesystemet i Norge er slik at skattekostnaden for inneværende år betales i neste regnskapsår (Kjuus, 2011). Derfor vil betalbar skatt i balansen i 2016 betales i regnskapsåret 2017.

Alle analyserte selskaper har null i betalbar skatt. En viktig årsak til at selskapene har null i betalbar skatt er at selskapene gir og mottar konsernbidrag mellom seg. Konsernbidrag er en legitim måte å utjevne skattebelastningen innad i et konsern, og blir benyttet av det norske skattesystemet for å sikre skattemessig nøytralitet mellom konsern og enkeltstående selskap. For mer utfyllende beskrivelse av konsernbeskatning henvises leseren til kapittel 2.1.

Figur 7.2 viser også skattenoten i det konsoliderte regnskapet. Ordinært resultat før skatt i det konsoliderte regnskapet er på 78,6 millioner. Med de justeringene vist i figur 7.2 har konsernet et negativt skattemessig resultat, mens betalbar skatt er 1,65 millioner. Årsaken til at den betalbare skatten viser 1,65 millioner i det konsoliderte regnskapet, og null i de analyserte selskapene, er at enkelte selskaper utelatt fra analysen har positiv betalbar skatt. Betalbar skatt i det konsoliderte regnskapet viser summen av de enkelte selskapers skatteposisjoner (Kvaal, 2013). Hvert enkelt selskap er et eget skattesubjekt, og skattekostnaden betales således i hvert selskap.

Det konsoliderte regnskapets betalbare skatt i prosent av ordinært resultat gir en effektiv skattesats på 2,1%. Den største justeringen som er gjort fra ordinært til skattemessig resultat, og dermed den viktigste årsaken til den lave effektive skattesatsen, er fremført underskudd. Fremført underskudd betyr at konsernet tidligere har hatt et underskudd som er fremført til 2016. Før 2006 kunne en bare fremføre underskudd 10 år frem i tid. Denne regelen ble avvirket regnskapsåret 2006, og det er nå ingen grense for hvor langt bak i tid underskuddet kan fremføres (Finanskomiteen, 2005, s. 32).

En metode selskap kan benytte seg av for å redusere sin skattebyrde er å kjøpe opp selskaper med underskudd og deretter fusjonere med selskaper med overskudd. På denne måten vil selskapet kunne utnytte det fremførbare underskuddet for å redusere skattebyrden på det fusjonerte selskapet. Dette kan gi betydelige skattebesparelser så lenge fusjonen godkjennes. Skattemyndighetene har flere muligheter til å nekte en fusjon. Blant annet kan fusjonen nektes dersom hovedformålet med transaksjonen er å spare skatt. Hvorvidt fusjonen har skattebesparelse som hovedformål er derimot vanskelig å avdekke (Parr, 2014).

Sørlandschips AS står for 6,7 millioner av det fremførte underskuddet i det konsoliderte regnskapet. I 2010 ervervet Sørlandschips AS alle aksjene til nøtteprodusenten Nøttekongen AS. Nøttekongen AS hadde i 2014 og 2015 underskudd på henholdsvis 2,2 og 4 millioner. 1. januar 2016 fusjonerte Nøttekongen AS med Sørlandschips AS, og Sørlandschips AS kunne dermed kreve fradrag for Nøttekongens tidligere underskudd. Det fremkommer ikke av offentlig informasjon hva som er årsaken til fusjonen. 6,7 millioner er uansett en liten del av det totale fremførte underskuddet på 137 millioner, og har dermed ingen stor betydning for den totale skattebelastningen. Med skattesatsen i 2016 på 25 % som grunnlag kan en si at fusjonen har spart konsernet for 1,68 millioner i skattekostnader.

Det finnes ikke opplysninger om at andre selskap i konsernet har gjennomført fusjoner. De resterende 130 millionene i fremført underskudd er dermed faktiske underskudd i selskapene i konsernet. Provender AS hadde et fremført underskudd i 2016 på 65 millioner. Provender AS har ingen operasjonelle aktiviteter i sitt selskap. Underskuddet kommer derfor fra finansielle aktiviteter.

Scandza AS' regnskap opplyser at 13 millioner i renteinntekter har vært gjenstand for avskjæring på grunn av rentebegrensingsregelen. Avskjæringen skyldes at Scandza har betalt interne rentekostnader til Provender AS. Provender AS er hjemmehørende i Norge, og renteinntekten kommer derfor til beskatning i Norge.

7.1.2 Interne transaksjoner

Regnskapene viser at driftsselskapene har mange interne transaksjoner mellom seg. Det er også interne transaksjoner mellom Scandzas datter-datterselskaper. Transaksjonene gjelder hovedsakelig «shared services» og «sales», og skjer kun mellom norske selskaper. Beløpene varierer fra 0,4 millioner til 49 millioner. Det er vanskelig å kontrollere om tjenestene mellom selskapene er priset i armlengdes avstand, da ingen leverer slike tjenester til andre selskaper utenfor konsernet. Prinsippet om armlengdes avstand er gjennomgått i kapittel 3.2. I regnskapet er det påpekt at transaksjonene er utført etter markedsforhold. Det kan spekuleres i om tjenestene prises for høyt, men det anses ikke som hensiktsmessig å gå videre i dybden her da det kun er transaksjoner mellom selskap i Norge. Etersom transaksjonene gjennomføres innad i Norge, vil den ikke redusere skattebelastningen i Norge.

Selskapene Scandza, Synnøve Finden, Sørlandschips, Finsbråten, Bröderna Nilsson og Bisca overførte i 2016 4,7 millioner hver til Jabo Management & Consulting (M&C) AS og Sunstar AS for «management services». Jabo M&C og Sunstar er eid av gründerne av Scandza AS, Jan Bodd og Stig Sunde. I 2015 ble det betalt 6,1 millioner fra de samme driftsselskapene til Jabo M&C og Sunstar. Samme år ble det også overført 3 millioner fra Provender Holding AS til CapVest, som trolig befinner seg i Storbritannia, i «monitoring fees». Det er vanskelig å konkludere om utbetalingen til CapVest er en engangshendelse, men det virker rimelig å anta. Det er grunn til å tro at overføringene til Jabo M&C og Sunstar er gjentakende hendelser. Kostnadsføringen i de forskjellige driftsselskapene er en inntektsføring hos Jabo M&C og Sunstar, og vil komme til beskatning i deres selskap. Det vil være en reduisering av

skattekostnaden i konsernet, men det vil jevnt over ikke være skattereduserende i Norge. Selskapsstrukturen til både Jabo M&C og Sunstar er undersøkt i databasene Orbis. Tilgjengelig informasjon opplyser om at Jabo og Sunstar ikke har eierforhold utenfor Norge. Det er dermed rimelig å anta at disse utbetalingene ikke er en form for overskuddsflytting ut av Norge.

Til tross for at overføringen til CapVest på 3 millioner i 2015 ser ut som en engangshendelse, er det likevel en stor overføring til et nærliggende selskap. Dette gir en reduksjon i ordinært resultat på 3 millioner, som igjen gir en lavere skattekostnad. Dersom det tas utgangspunkt i selskapsskatt på 27% i 2015 ble skattekostnaden redusert med 0,8 millioner. Det er også viktig å nevne at overføringen kan være en reell kostnad for forvaltningen av fondet, noe som er vanskelig å bestride.

7.1.3 Delkonklusjon resultatregnskapet

Konsernet har en lav betalbar skatt i prosent av ordinært resultat, som i hovedsak skyldes store fremførte underskudd. Den største delen av det fremførte underskuddet er faktiske underskudd i konsernet, og kan dermed ikke skyldes fusjoner av selskap med og uten underskudd.

I regnskapene er det oppført både interne transaksjoner mellom selskapene og overføringer til nærstående parter. De interne transaksjonene skjer kun mellom norske selskap, og vil dermed ikke bidra til overskuddsflytting. Overføringen til Jabo M&C og Sunstar fører til en reduksjon av skattekostnaden i konsernet, men vil ikke være skattereduserende i Norge. Overføringen til CapVest gir en redusert skatteinntekt til Norge på 0,8 millioner, men dersom det er en engangsoverføring og en reell kostnad, er det vanskelig å konkludere med at det er et ledd i overskuddsflytting.

7.2 Balanseregnskapet

I denne delen av kapittelet vil det bli gjennomgått sentrale elementer i balanseregnskapet. Formålet er å avdekke om det er forhold ved postene som tyder på at konsernet Scandza flytter overskudd ut av landet for å redusere skattebelastningen i Norge.

7.2.1 Eiendeler

På eiendelssiden av balanseregnskapet er det immaterielle eiendeler som vekker interesse. Resten av eiendelene dreier seg i hovedsak om anleggsmidler og kundefordringer, som ikke anses for å være relevant i en analyse om overskuddsflytting.

7.2.1.1 Immaterielle eiendeler

Den konsoliderte balansen viser at omtrent 50% av totale eiendeler er immaterielle. 66% av de immaterielle eiendelene er goodwill med en balanseført verdi på 1,2 milliarder. Goodwill oppstår når et selskap er verdt mer enn sine fysiske eiendeler (Berk & Demarzo, 2013, s.25). Årsaken til at konsernet har såpass store immaterielle verdier er fordi det har kjøpt opp selskaper til en høyere verdi enn den bokførte verdien av selskapene. Synnøve Finden, som ifølge regnskapet er en av Norges mest kjente varemerker, står for størstedelen av goodwill i konsernet. Ingen av konsernets immaterielle eiendeler avskrives. Konsernet følger IFRS, som er en internasjonal regnskapsstandard. Ifølge IFRS 3 for virksomhetsoverdragelser skal goodwill ikke avskrives. De immaterielle eiendelene må derimot gjennom en årlig nedskrivningstest. Nedskrivningstesten er i stor grad basert på skjønn. I 2016 ble goodwill nedskrevet med 3,7 millioner. Samtidig økte den totale goodwillen ettersom Bonaventura Sales AS og Godbiten Konditori ble kjøpt opp i løpet av 2016.

De resterende 500 millioner av immaterielle eiendeler er verdien av varemerker og kundeforhold. Verdien av varemerker er basert på diskonterte estimerte royalty-betalinger som en måtte ha betalt dersom en lånte varemerket av noen andre. Konsernet har anerkjent Synnøve, Bisca, Sørlandschips, Bröderna Nilsson og Finsbråten som varemerker. Gjennom søk i internasjonale varemerkeregistre og patentregistre (Patentstyret, 2017) ser en at de sentrale varemerkene er eid av tilhørende selskap. Synnøve Finden AS er innehaver av Synnøve, Sørlandschips AS er innehaver av Sørlandschips og Finsbråten AS er innehaver av Finsbråten. På samme måte eies Bisca av Bisca A/S og Bröderna Nilsson eies av Bröderna Nilsson Delikatesser AB. Det fremkommer ikke av regnskapene at royalties betales mellom driftsselskap til utenlandske enheter for bruk av varemerkenavn.

Det ser dermed ikke ut til at Scandza-konsernet flytter overskudd ved hjelp av immaterielle eiendeler lokalisert i utlandet og royalty-overføringer. For at konsernet skulle kunne benytte royalties til å flytte overskudd ut av landet, må patentene være registrert i enten Provender BV

i Nederland eller Provender SARL i Luxembourg, og deretter kreve royalty for bruk av de norske driftsselskapene. Dette ville kunne flytte overskudd ut av Norge.

Det kan spekuleres om immaterielle eiendeler blåses opp eller unngås nedskrevet for å sluse gjeld inn i konsernet uten at egenkapitalen blir for lav. Heskestad skriver i en artikkel for Deloitte AS (2017) at et «rødt flagg» er når selskaper har balanseført store summer som immaterielle eiendeler. Spesielt kan dette være problematisk når immaterielle eiendeler utgjør en stor andel av egenkapitalen.

Goodwill har i flere tiår vært en kontroversiell størrelse i regnskapet. Diskusjonen har dreid seg om definisjon, målbarhet og verdivurdering (Stenheim, 2009). Hvorvidt størrelsen på goodwill er reell, eller om den burde vært nedskrevet er dermed vanskelig å bestride.

Spørsmålet om hvorvidt de immaterielle eiendelene skulle vært nedskrevet kan sees i sammenheng med en empirisk analyse av immaterielle eiendeler påvirkning på kapitalstrukturen av Lim, Macias og Moeller (2014). Datasettet inneholdt 429 børsnoterte ikke-finansielle amerikanske selskap kjøpt opp av andre børsnoterte amerikanske selskap mellom 2002 og 2011. Deres funn var at immaterielle eiendeler har en positiv korrelasjon med gjeld. Gjennomsnittlig ville 1 dollar verdt av immaterielle eiendeler ha samme verdi som 0,5 dollar av materielle eiendeler med tanke på hvor mye gjeld selskapet kunne ta opp. Dersom immaterielle eiendeler øker med 1 dollar, vil gjelda kunne øke med 0,09 dollar. 1 dollar økning i materielle eiendeler øker gjelda med 0,17 dollar. Resultatet tyder på at materielle eiendeler har størst effekt på låneopptak, men at effekten også er tilstedeværende for immaterielle eiendeler. Effekten av immaterielle eiendeler er størst i teknologiselskap.

Det finnes få lignende empiriske studier som analyserer immaterielle eiendeler som en determinant for kapitalstrukturen. I følge trade-off-teorien, bør selskap med høy andel immaterielle eiendeler ha en lavere gjeldsandel enn sammenlignbare selskaper med færre immaterielle eiendeler. Årsaken til dette er at immaterielle eiendeler vil øke selskapets konkurskostnad (Baker & Martin, 2011 s.456-7).

Empirien er dermed mangelfull og til dels motstridende. På den ene siden kan det tenkes at Scandza-konsernet har insentiver til å øke materielle og immaterielle eiendeler for å øke

gjelda, mens på den andre siden kan det tenkes at det faktisk vil ha negativ effekt å øke de immaterielle eiendelene.

7.2.2 Gjeld

Gjeldsandel i driftsselskapene		Gjeldsandel i holdingselskapene	
Synnøve Finden AS	73 %	Scandza AS	22 %
Finsbråten AS	90 %	Scandza Holdings III AS	0 %
Scandza Salg Norge AS	84 %	Provender AS	74 %
Sørlandschips AS	87 %	Provender Holding II AS	0 %
Berit Nordstrand Smarte Nytelser AS	122 %	Provender Investments AS	46 %
Scandza Drikker AS	54 %	Provender Holding AS	0 %
Konsolidert regnskap		84 %	

Figur 7. 3 Gjeldsandel i driftsselskapene. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Som vist i figur 7.3 har samtlige driftsselskaper eid av Scandza en gjeldsandel på over 50%. Berit Nordstrand Smarte Nytelser AS har den høyeste gjeldsandelen med 122%. Årsaken til at gjeldsandelen er over 100% er at selskapet har negativ egenkapital på grunn av et negativt resultat i 2016. De norske holdingselskapene over Scandza har gjeldsandel fra Scandza Holding III AS' 0% til Provender AS' 74%. Det konsoliderte regnskapet viser en total gjeldsandel på 84%.

Konsernet Scandza har en total gjeld på omtrent 3 milliarder, der 2,1 milliarder er ekstern rentebærende finansiering, som er sikret. Dette tilsvarer 60% av totalkapitalen og 78% av den totale gjelda. Av total ekstern rentebærende finansiering er 75% fra DNB, 20% fra Northwestern Mutual og 5% er leasing-lån.

Resterende 22% av den totale gjelda er i hovedsak leverandørgjeld og gjeld til offentlige instanser. Det er med andre ord ingen tegn til at konsernet låner fra noen av sine tilknyttede selskaper, såkalt intern gjeld. For en nærmere beskrivelse av intern gjeld og dets skatteminimerende effekt henvises leseren til kapittel 3.1.3.

Sikring av gjeld

Nedbryting av ekstern, rentebærende	Rentevilkår	Balanseført verdi
DNB lån	3 mnd LIBOR + 3,75-4,5%	1 309 695 000
Oppkjøpslån DNB	3 mnd LIBOR + 3,75-4,5%	287 677 000
PIK-lån Northwestern Mutual	Fast 14,75%	433 975 000
Leasing	1 mnd LIBOR + 1,95-3,02%	107 022 000
Totalt		2 138 369 000

Figur 7. 4 Nedbryting av langsiktig, sikret gjeld i konsolidert regnskap. Tall i NOK. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Den eksterne rentebærende finansieringen på 2,1 milliarder er sikret i Scandza-konsernet. Sikringen har en bokverdi på 1,4 milliarder og innebærer kundefordringer, varelager, aksjer, anleggsmidler og eiendom.

En del av den sikrede gjelda er et «Payment In Kind»-lån, også kalt PIK-lån, på 434 millioner. Långiveren er det amerikanske livsforsikringsselskapet Northwestern Mutual. Et PIK-lån er en form for mezzaninelån, der låntakeren ikke betaler renter eller avdrag før forfall. Mezzaninelån er nærmere beskrevet i kapittel 5.3.2. PIK-Lån har vanligvis høye etableringsgebyrer. I stedet for å betale rentekostnader, vil låntakeren ta opp nye lån, øke det eksisterende lånet eller gi långiver opsjon på aksjer i selskapet. PIK-lån er populært blant PE-fond ettersom den forsinkede renten og avdragsbetalingen gir fondet bedre likviditet til å utvikle selskapet (Treasury Today, 2008).

PIK-lånet fra Northwestern Mutual har en høy fast rente på 14,75%. Konsernet refinansierte i mars 2017, og nedbetalte, gjennom et ekstraordinært utbytte, 325 millioner av PIK-lånet i prosessen. Utbytte betales av overskudd etter skatt, og vil følgelig ikke redusere konsernets skattebelastning. Det opplyses i regnskapet at det resterende PIK-lånet på i overkant av 100 millioner, samt rentekostnader tilbakebetales i februar 2021. Rentekostnadene vil fradragføres i Provender Investments ved betaling. Når rentene betales, vil de høye rentekostnadene gi et økt eksternt skatteskjold. Skatteskjoldet vil ikke bidra til at overskudd flyttes ut av landet, men vil redusere den skattemessige inntekten og dermed Scandza-konsernets totale skattebelastning.

Leasing

En av gjeldspostene i det konsoliderte regnskapet er «leasing». Gjeldsposten gjelder både finansiell og operativ leasing av maskiner. Innledende leasing-lån var på 0,13 millioner, mens den balanseførte verdien i 2016 er på 0,11 millioner. Halvparten av gjeldsposten er balanseført hos Synnøve Finden AS, og det antas at den resterende halvparten finnes i noen av datterselskapene til Synnøve Finden. Det nevnes ikke hvor eller hvem lånet skal tilbakebetales til. Det er vanskelig å trekke klare konklusjoner uten mer opplysninger om hvem som leier fra hvem. Ettersom informasjon om långiver er utilgjengelig, vites det heller ikke hvorvidt rentekostnadene i forbindelse med leasing-lånet betales ut av landet. Gjeldsposten er uansett forholdsvis liten, med 5% av balanseført langsiktig gjeld. Denne gjeldsposten sees dermed ikke som et ledd i overskuddsflytting.

7.2.2.1 Tre mekanismer for skatteeffektiv kapitalstruktur

I dette underkapittelet undersøkes det i hvilken grad Møen et al. (2011) sine tre mekanismer for en skatteeffektiv kapitalstruktur er gjeldende for Scandza-konsernet. Modellen er beskrevet i kapittel 3.1.3.

Første mekanisme: Eksternt skatteskjold

Scandza-konsernet er finansiert med 60% ekstern rentebærende finansiering, noe som virker høyt. Den eksterne gjeldsandelen må være balansert mellom fordeler og ulemper ved å øke gjelda. Jamfør kapittel 3.1.3, vil selskaper som opererer i høyskatteland ha insentiver til å tilføre selskapet ekstern gjeld, ettersom det vil skape et eksternt skatteskjold. Det eksterne skatteskjoldet, som reduserer selskapets skattebelastning, må balanseres mot økte konkurskostnader som er en følge av å øke gjeldsandelen. Det kan tenkes at en årsak til at Scandza-konsernet har såpass høy gjeldsandel, er at konsernet har en form for sikring mot konkurskostnader i PE-fondet. Det er ikke nevnt i konsernets regnskap hvorvidt en slik sikring er tilstedeværende. Konsernets eksterne rentekostnader har heller ikke blitt avskjært av rentebegrensingsregelen. Dersom konsernet har en slik sikring, er denne ikke fremtredende.

Per dags dato er Scandza-konsernets rentekostnader ikke avskjært, ettersom konsernets rentekostnader i all hovedsak regnes som eksterne. Som tidligere nevnt har Scandza AS blitt avskjært for interne rentekostnader betalt innad i Norge.

Dersom den nye rentebegrensingsregelen godkjennes av Finansdepartementet vil både eksterne og interne rentekostnader kunne være gjenstand for avskjæring dersom de overstiger 25% av skattemessig EBITDA. Et selskap i konsernet vil være unntatt fra regelen dersom selskapets egenkapitalandel er lik eller høyere enn konsernets egenkapitalandel. Per dags dato har Finsbråten, Sørlandschips og Berit Nordstrand Smarte Nytelser lavere egenkapitalandel enn konsernet. Disse selskapene risikerer å bli avskjært dersom den nye regelen trer i kraft. Konsernet vil dermed ha insentiv til å øke gjelda i de selskapene som omgår regelen, og redusere gjelda i de ovennevnte selskapene.

Omgåelsesmuligheten har av flere hold blitt sett på som problematisk, spesielt i PE-bransjen (Schultz & Trumpy, 2017). Ved godkjenning av regelendring vil den nye rentebegrensingsregelen tre i kraft fra tidligst regnskapsåret 2019. Utfyllende beskrivelse av den eksisterende samt forslaget til ny rentebegrensingsregel er gitt i kapittel 3.1.4.

Andre mekanisme: Ekstern gjeldsflytting

Den andre mekanismen i Møen et al. (2011) sin modell dreier seg om at multinasjonale selskap, der morselskapet står ansvarlig for konkurskostnadene, har insentiver til å allokere gjelda til filialer i land med høyest skattesats.

Allokeringen vil gi høyest mulig skattebesparelse til den samme konkurskostnaden. Scandza-konsernet har eierforhold i Luxembourg og Nederland. Den begrensede offentlig tilgjengelige informasjonen om Provender SARL opplyser om at selskapets gjeldsandel er på 0,2%, og konsernet har dermed i svært liten grad allokert gjeld til Luxembourg. Gjeldsandelen i Provender BV er ikke offentlig tilgjengelig. Det kan tyde på at konsernet benytter seg av ekstern gjeldsflytting ved å plassere de største gjeldspostene i Norge, dersom en antar at en intern part står ansvarlig for konkurskostnadene i konsernet. Det er også verdt å nevne at verken Luxembourg eller Nederland har særlig lave skattesatser, og effekten ved ekstern gjeldsflytting er dermed ikke stor for konsernet. Mekanismen vil uansett ikke flytte overskudd ut av landet, men vil føre til at skattebesparelsen maksimeres for en gitt konkurskostnad.

Tredje mekanisme: Intern gjeldsflytting

Den tredje mekanismen i Møen et al. (2011) sin modell er intern gjeldsflytting mellom filialer og en intern bank i konsernet. Som tidligere nevnt er det ingen tegn til at Scandza-konsernet har interne gjeldsposter. Dermed er denne mekanismen ikke benyttet av konsernet.

7.2.3 Delkonklusjon balanseregnskapet

I de ovenstående delkapitlene er det analysert hvorvidt poster i balanseregnskapet til Scandza-konsernet kan forklare hvorvidt konsernet driver overskuddsflytting.

Teori om overskuddsflytting innebærer bruk av oppblåste immaterielle eiendeler for å kunne øke gjeldsandelen eller registrering av eiendelene i utlandet. Det er ikke mulig å konkludere med hvorvidt de immaterielle eiendelene er oppblåste. Konsernet har muligens insentiv til å øke de immaterielle eiendelene for å kunne øke gjeldsandelen, men posten er vanskelig å bestride ettersom den baseres på skjønn. Det er også usikkert hvorvidt den positive effekten er reell. Det kan konkluderes med at overskuddsflytting ved bruk av royalty-betalinger til lavskatteland ikke finner sted. Dersom det hadde vært tilfelle, måtte varemerker og patenter vært registrert på nærstående selskaper i lavskatteland. Varemerker og patenter er registrert i Norge, Sverige eller Danmark ettersom hvor de tilhørende driftsselskapene befinner seg.

Videre er det analysert hvorvidt det er forhold ved den høye gjeldsandelen som kan forklares ved at konsernet bedriver overskuddsflytting. Møen et al. (2011) sin modell som omhandler en skatteeffektiv kapitalstruktur i multinasjonale selskap er benyttet for å belyse Scandza-konsernets bruk av gjeld. De tre mekanismene: det eksterne skatteskjoldet, ekstern gjeldsflytting og intern gjeldsflytting er vurdert. Konsernet har svært høy andel ekstern gjeld, som gir et høyt eksternt skatteskjold. Høy ekstern gjeld og tilhørende høye eksterne rentekostnader vil redusere overskuddet i konsernet, men vil ikke føre til at overskuddet flyttes ut av landet. Konsernet bedriver i liten grad ekstern gjeldsflytting, og låner heller ikke fra sine tilknyttede selskap utenfor Norge.

7.3 Kapittelkonklusjon

I dette kapitlet har det blitt analysert hvorvidt Scandza-konsernet bedriver overskuddsflytting. I denne sammenheng er ulike poster i resultat- og balanseregnskapet analysert. Til tross for en svært lav effektiv skattesats på 2,1% på konsernnivå, er det ingen klare tegn til at konsernet flytter overskudd til lavskatteland. Konsernet har store immaterielle eiendeler, som i stor grad kan forklares ved at konsernet har kjøpt opp selskaper til en høyere pris enn markedsverdi. Patenter og varemerker er registrert i Skandinavia, og det finnes dermed ingenting som tyder på at konsernet benytter seg av royalty-overføringer mellom Norge og et lavskatteland for å redusere sin skattebyrde. Videre har konsernet en høy

gjeldsandel på 84% på konsernnivå, men har ingen intern gjeld på tvers av landegrensler. Den store andelen gjeld fører til et stort eksternt skatteskjold på grunn av de store rentekostnadene, men bidrar ikke til å flytte overskudd ut av landet.

Det kan med andre ord ikke konkluderes med at overskuddsflytting finner sted i Scandza-konsernet. Det betyr ikke at det med sikkerhet kan sies at det ikke finner sted, men ut fra tilgjengelig informasjon finnes det ingen klare indikasjoner som peker i denne retningen. Likevel kan det argumenteres for at konsernet til en viss grad skatteplanlegger. Fra et skattemessig perspektiv er gjeld det foretrukne finansieringsmiddelet over egenkapital. Ved å finansiere konsernet i stor grad ved bruk av gjeld, vil konsernet redusere sin skattebelastning.

8. Analyse private equity

I de ovenstående kapitlene er det analysert hvorvidt Scandzas kompliserte eier- og kapitalstruktur kan forklares å ha opphav i overskuddsflytting. Den tidligere analysen gjort med offentlig tilgjengelig informasjon kan ikke konkludere med at overskuddsflytting finner sted. Konklusjonen er i tråd med en artikkel av Bienz (2017). Artikkelen tar utgangspunkt i tidligere studier på gjennomførte oppkjøp i Norge. Resultatet av analysene er at selskap kjøpt opp av PE-fond forbedrer sine økonomiske og driftsmessige resultater i forhold til sammenlignbare bedrifter. Økningen i det økonomiske og driftsmessige resultatet skyldes ikke at PE-oppkjøpte selskaper skatteplanlegger mer enn sammenlignbare selskaper. Med andre ord finner analysen at PE-selskap ikke driver skatteplanlegging i større grad enn sammenlignbare selskap.

Scandza-konsernet er eid av PE-fondet CapVest Equity Partners III LP. En PE-investering er vekstorientert, har begrenset levetid og hovedformålet med investeringen er å maksimere avkastningen ved exit av investeringen. Dette kapitlet går over i andre del av analysen, der det forsøkes å avdekke om Scandza-konsernets kompliserte eier- og kapitalstruktur skyldes at konsernet er eid av et PE-fond.

Kapitlets første del introduserer og kartlegger PE-fondet CapVests fondsstruktur. Videre vil de norske holdingselskapene i konsernet analyseres, før kapitlet avsluttes med analyse av konsernets eierforhold i skatteparadisene Nederland, Luxembourg og Jersey. Hovedformålet med kapitlet er å konkludere med hvorvidt konsernets struktur har opphav i at konsernet er eid av et private equity-fond.

8.1 CapVests eierforhold

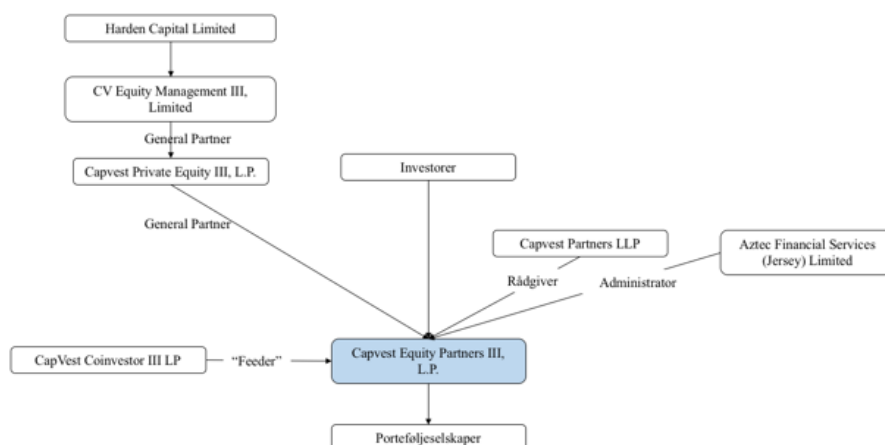
I dette underkapitlet blir fondet og dets relaterte parter kartlagt. I analysen vil «Fondet» ofte benyttes som et synonym for CapVest Equity Partners III LP, som er eierfondet til Scandza-konsernet. Synonymet er valgt benyttet for å unngå forvirring med fondsstrukturens mange like navn. Kartleggingen er gjort ved hjelp av selskapsdatabasen Orbis, United States Securities and Exchange Commission (SEC) og Investment Adviser Public Disclosure. Fondet har fylt ut et Form D til SEC, som ligger offentlig tilgjengelig. Form D brukes til å varsle både myndigheter og investorer ved salg av unoterte aksjer (U.S. Securities and Exchange Commission, 2017b). Det opplyses at informasjonen fra form D ikke er

kvalitetssikret av SEC, og at leseren ikke må anta at informasjonen oppgitt er nøyaktig eller fullstendig (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014). Opplysningene i Form D er likevel valgt benyttet i analysen i mangel på mer kvalitetssikrede kilder.

CapVest Partners LLP er Fondets investeringsrådgiver. Investeringsrådgiveren er pliktig til å rapportere et Form ADV til SEC etter amerikansk lovgivning. Form ADV er et skjema som må fylles ut av investeringsrådgivere for å registrere seg hos SEC og statlige verdipapirmyndigheter. CapVest Partners har sist oppdatert Form ADV 8. juni 2017 (U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a). Falske opplysninger eller utelatelser i Form ADV vil få konsekvenser som avslag eller kriminell påtale. Kilden er derfor ansett som troverdig.

Det har skjedd endringer i selskapsstrukturen fra konsernet ble kjøpt opp av CapVest i 2014 til i dag. Nå går eierskapet via Provender Holding AS, som er morselskap i Norge. Det har ikke vært mulig å finne informasjon om selskapsstrukturen mellom 2014 og høsten 2017. Fra den tidligste kartleggingen i september 2017 er det notert at CapVest Equity Partners III LP er majoritetseier i Provender SARL, som eier Provender Holdings AS gjennom Provender BV. Gjennom regnskapene opplyses det at Provender BV er majoritetseier i Provender Holdings AS. Eierskapsstrukturen har endret seg i Orbis i løpet av høsten 2017. Slik strukturen er desember 2017 er det ikke mulig å se en direkte kobling mellom morselskap i Norge og Fondet i utlandet.

Beslutningsstyrere



Figur 8. 1 Fondsstruktur. Kilde: U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a.

En oversikt over Fondets eierforhold er illustrert i figur 8.1. Form D opplyser om at CapVest Private Equity III LP er general partner for Fondet, og at CV Equity Management III Limited er general partner for Fondets general partner. Form ADV bekrefter forholdene mellom disse selskapene. CapVest Private Equity III LP er dermed ansvarlig for Fondet og er Fondets beslutningsstyrer. CV Equity Management III Limited er general partner til general partner og er dermed ansvarlig for CapVest Private Equity III LPs gjeld og beslutninger. CV Equity Management III Limited er eid av Harden Capital Limited med en aksjeandel på over 75%. Det fremkommer ikke fra Orbis eller andre kilder hvem som eier den resterende delen, eller nøyaktig hvor stor andel Harden Capital Limited har. Med en aksjeandel på over 75% er Harden Capital Limited majoritetseier. Dette gir Harden Capital Limited kontroll over CV Equity Management III Limited, som gir indirekte beslutningsstyring over Fondet. Orbis informerer ikke om hvem som har kontroll eller beslutningsmyndighet i Harden Capital Limited, og det er dermed usikkert hvorvidt fondsstrukturen fortsetter eller om Harden har den ultimate kontrollen.

Rådgivingselskap

I Form ADV opplyses det om at CapVest Partners LLP er rådgivingselskap til Fondet. Det kommer også frem at rådgivingselskapet lager kvartals- og årsrapporter til investorene. Styret til general partner eller manager til Fondet godkjenner rapportene. Det er dermed rimelig å anta at rådgivingselskapet CapVest Partners LLP står for den daglige forvaltningen av Fondet. CapVest Partners LLP er rådgivere for 28 andre fond, der 12 av fondene i tillegg rådgives av CapVest Associates LLP.

For at rådgivingselskapet, CapVest Partners LLP, skal kunne bidra med strategisk rådgivning i driftsselskapene burde rådgivingselskapet også være representert i driftsselskapene. I regnskapene opplyses det at to partnere i rådgivingselskapet, Campbell og Fitzpatrick, også er representert i styrene i de norske selskapene. Campbell er oppført som styreleder i de norske selskapene Provender Holding AS, Provender Investments AS, Provender AS, Scandza Holdings III AS og Provender Holdings II AS, samt styremedlem i Synnøve Finden AS. Fitzpatrick er styremedlem i Provender Holdings AS. I Provender Holding AS opplyses det at Timothy Lambert Colson er styremedlem. Colson er, i tillegg å være investeringsdirektør i rådgivingselskapet CapVest Partners LLP, også direktør i Scandza AS og Provender BV (Colson, n.d). De ovennevnte opplysningene viser hvordan eiere og ansatte i rådgivingselskapet står for den daglige forvaltningen av Fondet, samtidig som de også har

kontroll og stemmerett i de norske selskapene. De er i stor grad kun representert i holdingselskapene i Norge, og ikke driftsselskapene. Provender Holding AS er øverste organ i Norge, og det antas at representasjonen her gir indirekte kontroll og styring over driftsselskapene.

Administrator

Aztec Financial Services (Jersey) Limited er oppført som administrator i Fondet. Administrator skal, som nevnt i kapittel 5.1, sørge for at inn- og utbetalinger skjer i henhold til selskapsavtalen, samt føre regnskap og rapportere til Fondets investorer. Det er allerede avklart at rådgivingselskapet, med godkjenning av general partner, står for rapportering til investorene. Ved å outsource resten av administrasjonsarbeidet til administrator kan rådgivingselskapet fokusere på deres kjernekompetanse, som er strategisk rådgivning, samt bidra til en mer effektiv drift og ledelse i porteføljeselskapene. Administratoren er plassert i samme jurisdiksjon som Fondet, altså Jersey. Ifølge kapittel 5.1 er det vanlig at administrator har styreplass hos rådgivingselskapet. Det finnes ingen offentlig tilgjengelig informasjon om verken individer relatert til administrator eller styret til rådgivingselskapet. Det kan derfor ikke konkluderes hvorvidt administrator har en styreplass hos rådgivingselskapet.

Investorer

Fondet har til sammen 45 investorer. Investor betyr i denne sammenheng den endelige eier av en stemmeberettiget enhet i Fondet (The Financial Action Task Force, 2014 s. 8). Fondet har et minimumskrav på 5,3 millioner dollar for å investere. På grunn av det høye minimumskravet antas det at alle investorene er institusjonelle. 31%, eller 14 av de institusjonelle investorene er hjemmehørende i USA. Det finnes ingen offentlig tilgjengelig informasjon om hvor de resterende 69%, eller 31 institusjonelle investorene er hjemmehørende.

Master-feeder-ordning

Gjennom Form ADV kommer det frem at Fondet er et såkalt «master fund» i en «master-feeder arrangement». Disse begrepene er forklart i kapittel 5.2. 1% av investorene i Fondet er relaterte personer av rådgivingselskapet, og 9% av Fondet er eid av «funds of funds». «Feederen» er CapVest Co-investor III LP, og står sannsynligvis for de 9% av eierskapet i Fondet som er eid av andre fond. CapVest Co-investor III LP består av 23 investorer, og alle

disse investorene er relaterte personer til rådgivingselskapet CapVest Partners LLP. Dermed er 10% av Fondet indirekte eid av rådgivingselskapet CapVest Partners LLP.

Investorene i Fondet vil normalt kreve at forvalterne investerer en viss formue, slik at interessene blir mest mulig sammenfallende. Forvalterne i Fondets tilfelle er rådgivingselskapet. Feederen antas å ha et lavere minimumskrav enn Fondets minimumskrav på 5,3 millioner dollar, men det fremkommer ikke nøyaktig størrelse på feederens minimumskrav. Det er dermed rimelig å tro at feederen er eid av rådgivingselskapet CapVest Partners LLP, slik at de via feederen får et lavere minimumskrav.

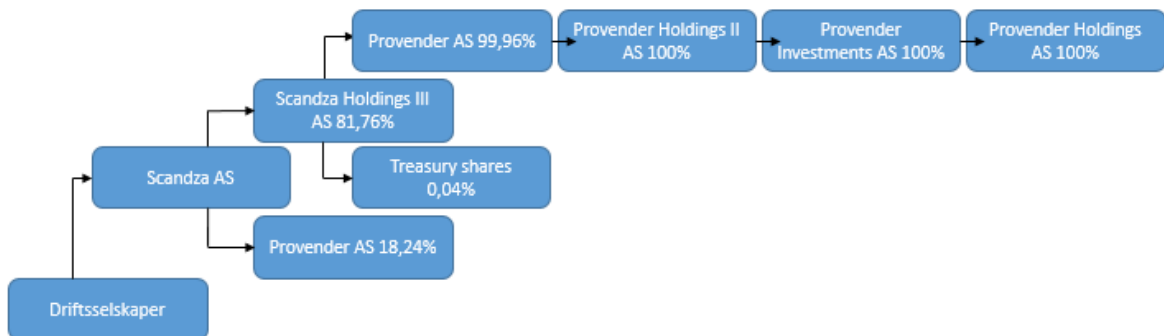
8.1.1 Delkonklusjon CapVests eierforhold

Det har vært endringer i strukturen siden oppkjøpet av Scandza-konsernet i 2014 til strukturen som finnes i dag. I tillegg har det blitt oppdaget endringer i strukturen under arbeidet med utredningen høsten 2017. Strukturen er dermed ikke bare komplisert, men den er også stadig under endring. Etter hvert som en beveger seg oppover i eierstrukturen, finner en lite informasjon om investorer og styreverv, som gjør det vanskelig å si hvem som er de faktiske beslutningstakerne i Fondet.

Hvem som er de faktiske beslutningstakerne i Fondet, og dermed også helt ned til driftsselskapene, er skjult i et nett av eierstrukturer, fond og investorer, som i stor grad er skjult fra offentligheten. Informasjonen er skjult ettersom eierforholdene i stor grad er strukturert i skatteparadiset Jersey; med flere gunstige regler for hemmelighold. Skatteparadiset Jersey blir videre diskutert i kapittel 8.3.2.

8.2 Holdingselskaper i Norge

I dette underkapittelet er hovedformålet å belyse hvorfor konsernet er organisert med seks lag holdingselskaper i Norge over driftsselskapene sett ut fra et PE-perspektiv.



Figur 8. 2 Utdrag av eierskapsstrukturen til konsernet Scandza AS. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016. Fullstendig organisasjonskart finnes i vedlegg 2.

Figur 8.2 viser organiseringen av de norske holdingselskapene. Under Scandza AS ligger alle Scandzas driftsselskaper. Provender Holding AS er det øverste holdingselskapet i Norge, og dermed det norske morselskapet. I dette kapittelet vil det bli sett på mulige årsaker til hvorfor denne strukturen er lagt opp.

8.2.1 Kapitalstruktur

I dette underkapittelet vil det bli undersøkt hvorvidt konsernet Scandza AS har organisert sin kapitalstruktur som strukturell subordinering, og i hvilken grad dette kan forklare andelen holdingselskaper. Det har blitt gjennomgått i kapittel 5.3 at en vanlig måte å gjennomføre et oppkjøp i private equity på, er ved bruk av gjeld. Når majoriteten av kapitalen i oppkjøpet er gjeld, har man et lånefinansiert oppkjøp. Videre ble det forklart at en vanlig måte å strukturere gjelda på i et PE-oppkjøpt selskap er ved strukturell subordinering. Strukturell subordinering innebærer at seniorlånene med mest sikring legges til driftsselskap eller holdingselskap med direkte eierskap i driftsselskapene. Ansvarlige lån som for eksempel mezzaninelån legges gjerne til holdingselskaper lenger opp i eierskapskjeden. Formålet med denne typen strukturering er å tydeliggjøre de ulike långivernes krav ved insolvens.

Gjeld

Synnøve Finden AS		Provender AS	
Langsiktig gjeld, sikret	51 344 000	Langsiktig gjeld, sikret	1 597 372 000
Kortsiktig gjeld, sikret	141 411 000	Kortsiktig gjeld, sikret	130 000 000
Annen kortsiktig gjeld	61 197 000	Annen kortsiktig gjeld	200 000
Total gjeld	498 253 000	Total gjeld	1 886 886 000

Finsbråten AS		Provender Investments AS	
Langsiktig gjeld, ikke sikret	6 757 000	Langsiktig gjeld	108 612 000
Annen kortsiktig gjeld	10 733 000	Kortsiktig gjeld	325 726 000
Total gjeld	94 452 000	Total gjeld	443 404 000

Scandza Drikker AS		KONSOLIDERT	
Kortsiktig gjeld, sikret	7 153 000	Langsiktig gjeld	1 599 509 000
Annen kortsiktig gjeld	3 582 000	Første års avdrag	480 107 000
Total gjeld	17 482 000	Kortsiktig gjeld	186 573 000
		Annen kortsiktig gjeld	205 765 000
		Total gjeld	2 983 005 000

Sørlandschips AS	
Langsiktig gjeld, ikke sikret	29 968 000
Kortsiktig gjeld, sikret	38 009 000
Annen kortsiktig gjeld	9 205 000
Total gjeld	115 631 000

Figur 8. 3 Gjeld i utvalgte selskaper 2016. Tall i NOK. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Figur 8.3 viser en oversikt over andelen sikret og usikret gjeld i forhold til total gjeld i selskaper i konsernet. Gjeldstyper som leverandørgjeld, gjeld til offentlige avgifter og konserngjeld er utelatt. Tabellen viser bare utvalgte selskaper i strukturen. De utelatte selskapene hadde ingen gjeld utover leverandørgjeld, gjeld i forbindelse med offentlige avgifter og konserngjeld. Ingen av selskapene, bortsett fra Synnøve Finden AS, Provender Investments AS og Provender AS, har nevnt hvilken kredittinstitusjon som er långiver. Det er heller ikke nevnt rentebetingelser eller tilbakebetalingsperiode i disse selskapene.

Sikret gjeld konsolidert regnskap	
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	186 573 000
Langsiktig gjeld inkl første års avdrag	2 138 369 000
Total	2 324 942 000

Sikring	
Kundefordringer	413 884 000
Varelager	379 173 000
Aksjer	28 709 000
Anleggsmidler(maskineri, inventar etc)	360 421 000
Fast eiendom	247 741 000
Total bokført verdi	1 429 928 000

Nedbryting av langsiktig, sikret gjeld	Rentevilkår	Balanseført verdi
DNB lån	3 mnd LIBOR + 3,75-4,5%	1 309 695 000
Oppkjøpslån DNB	3 mnd LIBOR + 3,75-4,5%	287 677 000
PIK lån Northwestern Mutual	Fast 14,75%	433 975 000
Leasing	1 mnd LIBOR + 1,95-3,02%	107 022 000
Totalt		2 138 369 000

Figur 8. 4 Nærmere oversikt over den sikrede gjelda i det konsoliderte regnskapet. Tall i NOK. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Figur 8.4 viser en nedbryting av den langsiktige, sikrede gjelda, samt hvilke eiendeler gjelda er sikret i. Synnøve Finden AS' langsiktige gjeld på 51,3 millioner består i sin helhet av et leasing-lån. Dette lånet står for halvparten av totalt leasing-lån i det konsoliderte regnskapet. Leasing-lånet har en flytende rente på 1 måned LIBOR + 1,95-3,02%.

Provender AS er låntaker for hele banklånet fra DNB, samt oppkjøpslånet fra DNB. Begge disse lånene har flytende renter på 3 måneder LIBOR + 3,75-4,5%. Lånene har sikring i Provender AS' datterselskaper.

Provender Investments AS' lån består av et PIK-lån fra Northwestern Mutual på 434 millioner, samt et DNB lån på 0,36 millioner. DNB-lånet har de samme rentebetingelsene som DNB-lånet i Provender AS. PIK-lånet har en høy fast rente på 14,75%. I tråd med reglene for PIK-lån, og som diskutert i kapittel 7.2.2 betales verken lån eller avdrag før låneperiodens slutt.

Egenkapital

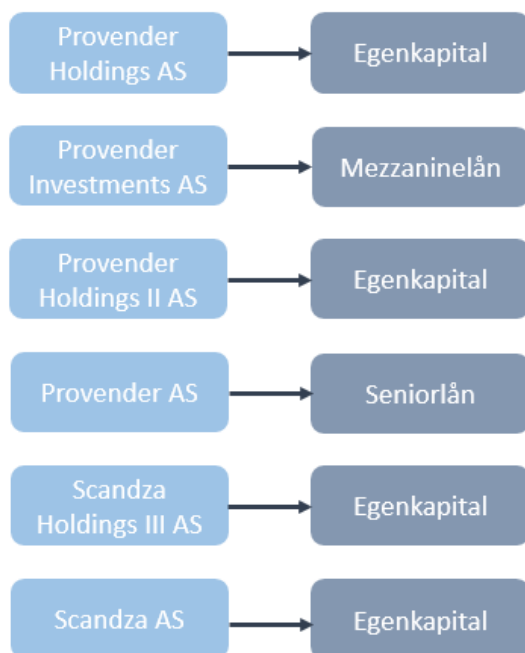
Scandza AS		Scandza Holdings III AS		Provender AS	
Gjeld	277 671 000	Gjeld	874 000	Gjeld	1 886 886 000
Egenkapital	972 085 000	Egenkapital	1 583 424 000	Egenkapital	672 614 000
Egenkapitalandel	77,8 %	Egenkapitalandel	99,9 %	Egenkapitalandel	26,3 %

Provender Holdings II AS		Provender Investments AS		Provender Holdings AS	
Gjeld	-	Gjeld	443 404 000	Gjeld	3 111 000
Egenkapital	920 704 000	Egenkapital	525 664 000	Egenkapital	641 195 000
Egenkapitalandel	100,0 %	Egenkapitalandel	54,2 %	Egenkapitalandel	99,5 %

Figur 8. 5 Oversikt over egenkapitalandel i holdingselskapene over Scandza AS. Kilde: Brønnøysundregisteret, 2016.

Fire av de seks norske holdingselskapene har en egenkapitalandel på opp mot 100%. Provender AS og Provender Investments AS har henholdsvis 26,3% og 54,2% egenkapitalandel, og bærer en stor andel av den sikrede gjelda. I Provender Holdings AS og Provender Holdings II AS, som begge har en egenkapitalandel på opp mot 100%, er det aksjepremie og annen egenkapital som står for størstedelen av den totale egenkapitalen. Annen egenkapital er overskudd i selskapet som ikke er utbetalt som utbytte, eller det kan være innbetalt kapital fra investorene (Sønning, 2015). Aksjepremie er den overkursen som er betalt for aksjer i selskapet. Det kan tyde på at fondsforvalteren har skutt inn ekstra egenkapital fra investorene i disse selskapene.

Strukturell subordinering



Figur 8. 6 Strukturell subordinering i Scandza-konsernet. Egenlaget figur. Informasjon om kapitalstruktur hentet fra Brønnøysundregisteret, 2016.

Den presenterte informasjonen om konsernets gjeld og egenkapital er sammenstilt i figur 8.6. Fra figur 8.6 ser en at konsernets struktur av gjeld og egenkapital ikke har en helt typisk struktur som strukturell subordinerings. Som beskrevet i kapittel 5.3.4 struktureres kapitalen slik at hvert holdingselskap holder en type kapital, og seniorlån med mest sikring legges nærmest driftsselskapene.

Seniorlånet fra DNB er lagt til Provender AS, som ligger nærmere driftsselskapene i eierskap enn mezzaninelånet med mindre sikring som befinner seg i Provender Investments AS. Videre finner en bare lån med samme senioritet i ett enkelt holdingselskap, som er i henhold til teorien om strukturell subordinerings. Det som ikke stemmer overens med teorien er egenkapitalen. Både Scandza AS og Scandza Holdings III AS, som er de to selskapene nærmest driftsselskapene i eierskap, har overvekt av egenkapital i sine selskap. Ifølge teorien om strukturell subordinerings, skal egenkapitalen, som har minst senioritet, legges til holdingselskaper øverst i holdingkjeden. Hadde konsernet fulgt strukturell subordinerings, ville holdingselskapene Scandza AS og Scandza Holdings III AS, som ligger nærmest driftsselskapene i eierskap vært bærere av gjeld med høy senioritet.

At konsernet ikke fullt ut følger strukturell subordinerings ved at seniorlånet fra DNB befinner seg i det tredje laget av holdingselskap, kan forklares ved at lånet har en spesiell type sikring. I stedet for at gjelda er sikret i eiendeler i det respektive selskapets, har gjelda derimot sikring i datterselskapene til Provender AS. Dette tyder på en form for kontraktsrettslig subordinerings, som beskrevet i kapittel 5.3.4. Dette forklarer hvorfor det finnes to lag med egenkapitalfylte holdingselskaper nærmest driftsselskapene.

8.2.2 Delkonklusjon holdingselskaper i Norge

Til tross for at den hierarkiske oppbyggingen av egenkapital ikke er i henhold til teorien, kan en konkludere med at konsernet til en viss grad følger strukturell subordinerings. Å plassere hver enkelt gjeldstype i egne holdingselskap gjør det tydelig for långiverne hvem som får hva ved insolvens, som er hovedformålet med denne type subordinerings. Seniorlångiveren DNB har det sterkeste kravet på eiendeler i konsernet, og vil få oppfylt sine krav før mezzanine-långiveren Northwestern Mutual. Til sist vil egenkapitalholderne få oppfylt sine krav.

8.3 Bruk av skatteparadis

Det er tidligere avdekket at eierskapet til Scandza-konsernet går via Provender BV i Nederland og til Provender SARL i Luxembourg. Selve fondet, CapVest Equity Partners III LP, er strukturert som et limited liability-fond som befinner seg i Jersey. I dette kapittelet vil det bli gjennomgått mulige årsaker til hvorfor selskapene og fondet er lokalisert i disse landene, som alle kan betegnes som skatteparadis.

8.3.1 Nederland og Luxembourg

I dette underkapittelet gjennomgås ulike mulige grunner for at eierforholdet i konsernet går via Nederland til Luxembourg. Det er allerede konkludert med at konsernet Scandza, ut fra tilgjengelige opplysninger, ikke driver med overskuddsflytting. Det må derfor være andre årsaker til at eierskapet er organisert via Nederland. Provender Holding AS, som er morselskapet i Norge, er eid 65% av Provender BV som befinner seg i Nederland. Provender BV er 100% eid av Provender SARL som holder til i Luxembourg.

I kapittel 5.4 har ulike exit-strategier for PE-investeringer blitt diskutert; trade sale, secondary buyout og børsnotering. Konsernet ble kjøpt opp av CapVest tidlig i 2014, altså for fire år siden. Dersom en tar utgangspunkt i en vanlig investeringslengde i private equity som nevnt i kapittel 5.1 er ti år, er det seks år til exit av investeringen. Det kan bety at fondet ikke har begynt å strukturere konsernet for exit enda, og det er følgelig vanskelig å si noe om hvilken strategi fondet velger for konsernet Scandza. Felles for de tre strategiene er at PE-investorene realiserer sin eventuelle gevinst ved at aksjene i driftsselskapene selges. Hypotesen er dermed at ved salg av Scandza-konsernet vil investorene, som har eierskap i det øverste leddet i eierkjeden, Provender SARL, få utbetalt sin eventuelle avkastning ved å motta likvidasjonsutbytte fra Provender SARL. Likvidasjonsutbytte betales fra Provender Holdings AS i Norge til Provender BV i Nederland. Deretter mottar Provender SARL likvidasjonsutbytte fra Provender BV. Til slutt mottar investorene likvidasjonsutbytte fra Provender SARL.

Ifølge OECDs (2015) mønsterskatteavtale «OECD Model Tax Convention on Income and Capital» er utbytte i utgangspunktet skattepliktig der mottaker av utbyttet er hjemmehørende. Landet der inntekten genereres, altså kildelandet, har rett til å ilegge kildeskatt på opptil 15% på utbytte betalt til mottaker. Norge, Luxembourg og Nederland er OECD-land, og følger dermed denne metoden.

EUs parent-subsidiary-direktiv eliminerer dobbeltbeskatning på utbytte mellom selskap ved å unnlate kildeskatt på utbytte betalt mellom selskap innad i EU så lenge morselskapet eier minst 10% av datterselskapet (European Commission, 2017). Både Nederland og Luxembourg er EU-land, og følger dermed parent-subsidiary-direktivet. Etersom Norge ikke er medlem av EU, gjelder ikke direktivet for Norge.

Videre i kapittel 8.3.1 vil det bli kort bli gjennomgått årsaker til at både Nederland og Luxembourg regnes som skatteparadis. Deretter blir det sett på ulike årsaker til at PE-fondet har strukturert eierskapet i konsernet via Nederland og Luxembourg.

8.3.1.1 Skatteparadiset Nederland

Nederland er et land i nordvestlige Europa med omkring 16,8 millioner innbyggere. Landet er kjent for sin stabile økonomi og lave arbeidsledighet (Langvik-Johannesen, 2016). Nederland ble rangert som nummer 41 på Tax Justice Networks (2015a) Financial Secrecy Index. Indeksen fremhever steder i verden som tilbyr en trygg havn for skatteunndragelse. Stedene rangeres etter grad av hemmelighold og offshore finansielle tjenester. Nederland står for bare 1% av det globale markedet for offshore finansielle tjenester, og fikk en hemmelighetsscore på 48 av 100. En av hovedårsakene til at Nederland blir regnet som et skatteparadis, er den enorme mengden kapital som strømmer gjennom landet. 91 av verdens 100 største multinasjonale selskap har finansieringsselskap i landet (Tax Justice Network, 2015a).

Årsakene til at Nederland er et populært gjennomstrømningsland er landets omfattende skatteavtaler som tillater multinasjonale selskap å redusere kildeskatt på utbytte, renteinntekter og royalty-betalinger fra Nederland til omkring 100 ulike land, også utenfor EØS (PwC, 2017a). I tillegg vil Nederlands fritaksmetode frita internasjonale datterselskap fra nederlandsk inntektsskatt på morselskapets hånd selv om morselskapet er et nederlandsk selskap (Vistra, 2017).

8.3.1.2 Skatteparadiset Luxembourg

Luxembourg er et lite land i Vest-Europa med i underkant av 600.000 innbyggere. Landet har en av verdens høyeste BNP per innbygger. En av landets viktigste industrier er bank- og finansieringsvirksomhet (Thuesen, 2016). Luxembourg ble rangert på 6. plass på Tax Justice Networks (2015b) Financial Secrecy Index i 2015. Landet fikk en moderat hemmelighetsscore på 55 av 100. Over 11,6% av det globale markedet for offshore finansielle

tjenester befinner seg i Luxembourg. Dette er en stor andel i forhold til andre skatteparadis (Tax Justice Network, 2015b).

I november 2014 ble hundrevis av hemmelige avtaler mellom Luxembourg og multinasjonale selskaper publisert av journalistnettverket «International Consortium of Investigative Journalists» (ICIJ). De hemmelige avtalene var inngått mellom multinasjonale selskaper og Luxembourgs skatteadministrasjon, og var såkalte Advanced Tax Agreements (ATA). Noe forenklet forklart kunne en med ATA forhåndsavtale hvordan en spesifikk transaksjon skulle beskattes. Det ble også gitt kvantumsrabatter slik at jo større transaksjon en hadde desto lavere skatt fikk transaksjonen. Luxembourg hadde i 2014 en selskapskatt på 29 prosent, og med en ATA kunne en få en effektiv skattesats på så lavt som 0,2 prosent (Marian, 2017).

8.3.1.3 Skatteavtale Norge-Nederland

Regnskapsinformasjonen viser ingen tegn til utbytteoverføringer mellom Provender Holdings AS i Norge og Provender BV i Nederland i 2016. Det kan likevel tenkes at det tidligere har vært overført utbytte eller at det overføres utbytte ved en senere anledning, spesielt i forbindelse med exit av investeringen.

I tråd med OECDs (2015) mønsteravtale er det Nederland som skattlegger utbytte mottatt fra Norge, mens Norge har rett til å kreve kildeskatt på utbyttet. Nederland er ansvarlig for å unngå dobbeltbeskatning, og vil kreditere den norske skattekostnaden mot den nederlandske.

Ettersom både utdeler og mottaker av utbyttet er selskaper og ikke fysiske personer, vil den norske fritaksmetoden kunne være gjeldende. Fritaksmetoden innebærer at selskaper er fritatt for skatt på utbytte og gevinst ved realisasjon av aksjer dersom mottakerlandet er hjemmehørende i et EØS-land. Dersom EØS-landet regnes som lavskatteland, er det et krav om at mottakerselskapet er reelt etablert og driver reell økonomisk aktivitet. Det er også et krav om at mottakerselskapet må være reelt etablert og drive reell økonomisk aktivitet for at selskapet skal være fritatt for kildeskatt i Norge (Skattedirektoratet, 2017 s. 547-549).

Dersom fritaksmetoden trer i kraft, vil utbyttet mellom Provender Holdings AS og Provender BV være fritatt for skatt i Nederland, samt kildeskatt i Norge. Nederland regnes ikke som et lavskatteland av Skattedirektoratet (2017, s.1321-22). Provender BV vil derfor være fritatt for skatt på utbytte. Et viktig spørsmål er hvorvidt Provender BV er reelt etablert og driver reell

økonomisk aktivitet. Dette har betydning for om selskapet må betale kildeskatt til Norge eller ei. Regnskapsinformasjonen til Provender BV er ikke offentlig tilgjengelig, og innsyn i hvorvidt selskapet kan regnes å drive med reell økonomisk aktivitet er dermed svært begrenset. For at selskapet skal anses å drive med reell økonomisk aktivitet samt være reelt etablert, må det kunne påvises at det er forretnings- og ikke skattemessige årsaker til at selskapet er etablert i Nederland, og at det ikke er rene skattemotiverte årsaker. Dersom Provender BV ikke kan bevise at det er forretningsmessige årsaker til etableringen, vil selskapet bli ilagt kildeskatt på utbyttet (Skattedirektoratet, 2017 s.551).

8.3.1.4 Skatteavtale Nederland-Luxembourg

Ved exit av investeringen vil Provender BV i Nederland selges eller nedlegges. Et tilhørende likvidasjonsutbytte vil gå til Provender SARL i Luxembourg. Deretter legges Provender SARL ned, og investorene og fondsforvalter får utbetalt sin avkastning i form av likvidasjonsutbytte fra Provender SARL.

Ved utbetaling av likvidasjonsutbytte fra Provender BV i Nederland til Provender SARL i Luxembourg, vil Provender SARL være fritatt for inntektsskatt og den såkalte «municipal business tax» i Luxembourg, dersom visse kriterier er fulgt. Municipal business tax, ofte kalt MBT, er en kommunal næringskatt som varierer etter hvilken kommune selskapet er hjemmehørende i. Følgende kriterier må være fulgt for å klassifisere for fritak av inntektsskatt og MBT (EYGM Limited, 2014):

1. Den solgte eller nedlagte enheten må være hjemmehørende i et EU-land, i henhold til parent-subsidiary-direktivet.
2. Den mottakende enheten må være enten
 - a. En fullstendig skattepliktig innbygger i Luxembourg, eller
 - b. Et fullstendig skattepliktig selskap i Luxembourg, eller
 - c. Et fast driftssted i Luxembourg for et selskap som befinner seg enten i et EU-land, et land Luxembourg har en skatteavtale med, eller et EØS-land.

Kriterium nummer 2 er i tråd med reglene i parent-subsidiary-direktivet.

3. Den mottakende enheten holder eller forplikter seg til å holde eierskap i den solgte eller nedlagte enheten i minimum 12 måneder, på minimum 10% eller ha aksjer til en verdi av minimum 1,2 millioner euro, eller få en kapitalgevinst på minimum 6 millioner euro.

Kriterium nummer én er klart oppfylt. Provender BV befinner seg i Nederland, som er medlem av EU. Provender SARL er et limited liability-selskap, som kan betegnes som Luxembourgs versjon av et AS. Selskapet er dermed fullstendig skattepliktig i Luxembourg, som oppfyller det andre kriteriet. Provender SARL eier 100% av aksjene i Provender BV. Det finnes ingen tilgjengelig informasjon om hvor lenge Provender SARL har hatt eierskap i Provender BV, og det er heller ikke oppgitt når en exiten vil finne sted. Det er likevel nærliggende å anta at også det siste kriteriet vil være oppfylt innen exit. Provender SARL vil derfor være fritatt for inntektsskatt og MBT i Luxembourg.

EUs parent-subsiary-direktiv vil være gjeldende for utbytte betalt mellom Provender BV og Provender SARL, og Provender SARL vil derfor være fritatt for nederlandsk kildeskatt.

Gjeldende skatteavtale mellom Luxembourg og investorenes jurisdiksjon

Luxembourg ilegger en kildeskatt på 15% på likvidasjonsutbytte til investorene ved nedleggelse eller salg av Provender SARL, med mindre mottakerlandet har en annen skatteavtale med Luxembourg. Dersom EUs parent-subsiary-direktiv gjelder, vil ikke kildeskatt ilegges. For at parent-subsiary-direktivet skal gjelde må mottaker være et selskap hjemmehørende i et EU-land med minst 10% eierskap, eller eie aksjer verdt minst 1,2 millioner euro i en periode på minst 12 måneder.

Informasjon om hvem investorene er, eller hvor disse befinner seg er i liten grad offentlig tilgjengelig informasjon. Det er opplyst i Form ADV at det finnes 45 investorer i fondet, der 69% er hjemmehørende utenfor USA. Det betyr at 14 investorer befinner seg utenfor EU, mens 31 investorer potensielt kan være hjemmehørende innenfor EU-området. Hver investor må investere minimum 5,3 millioner dollar, som etter dagens kurs tilsvarer omkring 4,5 millioner euro. Det betyr at dersom investor investerer via et selskap hjemmehørende i et EU-land, vil investoren være fritatt for kildeskatt ifølge parent-subsiary-direktivet. Dersom investor er hjemmehørende utenfor EU, og i et land som ikke har skatteavtale med Luxembourg som sier annet, må investor betale kildeskatt på 15%.

Investorene som er hjemmehørende i USA må betale kildeskatt på 15% på utbytte mottatt fra Provender SARL. Dersom de amerikanske investorene investerer via et selskap med eierskap

på mer enn 10%, reduseres kildeskatten i Luxembourg til 5% (Deloitte Touche Tohmatsu Limited, 2016).

8.3.1.5 Mulige årsaker til at Nederland er valgt som gjennomstrømningsland

I en analyse av Fichtner, Garcia-Bernardo, Heemskerk og Takes (2017) ble 71 millioner eierskapsrelasjoner mellom 98 millioner selskap undersøkt for å avdekke offshore finanssentre. Analysen skiller mellom finanssentre som tiltrekker seg og beholder utenlandsk kapital, såkalte «sink-OFC», og finanssentre som fungerer som gjennomstrømningsland, såkalte «conduit-OFC». Nederland ble funnet å være det største gjennomstrømningslandet i verden. Kapital strømmer primært fra europeiske land via Nederland til land som Luxembourg, Kypros og Bermuda. For mer utfyllende teori om gjennomstrømningselskap henvises leseren til kapittel 3.3.

	Luxembourg	Nederland	Norge
Effektiv selskapsskattesats	20.33 %	25 %	24 %
Kildeskatt på utbytte	15 %	15 %	25 %
Kildeskatt på utbytte med avtaleland	0 - 15%	0 - 15%	0 - 25%
Kildeskatt på utbytte til EØS-land	0 %	0 %	0 %
Kildeskatt på renter	0 %	0 %	0 %
Tynn kapitalisering	Nei	Nei	Ja
CFC-regler	Nei	Nei	Ja
Antall aktive skatteavtaler	77	97	88

Figur 8.7 Sammenligning av skatteregimer i Luxembourg, Nederland og Norge. Egen sammenligning. informasjon hentet fra PwC, 2017b.

Figur 8.7 viser at Luxembourg har den laveste effektive selskapsskatten blant Luxembourg, Nederland og Norge. Verken selskapet i Luxembourg eller Nederland har reell inntekt i selskapene, og det antas derfor at selskapsskatten ikke er relevant i den videre sammenligningen. Norge er valgt tatt med i sammenligningen for å vise i hvilken grad Luxembourg og Nederland har mer gunstige skatteregimer for investorene.

Figuren viser at både Luxembourg og Nederland har gunstige skatteregler og et utbredt antall skatteavtaler. Sammenligningen av Luxembourg og Nederlands skatteavtaler med land utenfor EØS, viser at begge landene i stor grad fritar selskaper fra kildeskatt, selv om selskapene er lokalisert utenfor EØS. Både Luxembourg og Nederland krever for eksempel 0%, 5% eller 15% i kildeskatt fra selskaper i USA, avhengig av visse kriterier. Norge krever en kildeskatt på 15% fra amerikanske selskaper.

Sammenligner en Norge med Nederland og Luxembourg med hensyn på skatteregimer, finner en at Norge stort sett krever høyere kildeskatt. Det er allerede avklart at konsernet, jamfør analysen i kapittel 7, ikke bedriver overskuddsflytting. Likevel kan det antas at konsernet til en viss grad skatteplanlegger ved å strukturere eierskapet gjennom Nederland og Luxembourg for å unngå kildeskatt. Ettersom det ikke er tilgjengelig informasjon om hvor alle investorene er hjemmehørende, og ikke hvor mye hver enkelt investerer, er det ikke mulig å kalkulere hvor stor skattebesparelsen er ved å kanalisere eierskapet via Nederland og Luxembourg.

Sammenligningen av Luxembourg og Nederlands skatteregimer ovenfor viser at det kan diskuteres hvorvidt det kunne vært mer gunstig at eierskapet går direkte til Provender SARL i Luxembourg, uten å benytte Nederland som gjennomstrømningsland, ettersom landene i stor grad har like skatteregimer. Norge har også et utbredt antall skatteavtaler, men krever jevnt over en høyere kildeskatt enn Luxembourg og Nederland. Hypotesen om hvorvidt eierskapet skulle kunne gått direkte via Luxembourg utforskes videre i de neste avsnittene.

Antakelser om direkte eierskap til Luxembourg

Eierskapet til konsernet Scandza går fra Norge via Provender BV i Nederland til Provender SARL i Luxembourg. Luxembourg er medlem av EU og dermed EØS. Ergo ville PE-investeringen være fritatt for kildeskatt i Norge ved å ha direkte eierskap fra Norge til Luxembourg, uten å gå via Nederland. Fritak fra kildeskatt i Norge kan med andre ord ikke forklare hvorfor eierskapet er kanalisert via Nederland.

Som nevnt i innledende kapittel 8.3.1.2 om Luxembourg, er Luxembourg kjent for hemmelighold og sine offshore finansielle tjenester. Det kan derfor tenkes at disse momentene er viktige årsaker til at eierskapet er kanalisert via Luxembourg.

Etter lekkasjen av ATA-avtalene i 2014, som har fått navnet LuxLeaks, har det imidlertid vært svært mye fokus på Luxembourgs skatteregime, og Luxembourg har i ettertid signert OECDs «Common Reporting Standard» (CRS), som trådte i kraft i 2017. Avtalen innebærer at deltakende jurisdiksjoner er pliktet til å automatisk dele informasjon fra sine finansielle institusjoner med hverandre (OECD, 2017). Luxembourg har også signert en avtale med USA, «Foreign account tax compliance act» (FACTA), som forplikter Luxembourg til å dele informasjon fra finansielle institusjoner og visse andre ikke-finansielle institusjoner om

amerikanske kontoinnehavere. FACTA trådte i kraft i 2015 (U.S. Department of the Treasury, 2017). Disse avtalene gjør det vanskeligere å gjennomføre ATAer. Imidlertid har avtalene vært svært hemmeligholdte, og det er følgelig ikke mulig å konkludere hvorvidt en slik avtale er signert mellom Provender SARL og Luxembourg.

En annen mulig vinkling er at de institusjonelle forholdene er årsaken til at eierskapet struktureres gjennom Luxembourg. Til tross for de ovennevnte forbedringene som har gjort landet mer transparent, regnes Luxembourg fortsatt som en av verdens viktigste lukkede jurisdiksjoner. Landet har en rekke finansielle og andre tjenester som kan være nyttige for multinasjonale selskap. Luxembourg er også kjent som et viktig bank- og formueforvaltningssenter. Det er verdens andre største senter for investeringsfond, fulgt av USA (Banque de Luxembourg, 2017). Det fremkommer ikke av tilgjengelig informasjon om Provender SARL hvorvidt de har benyttet seg av slike tjenester. Det er derfor lite hensiktsmessig å spekulere i hvilke institusjonelle forhold som gjør at eierskapet er strukturert via Luxembourg. Det er også mulig at investorene har sine selskap i Luxembourg, og at det er disse som drar nytte av de institusjonelle forholdene. Igjen, det finnes lite offentlig tilgjengelig informasjon om investorene, og følgelig kan en ikke konkludere med noe angående disse forholdene.

De to ovennevnte forholdene, hemmelighold og finansielle tjenester, kan være en mulig forklaring på hvorfor Luxembourg er benyttet som gjennomstrømmingsland. Forholdene kan derimot ikke forklare hvorfor eierforholdet går via Nederland. Det tyder på at den manglende innsikten i selskapene i disse to landene vanskeliggjør en fullstendig analyse.

8.3.2 Jersey

Dette underkapittelets første del gir en beskrivelse av skatteparadiset Jersey. Videre vil det bli gjennomgått mulige årsaker til at fondet er valgt plassert i Jersey, og ikke i Norge, der inntektene genereres. Den norske strukturen som er mest lik limited partnership, som er fondets struktur, er kommandittselskap og indre selskap. Disse vil derfor bli brukt i sammenligningen. For enkelhets skyld vil bare termen kommandittselskap benyttes videre. Kapitlet er skrevet med inspirasjon fra masterutredningen «Kanaløyene: et paradys for norske private equity-fond?» av Lange og Mothes (2014).

8.3.2.1 Skatteparadiset Jersey

Jersey er en del av Kanaløyene og ligger under britisk kronbesittelse som innebærer at øya har indre selvstyre, mens Storbritannia har ansvar for utenrikspolitikken. Øya har i overkant av 95 000 innbyggere (Berg-Rolness, 2016, s. 115). Jersey ble rangert til en 16.plass på Tax Justice Networks (2015c) Financial Secrecy Index. Jersey er en liten spiller i det globale markedet for offshore finansielle tjenester med bare litt over 0,2% av markedet. Med en hemmelighetscore på 65 av 100 regnes Jersey for å ligge på grensen av hva som regnes å være «farlig» hemmelighold.

Limited partnership er en populær selskapsform i Jersey, også for nordiske PE-fond som ønsker å tiltrekke seg utenlandske investorer. Årsaken til at norske PE-aktører foretrekker Kanaløyene, som består av Guernsey og Jersey, er at jurisdiksjonene er internasjonalt akseptert og foretrukket av utenlandske investorer.

Jersey har signert CRS-avtalen om automatisk informasjonsutveksling. Avtalen trådte i kraft regnskapsåret 2016, og forplikter selskaper til å gjennomgå, identifisere og rapportere regnskap til jurisdiksjoner Jersey har avtale med. Jersey har blant annet avtale med alle EU-land bortsett fra Østerrike. Norge har også signert CRS. Avtalen er et ledd i å forhindre skatteunndragelse på tvers av landegrenser (States of Jersey, 2017; KPMG, 2015). Fortsatt er stiftelser og informasjon om eierstrukturer ikke offentlig tilgjengelig. Dette gjør det enkelt for utenlandske foretak og investorer å bruke stiftelser og selskap for å unngå å avsløre sin identitet, og Jersey kan fortsatt brukes som ledd i komplekse multinasjonale strukturer for skatteunngåelse (Christensen & Murphy, 2017).

Plasseringen av fondet kan ikke være gjort på grunn av Jerseys skattesatser, ettersom limited partnership er en deltakerlignet selskapsform, og eierne skatter i det landet de er skattemessig tilhørende. Inntekten og formuen som beskattes anses som oppstått i investeringslandet. Investorene eier aksjer i Provender SARL i Luxembourg, som dermed regnes som investeringslandet.

8.3.2.2. Sammenligning av fondsjuridiksjon

Dette underkapittelet vil i de følgende avsnittene diskutere og sammenligne ulike forhold ved valg av fondsjuridiksjon i Jersey og Norge.

Skattetransparens

Skattetransparens innebærer at fondet ikke regnes som et eget skattesubjekt, og at skattebelastningen dermed beregnes på investorenes og ikke selskapets hånd. Skattetransparens betyr at investorene er skattepliktige i det landet investeringen til fondet ble gjort, og ikke der fondet er registrert. Dermed unngår investorene internasjonal dobbeltbeskatning, og det er enklere for investorer fra flere land å investere sammen (Sandli & Storeng, 2017a).

Både Jerseys limited partnership og Norges kommandittselskap regnes som skattetransparente strukturer. Skattetransparens burde dermed ikke være en viktig årsak for CapVest å plassere fondet i Jersey i stedet for Norge.

Fast driftssted

Både European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) (2010) og Nordic Innovation (Alhanko et al., 2011) peker på at et viktig element ved valg av jurisdiksjon er å unngå fast driftssted.

Skatteetaten (n.d.) har følgende betingelser for betegnelsen av fast driftssted:

«For at det skal foreligge et fast [drifts]sted, må det være en viss varighet i tid knyttet til stedet, og virksomheten må være drevet gjennom det faste [drifts]stedet».

Dersom general partner eller limited partner ikke er hjemmehørende i Jersey, vil de ikke anses som reelt etablert i Jersey. Dette medfører at Jersey krever at svært lite informasjon skal være offentlig tilgjengelig. Det kreves ikke revisjon av regnskap, og regnskaper kreves ikke offentlig tilgjengelig (Carey Olsen, 2013).

Hvorvidt en anses som reelt etablert som kommandittist i et kommandittselskap i Norge er noe uklart. Det finnes ingen generell regel, og spørsmålet må behandles i hvert enkelt tilfelle (Langseth & Talmo, 2015). Dersom investorene anses som reelt etablert, vil de bli skattepliktige i Norge. Likevel vil fritaksmetoden i mange tilfeller kunne fritta utenlandske

investorer fra norsk kildeskatt. Utenlandske investorer må likevel registrere sin inntekt og formue dersom de investerer i et kommandittselskap (Alhanko et al., 2011).

Selv om kommandittselskapet ikke nødvendigvis anses for å ha fast driftssted i Norge, kan usikkerheten rundt dette være nok til å gjøre Norge til et mindre attraktivt sted for plassering av fond, dersom utenlandske investorer er foretrukket. Ettersom CapVest er et britisk PE-selskap, kan en regne med at Scandzas eierfond søker investorer utenfor Norge, selv om Scandzas driftsselskaper er skandinaviske. Det er allerede kartlagt at 31% av Scandzas investorer er amerikanske statsborgere.

Stabilitet og tillit

Investeringer i PE-fond er ofte illikvide og langsiktige, med en vanlig investeringstid på omkring ti år. Av denne grunn er stabilitet og tillit viktige elementer ved valg av fondjurisdiksjon. Stabilitet innebærer i denne sammenheng at lover og regler som er relevante for et PE-fond er stabile og ikke endrer seg mye over en kort tidsperiode. Tillit innebærer at fondsforvalterne har tiltro til at jurisdiksjonen har stabile lover og regler (Lange & Mothes, 2014, s.80-82).

Jersey er internasjonalt anerkjent for sitt stabile og robuste rammeverk for selskap og fond. Ettersom finansielle tjenester er et av Jerseys største markeder, har øya store insentiver til å være en foretrukket jurisdiksjon for selskaper og fond. Jersey har en egen kommisjon, Jersey Financial Services Commission (n.d.) som har som et av målene sine å sikre Jerseys rykte som en ledende tilbyder av finansielle tjenester.

Norge er kjent for å være et politisk stabilt land, der det er trygt og enkelt sted å drive forretning. Landet ble rangert som nummer 6 av 159 land i «World Banks Doing Business Report» og som nummer 5 av 175 land i «Transparency Internationals Corruption Perceptions Index». Norge har også et effektivt rettssystem (U.S. Department of State, 2015). Norge har likevel ikke de samme forutsetningene som Jersey for å kunne tilby et stabilt rammeverk for fond. Jersey er en liten stat der omkring 50% av bruttoproduktet består av finansielle tjenester (States of Jersey, 2017), som tilsier at denne sektoren er ekstremt viktig for Jersey.

Kostnadssynergier

Ved å opprette alle fondene i samme jurisdiksjon og benytte de samme tjenesteyterne vil det kunne oppnås kostnadssynergier. Flere PE-aktører sier at de får et bedre pristilbud etter hvert som de oppretter flere fond i samme jurisdiksjon. Hvis et fond allerede er etablert på Kanaløyene vil de kunne få et bedre pristilbud på fond nummer to og tre også videre. Videre har aktørene utviklet kjennskap og tillit til administratorene og revisjonsselskapene, der rutiner og samarbeid har blitt utviklet over tid. Rådgivningsmiljøet forvalter gjerne flere aktive PE-fond samtidig, og ved etablering av et nytt fond vil det ofte plasseres i samme jurisdiksjon som de andre aktive fondene (Lange & Mothes, 2014, s. 115).

Av selskapene som CapVest Partners rådgiver er 19 lokalisert i Jersey, syv i Bermuda, to i Guernsey og ett i Irland. En stor overvekt av selskapene er lokalisert i Jersey, der 15 bruker KPMG som revisjonsselskap, og 13 av dem bruker samme administrator og bank. Dersom det gis bedre pristilbud for hvert fond som opprettes vil det være betydelige kostnadssynergier ved å plassere nye fond i Jersey (U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a).

8.3.3 Delkonklusjon skatteparadis

Konsernet Scandza eies av Provender BV i Nederland, som igjen eies av Provender SARL i Luxembourg. PE-fondet er strukturert som et limited partnership-fond, og er plassert i Jersey. Nederland, Luxembourg og Jersey regnes alle som skatteparadis av Tax Justice Network og andre kilder. Det er vanskelig å konkludere med hvorfor eierskapet er strukturert slik det er i dag. Kildeskatt på utbytte er en viktig del av diskusjonen. Nederland er kjent for å tilby unngåelse av kildeskatt på utbytte betalt til aksjonærer utenfor EØS. En nærmere analyse av Nederland og Luxembourgs skatteregimer viser at også Luxembourg har flere gunstige regler for selskap som ønsker å unngå kildeskatt på utbytte. Norge på sin side, krever jevnt over en høyere kildeskatt enn Nederland og Luxembourg. Det kan derfor argumenteres for at konsernet skatteplanlegger ved å strukturere eierskapet gjennom skatteparadis for å unngå kildeskatt på utbytte.

Ettersom Luxembourg og Nederland i stor grad tilbyr samme regler, er det også analysert hvorvidt eierskapet kunne gått direkte til Luxembourg, uten å benytte Nederland som gjennomstrømmingsland. En mulig årsak til at eierskapet er sluset gjennom Luxembourg kan være Luxembourgs institusjonelle forhold. Denne hypotesen forklarer likevel ikke hvorfor

Nederland er valgt benyttet. Diskusjonen lider i stor grad av manglende informasjon og innsikt i selskapene utenfor Norge, samt fondets investorer.

Diskusjonen rundt Jersey dreier seg i hovedsak om mulige årsaker til at fondet CapVest Equity Partners III LP er valgt plassert i Jersey og ikke i Norge, der inntektene genereres. Hovedtrekkene av diskusjonen er at Jersey tilbyr mer stabile rammeverk for fond, samt større grad av hemmelighold. Videre kan CapVest oppnå kostnadssynergier ved å plassere flere av sine fond i Jersey.

8.4 Kapittelkonklusjon

Kapittel 8 har analysert hvorvidt Scandza-konsernets kompliserte eier- og kapitalstruktur er et resultat av at konsernet er eid av et PE-fond. Informasjonen på fondsnivå er begrenset, og det finnes lite tilgjengelig informasjon om investorer og styreverv. Det kan likevel konkluderes at fondsstrukturen er svært komplisert, og i hovedsak lokalisert i skatteparadiset Jersey.

Det er funnet at antall holdingselskaper i Norge kan forklares med at den store gjeldsandelen i det lånefinansierte oppkjøpet er delt inn etter strukturell subordinering. Scandza-konsernet har i hovedsak to ulike gjeldstyper: Et seniorlån fra DNB og et mezzaninelån fra Northwestern Mutual. Dersom en inkluderer egenkapital, skulle en anta at det ville vært tilstrekkelig med tre holdingselskaper, et for hver type kapital. Scandza-konsernet har syv holdingselskaper. Dermed er ikke strukturell subordinering fullstendig beskrivende for andelen norske holdingselskaper.

Hvorfor det er valgt plassert holdingselskaper i Nederland og Luxembourg er vanskelig å komme til bunns i, men det antas at det er gjort for å redusere kildeskatten. Ved exit av PE-investeringen vil både Provender BV og Provender SARL være fritatt for skatt. Hvorvidt investorene, som har eierskap direkte i Provender SARL, må betale skatt ved exit avhenger av hvor investorene er hjemmehørende.

Det er dermed flere indikasjoner på at kapital- og eierstrukturen i Scandza-konsernet er et resultat av at konsernet er kjøpt opp av et PE-fond. Det er likevel ikke tilstrekkelig informasjon tilgjengelig til å gjøre en endelig konklusjon. Manglende offentlig tilgjengelig informasjon gjelder i hovedsak de utenlandske eierforholdene. Uten tilstrekkelig informasjon

om disse selskapene, kan en ikke med sikkerhet konkludere med hvorfor de er valgt plassert i de ulike jurisdiksjonene.

9. Overordnet konklusjon

Denne utredningen har studert virkemidler multinasjonale selskap kan benytte seg av for å flytte overskudd fra høy- til lavskatteland. Videre er multinasjonale selskap sett i sammenheng med deres eierskap i private equity-fond. Konsernet Scandza er benyttet som eksempel for å belyse i hvilken grad selskap kjøpt opp av utenlandske private equity-fond bedriver overskuddsflytting eller hvorvidt slike selskap har en struktur som kan tyde på overskuddsflytting, men som egentlig dreier seg om private equity-forhold. Scandza-konsernet kan, med sin kompliserte eierstruktur, store andel gjeld og immaterielle eiendeler, ved første øyekast ligne på et selskap som benytter seg av overskuddsflytting for å redusere sin totale skattebyrde.

Analysen gjort i denne utredningen tyder på at konsernet ikke flytter overskudd fra høy- til lavskatteland. Det kan argumenteres for at konsernet til en viss grad bedriver skatteplanlegging i form av å fradragføre store summer i rentekostnader på gjeld. Videre reduserer konsernet antakeligvis kildeskatt på utbytte ved å kanalisere eierskapet via skatteparadisene Nederland og Luxembourg.

Analysene tyder på at konsernets kompliserte eier- og kapitalstruktur i stor grad bunner i at konsernet er kjøpt opp av et private equity-fond. Konsernets benyttelse av en deltakerlignet selskapsform plassert i skatteparadis, samt konsernets holdingstruktur kan forklares ved nødvendige tilpasninger i private equity-bransjen.

Det er likevel viktig å nevne at offentlig tilgjengelig informasjon på flere områder, spesielt i de utenlandske eierforholdene, er svært begrenset. Det har følgelig ikke vært mulig å gjøre grundige nok analyser til å med sikkerhet konkludere med at overskuddsflytting ikke finner sted.

Et viktig funn, men litt utenfor fokuset på denne utredningen, er at den kompliserte strukturen gjør det vanskelig, om ikke umulig, for skandinaviske forbrukere å vite hvem som sitter igjen med sluttgevinsten. Det kan argumenteres for at det skjulte eierforholdet er enda mer problematisk i lys av at driftsselskapene markedsføres som små, skandinaviske utfordrere i dagligvarebransjen. Hvorvidt skandinaviske forbrukere bør kreve mer åpenhet i en tid der

stadig flere skandinaviske selskap kjøpes opp av private equity-fond er et interessant tema og et forslag til videre arbeid for interesserte lesere.

10. Litteraturliste

- Ahmed, N. (2017, 21. september). Safety Becomes Stigma as Leveraged Loans Cut Out Covenants. *Bloomberg*. Hentet fra <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-21/safety-becomes-stigma-in-loan-market-that-s-ditching-covenants>
- Alhanko, P., Hidén, P., Johansson, E., Jónsdóttir, E. S., Juusela, J., Lernø, F. J., ... Ørsted, N. (2011). Obstacles to Nordic Venture Capital Funds. *Nordic Innovation Publication*, 2009(03). Hentet fra [http://nordicinnovation.org/Global/Publications/Reports/2012/10122 Obstacles%20to%20Nordic%20Venture%20Capital%20Funds_Updated%20version%202011.pdf](http://nordicinnovation.org/Global/Publications/Reports/2012/10122%20Obstacles%20to%20Nordic%20Venture%20Capital%20Funds_Updated%20version%202011.pdf)
- Aksjeloven. Lov 13. juni 1997 nr. 44. om aksjeselskaper.
- Bain & Company. (2014). *Global Private Equity Report 2014*. Hentet fra http://resultsbrief.bain.com/pdfs/Bain_and_Company_Global_Private_Equity_Report_2014.pdf
- Baker, H. K. & Martin, G. S. (2011). *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence and Practice*. Hoboken: Wiley.
- Banque de Luxembourg. (2017). *The Luxembourg Advantage*. Hentet fra <https://www.banquedeluxembourg.com/en/bank/corporate/luxembourg-key-advantages-for-investment-funds>
- Barnett, Z. K., Dempsey, M. C., Gosker, E., McDonald, M. A. & Rosaluk, J. R. (2016) Feeder Funds. *Mayer Brown*. Hentet fra <https://m.mayerbrown.com/files/Publication/d0f7daab-933e-4e11-a4df-d0594c13caf5/Presentation/PublicationAttachment/b0e5c136-1af4-4227-ab04-e1e59aa8a207/Feeder-Funds-Spring-2016.pdf>
- Berg-Rolness, G. (2016). *Skatteparadisene og den internasjonale selskapskatteretten*. Oslo: Gyldendal juridisk.
- Berg-Rolness, G. & Olsen, P. I. (2017a, 05. oktober). Skatteparadis gir ulike vilkår. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/meninger/2017/10/05/2100/Innlegg/skatteparadis-gir-ulike-vilkar>
- Berg-Rolness, G. & Olsen, P. I. (2017b, 20. november). Utnytter hull i norsk skattelovgivning. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/meninger/2017/11/20/2032/Innlegg/utnytter-hull-i-norsk-skattelovgivning>
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance* (3. utg). Boston: Pearson.
- Bienz, C. (2017). Lånefinansierte oppkjøp i Norge. *Praktisk økonomi & Finans*, 33(2), 277-293.
- Bjerknes, C. (2017, 6. desember). 154 oppkjøp til 200 milliarder kroner hittil i år - nærmer seg rekord. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra

<https://www.dn.no/nyheter/2017/12/06/1540/Finans/154-oppkjop-til-200-milliarder-kroner-hittil-i-ar-naermer-seg-rekord>

Bonaventura Sales. (n.d.). *Om oss*. Hentet fra <https://www.linkedin.com/company/898725/>

Boutron, E. & Folus, D. (2015). Exit Strategies in Private Equity. *Private Equity: Opportunities and Risks*. 215-236. doi:10.1093/acprof:oso/9780199375875.003.0013

Braithwaite, T. & Waters, R. (2017, 6. desember). Apple will see up to \$47bn potential benefit from tax reform. *Financial Times*. Hentet fra <https://www.ft.com/content/56c69df6-d9db-11e7-a039-c64b1c09b482>

Brønnøysundregisteret. (2016). Berit Nordstrand Smarte Nytelser AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Bonaventura Sales AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). European Business Register: Provender SARL. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene

Brønnøysundregisteret. (2016). Finsbråten AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Jabo Management & Consulting AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Provender AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Provender Holdings AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Provender Holdings II AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Provender Investments AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Provender AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Scandza AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Scandza Drikker AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Scandza Holdings III AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Scandza Salg Norge AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregisteret. (2016). Sunstar AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.

-
- Brønnøysundregisteret. (2016). Synnøve Finden AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.
- Brønnøysundregisteret. (2016). Sørlandschips AS. Brønnøysund: Brønnøysundregistrene.
- Carey Olsen. (2013). *Jersey Limited Partnerships*. Hentet fra <https://www.careyolsen.com/briefings/jersey-limited-partnerships>
- Changemaker & Tax Justice Network - Norge. (2012). *Skjult: Et hefte om skatteparadis, kapitalflukt og hemmelighold*. Oslo: Changemaker Tax Justice Network, Norge.
- Christensen J., & Murphy, R. (2017, 6 mars). Despite making some progress towards transparency, Jersey is still a tax haven. *Jersey Evening Post*. Hentet fra <http://www.taxresearch.org.uk/Blog/wp-content/uploads/2017/03/Screen-Shot-2017-03-06-at-14.27.26.png>
- Colson, T. (n.d.). *Timothy Colson*. Hentet fra <https://uk.linkedin.com/in/timothycolson>
- Conduit Company. (n.d.). I *Business Dictionary*. Hentet fra <http://www.businessdictionary.com/definition/conduit-company.html>
- De Broe, L. (2008). *International Tax Planning and Prevention of Abuse*. Amsterdam: IBFD
- Deloitte Advokatfirma AS. (2017, 17. juli). *Høringsinnspill - Endringer i rentebegrensningsreglene*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/c5c9e9c6915640ebad853d8df24cdb2f/deloitte-advokatfirma.pdf>
- Deloitte AS. (2017). *Manipulering av kostnader og «røde flagg»*. Hentet fra <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/audit/articles/manipulering-av-kostnader.html#>
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited. (2016). *Taxation and investment in Luxembourg 2016: Reach, relevance and reliability*. Hentet fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/international-business-support/deloitte-cn-ibs-luxembourg-tax-invest-en-2016.pdf>
- DNB. (n.d.). *Private Equity - Eksponeering mot det unoterte markedet*. Hentet fra <https://www.dnb.no/bedrift/investering-og-plassering/fond/private-equity/om-private-equity.html>
- Drangsholt, D. (2011). *The determinants of where Nordic private equity funds are domiciled: an empirical analysis*. (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen. Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169047/Drangsholt%202011.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Egger, P., Eggert W. & Winner, H. (2010). Saving taxes through foreign ownership. *Journal of international Economics* 81, 99-109.
- European Commission. (2017). *Parent companies and their subsidiaries in the European Union*. Hentet fra https://ec.europa.eu/taxation_customs/business/company-tax/parent-companies-their-subsidiaries-eu-union_en

-
- European Private Equity & Venture Capital Association. (2010). *Private Equity Fund Structures in Europe: An EVCA Tax & Legal Committee Special Paper*. Hentet fra https://www.investeurope.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf
- EYGM Limited. (2014). *Tax Memento Luxembourg*. Hentet fra [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Tax_Memento_Luxembourg_2014_Corporate_chapter/\\$FILE/Tax_Memento_Corporate.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Tax_Memento_Luxembourg_2014_Corporate_chapter/$FILE/Tax_Memento_Corporate.pdf)
- Fichtner, J., Garcia-Bernardo, J., Heemskerk, E., & Takes, F. (2017). Uncovering Offshore Financial Centers: Conduits and Sinks in the Global Corporate Ownership Network. *Scientific reports*. doi: 10.1038/s41598-017-06322-9
- Finansdepartementet. (2015). Bedre skatt: En skattereform for omstilling og vekst. (Meld. St. 4 2015-2016). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/93247a3b212a4accb49ba119cd9e7d45/no/pdfs/stm201520160004000dddpdfs.pdf>
- Finansdepartementet. (2017). *Høringsnotat - Forslag til endringer i rentebegrensingsreglene*. (Saksnr. 17/1850). Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/53b8bcdf63874bbc86e4c224093a9789/horingsnotat-saksnr-17_1850.pdf
- Finanskomiteen. (2005). *Innstilling fra Odelstinget fra finanskomiteen om skatte- og avgiftsopplegget 2006- lovendringer*. (Innst. O. Nr 1 2005-2006). Hentet fra <https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/odelstinget/2005-2006/inno-200506-001.pdf>
- Finanskomiteen. (2016). *Innstilling fra finanskomiteen om en skattereform for omstilling og vekst*. (Innst. 273 S, 2015-2016). Hentet fra <https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2015-2016/inns-201516-273.pdf>
- Finsbråten. (n.d.). *Med kjærlighet for kjøttprodukter siden 1951*. Hentet fra <http://www.finsbraten.no/>
- Gilligan, J. & Wright, M. (2014). *Private equity demystified: An explanatory guide*. (s.l.): ICAEW Corporate Finance Faculty. Hentet fra https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/corporate-finance/financing-change/tecplm12976_privateequityiii_full-edition.ashx?la=en
- Gjems-Onstad, O. (2013). *Valg av selskapsform*. Oslo: Gyldendal juridisk.
- Gresik, T. A. (2010). Formula apportionment vs. separate accounting: A private information perspective. *European Economic Review*, 54(1) 133-149.
- Hammerich, P. & Jøtun, C. (2016). Aktive eiere i private equity-bransjen. *Revisjon og regnskap*, 2016(1) 37-44.

-
- Henry, J. S. (2012). *The price of offshore revisited: New estimates for missing global private wealth, income, inequality and lost taxes*. Hentet fra https://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Price_of_Offshore_Revisited_120722.pdf
- Hudson, M. (2014). *Funds: Private equity, hedge and all core structures*. (s.l.): John Wiley & Sons, Incorporated
- Huizinga, H., Laeven, L. & Nicodème, G. (2006). *Capital Structure and International Debt Shifting*. Brussel: European Commission. Hentet fra http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication542_en.pdf
- ITO Intern Transport AS. (2017). *Sørlandschips med snacksfabrikk for fremtiden*. Hentet fra <https://ito.no/kundereferanser/sorlandschips-snacksfabrikk-fremtiden>
- Jersey Limited Partnership Law. (1994). *Limited Partnership (Jersey) Law*. Hentet fra <https://www.jerseylaw.je/laws/revised/PDFs/13.500.pdf>
- Jersey Financial Services Commission. (n.d.). *The commission*. Hentet fra <https://www.jerseyfsc.org/the-commission/about-us/key-purpose-and-aims/>
- Jacobsen, S. K. & Ringstad, P. (2017, 30 august). Jersey eller Jæren ett fett? *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/meninger/2017/08/30/2053/Innlegg/jersey-eller-jaeren-ett-fett>
- Kjuus, S. (2011). *Hvordan forstå bedriftens økonomi og fremtidsutsikter?* Hentet fra <http://www.ia.hiof.no/staoek/pdffiler/komp1-2011.pdf>
- KPMG. (2015). *The Common Reporting Standard ("CRS") becoming part of Jersey law*. Hentet fra <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/10/tnf-jersey-fatca-oct22-2015-v2.pdf>
- KPMG. (2017a, 15 mai). *Konsernbidrag*. Hentet fra <https://verdtavite.kpmg.no/konsernbidrag/>
- KPMG. (2017b, 22 mai). *Internprising (transfer pricing)*. Hentet fra <https://verdtavite.kpmg.no/internprising-transfer-pricing.aspx>
- KPMG Law Advokatfirma AS. (2017, 3. august). *Høringsuttalelse - Forslag til endringer i rentebegrensningsregelen*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing--forslag-til-endringer-i-rentebegrensningsreglene/id2551823/?uid=571bfd74-dc4b-471c-ba1d-96c34d99d2cf>
- Kristiansen, N. & Wærnhus, E. A. (2011). *Tynn kapitalisering ved lånefinansierte oppkjøp*. (Masteroppgave). Universitetet i Oslo, Oslo. Hentet fra <https://www.duo.uio.no/handle/10852/19237>
- Kvaal, E. (2013). Hvordan foretakene forklarer sin skattekostnad. *Praktisk økonomi & Finans*, 2013(01), 109-126.

-
- Lange, K. W. & Mothes, V. (2014). *Kanaløyene: et paradys for norske private equity-fond? En kvalitativ analyse av hvorfor norske private equity-fond lokaliseres på Kanaløyene.* (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen. Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/275780/Masterthesis.pdf?sequence=1>
- Langseth, E., & Talmo, F. (2015). Valg av selskapsform; noen praktiske råd. *Revisjon Og Regnskap*, 85(1), 27-35.
- Langvik-Johannessen, K. (2016). Nederland. I *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/Nederland>
- Lazarus, A.A. (2001). Multinational Corporations. I N. J. Smelser & P. B. Baltes (Red), *International Encyclopedia of Social and Behavioral Sciences* (s. 10197-10204). Amsterdam: Elsevier.
- Leiv Vidar. (n.d.). *Om oss*. Hentet fra <http://leiv-vidar.no/om-oss.html>
- Lim, S. C, Macias, A. J. og Moeller, T. (2014). *Intangible asset and capital structure*. Hentet fra <https://www.baylor.edu/business/finance/doc.php/231371.pdf>
- Marian, O. Y. (2017). The State Administration of International Tax Avoidance. *Harvard Business Law Review*, 2017(7) 1-65. Hentet fra <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2017/06/The-State-Administration-of-International-Tax-Avoidance.pdf>
- Marks, G. (2017, 21. november). Two big reasons the House's reform bill benefits small business. *The Washington Post*. Hentet fra https://www.washingtonpost.com/news/on-small-business/wp/2017/11/21/two-big-reasons-the-houses-tax-reform-bill-benefits-small-businesses/?utm_term=.9d64271da52f
- McLannahan, B. (2017, 10 november). Little room for error as investors chase leveraged loan boom. *Financial Times*. Hentet fra <https://www.ft.com/content/635b1266-c560-11e7-a1d2-6786f39ef675>
- Miller, M. & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 1997(5) 147-175.
- Møen, J., Schindler, D., & Schjelderup, G (2017, 2. august). *Comments on Høringsnotat Saksnr 17/1850*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/c5c9e9c6915640ebad853d8df24cdb2f/nocet.pdf>
- Møen, J., Schindler, D., Schjelderup, G. & Tropina, J. (2011). International Debt Shifting. Do Multinationals Shift Internal or External Debt?, s.l.: s.n.

-
- NOU: 2014:13. (2014). *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/bbd29ff81485402681c6e6ea46655fae/no/pdfs/nou201420140013000dddpdfs.pdf>
- OECD. (2010). *Transfer Pricing Methods*. Hentet fra <http://www.oecd.org/ctp/transfer-pricing/45765701.pdf>
- OECD. (2012). *Thin Capitalisation Legislation: A Background Paper for Country Tax Administrations*, 3. Hentet fra [http://www.oecd.org/ctp/tax-global/5.%20thin capitalization background.pdf](http://www.oecd.org/ctp/tax-global/5.%20thin%20capitalization%20background.pdf)
- OECD. (2015). *Model Tax Convention on Income and on Capital 2014 (Full Version)*, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264239081-en>
- OECD. (2017, 29. november). *CRS by jurisdiction*. Hentet fra <http://www.oecd.org/tax/automatic-exchange/crs-implementation-and-assistance/crs-by-jurisdiction/>
- Olsen, P. I. (2017, 27. august). Matindustriraid fra skatteparadis. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/meninger/2017/08/27/2052/Innlegg/matindustriraid-fra-skatteparadis>
- Orbis. (2017). Orbis. Bureau van Dijk. Hentet fra <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/orbis>
- Oxfam. (2016, 12. desember). *Tax Battles: The dangerous global Race to the Bottom on Corporate Tax*. Hentet fra <https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/bp-race-to-bottom-corporate-tax-121216-en.pdf>
- Parr, O. S. (2014, 16. oktober). Fremførbart underskudd kan være en skattekilde. *Hegnar*. Hentet fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Personlig-oekonomi/2014/10/Fremfoerbart-underskudd-kan-vaere-en-skattekiste>
- Patentstyret. (2017). *Søk i internasjonale baser*. Hentet fra <https://search.patentstyret.no/ExternalLinks/SearchDataBases>
- Philippon, T. (2009). *The Macroeconomics of Debt Overhang*. Hentet fra <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2009/arc/pdf/Philippon.pdf>
- Prahl, M., White, B. & Zeisberger, C. (2017). *Mastering Private Equity. Transformation via Venture Capital, Minority Investments & Buyouts*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Pritchard, J. (2016, 22. august). Moral Hazard - What It Is and How It Works. *The balance*. Hentet fra <https://www.thebalance.com/moral-hazard-what-it-is-and-how-it-works-315515>
- PwC. (2017a). *Doing Business in the Netherlands 2017*. Hentet fra <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-doing-business-in-the-netherlands-2017.pdf>

-
- PwC. (2017b). Worldwide Tax Summaries Online. Hentet fra <http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/PPAA-85RDKF>
- Ruf, M. & Schindler, D. (2015). Debt Shifting and Thin-Capitalization Rules – German Experience and Alternative Approaches. *Nordic Tax Journal*, 2015(1) 17-33.
- Sandli, M. & Storeng, A. (2017a, 12. september). Sysselsetting, skatt og velferd. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/meninger/2017/09/12/2052/Innlegg/sysselsetting-skatt-og-velferd>
- Sandli, M. & Storeng, A. (2017b, 2. november). Gjeld betyr ikke overskuddsflytting. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/meninger/2017/11/02/2046/Innlegg/gjeld-betyr-ikke-overskuddsflytting>
- Schjelderup, G. (2013). Form og substans: Flernasjonale selskaper og skatteplanlegging. *Sammfunnsøkonomen*, 2013(1), 26-31.
- Schjelderup, G. (2015). *Secrecy jurisdictions* (Vol. FOR 12 2015). I Discussion Paper. Norges Handelshøyskole: Department of Business and Management Science.
- Schjelderup, G. (2016). *Multinationals and Transfer Pricing*. Hentet fra <https://files.itslearning.com/File/Download/GetFile.aspx?FileName=Schjelderup+-+Transfer+Pricing+Reader+-+FIE441.pdf>
- Schultz, J. & Trumpy, J. (2017, 10. oktober). Smutthull kan gi null skatt for eierfond. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/nyheter/2017/10/10/1737/Finans/smutthull-kan-gi-null-skatt-for-eierfond>
- Skattedirektoratet. (2017). *Skatte-ABC 2017*. Hentet fra <http://www.skatteetaten.no/globalassets/pdfer/handboker/skatteabc/skatte-abc2017.pdf>
- Skatteetaten. (n.d.). *Hva er fast driftsted*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/no/taxnorway/Felles-innhold-benytted-i-flere-malgrupper/Artikler/Testside-Hva-er-fast-driftsted/>
- States of Jersey. (2017). *Measuring Jersey's Economy GVA and GDP - 2016*. Hentet fra <https://www.gov.je/SiteCollectionDocuments/Government%20and%20administration/R%20GVA%20and%20GDP%202016%2020170929%20SU.pdf>
- Stenheim, T. (2009). Regnskapsmessig behandling av goodwill. *Magma*, 2009(10). Hentet fra <https://www.magma.no/regnskapsmessig-behandling-av-goodwill>
- Street of Walls. (2013). *Leveraged Buyout Analysis*. Hentet fra <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/investment-banking-technical-training/leveraged-buyout-analysis/>
- Synnøve Finden. (2017). *Om selskapet*. Hentet fra <http://www.synnove.no/omsynnove/om-selskapet/synn%C3%B8ve-finden-as>
- Sønning, S. T. (2015, 15. desember). *Innbetalt kapital = beskattet kapital. Hva nå?* Hentet fra

<http://blogg.pwc.no/skattebloggen/innbetalt-kapital-beskattet-kapital-hva-n%C3%A5>

Tax Justice Network. (2015a). *Narrative Report on Netherlands*. Hentet fra <http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/Netherlands.pdf>

Tax Justice Network. (2015b). *Narrative Report on Luxembourg*. Hentet fra <http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/Luxembourg.pdf>

Tax Justice Network. (2015c). *Narrative Report on Jersey*. Hentet fra <http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/Jersey.pdf>

The Financial Action Task Force (2014). *Transparency and beneficial ownership*. Hentet fra <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Guidance-transparency-beneficial-ownership.pdf>

The Wall Street Journal. (2017, 15. desember). *London Interbank Offered Rates*. Hentet fra http://www.wsj.com/mdc/public/page/2_3020-libor.html

Thuesen, N. P. (2016). Luxembourg. I *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/Luxembourg>

Treasury Today. (2008). *PIK notes and loans*. Hentet fra <http://treasurytoday.com/2008/05/pik-notes-and-loans>

U.S. Department of State. (2015). *2014 Investment Climate Survey*. Hentet fra <https://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2014/227894.htm>

U.S. Department of the Treasury. (2017, 15. desember). *Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)*. Hentet fra <https://www.treasury.gov/resource-center/tax-policy/treaties/Pages/FATCA.aspx>

U.S. Securities and Exchange Commission. (2014, 9. januar). *Notice of Exempt Offering of Securities*. Hentet fra https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1568081/000156808114000001/xslFormDX01/primary_doc.xml

U.S. Securities and Exchange Commission. (2017a, 5. juni). *Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers*. Hentet fra https://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=161967

U.S. Securities and Exchange Commission. (2017b, 04. august). *Filing and Amending a Form D Notice*. Hentet fra <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/formdguide.htm>

Vistra. (2017, 21. juni). *The Participation Exemption for Dutch Holding Companies*. Hentet fra <https://www.vistra.com/insights/The-Participation-Exemption-for-Dutch-Holding-Companies>

Zimmer, F. & BA-HR. (2014). *Bedrift, selskap og skatt: Skatlegging av næringsdrivende, selskaper og eiere*. Oslo: Universitetsforlaget.

Zucman, G. (2015). *The Hidden Wealth of Nations: The Scourge of Tax Havens*. Hentet fra <http://gabriel-zucman.eu/files/Zucman2015Slides.pdf>

Vedlegg 1: Utledning: Skatteeffektiv kapitalstruktur

Denne modellen viser den matematiske utledningen av Møen et al. (2011) sin modell om en skatteeffektiv kapitalstruktur i multinasjonale selskap.

Et multinasjonalt selskap er hjemmehørende i land p , og eier filialer i n ulike land. Morselskapet er organisert som et holdingselskap, og har dermed ingen reell verdiskapning. Hvor morselskapet er hjemmehørende har derfor ingen betydning for modellen. Alle filialene er direkte eid av morselskapet. Hver enkelt filial har et anleggsmiddel K_i , som brukes for å produsere en vare. Dette gir produktfunksjonen $y_i = f(K_i)$. Kapitalkostnaden noteres som r . Anleggsmiddelet finansieres ved hjelp av egenkapital, E_i , ekstern gjeld, D_i^E eller intern gjeld, D_i^I .

I denne modellen står morselskapet ansvarlig for konkurskostnadene. Konkurskostnadene vil dermed avhenge av den totale gjeldsandelen i konsernet.

I sum har vi dermed følgende kostnadsfunksjoner:

Den interne kostnadsfunksjonen, $C^I(b_i^I)$, kan skrives som følgende:

$$C^I(b_i^I) = \frac{\eta}{2} * (b_i^I)^2 * K_i \text{ dersom } b_i^I > 0. C^I(b_i^I) = 0 \text{ dersom } b_i^I \leq 0$$

hvor $b_i^I = \frac{D_i^I}{K_i}$, det vil si den interne gjeldsandelen i filial i . η er en positiv konstant.

Den eksterne kostnadsfunksjonen, $C^E(b_i^E)$, kan skrives som følgende:

$$C^E(b_i^E) = \frac{\mu}{2} * (b_i^E - b^*)^2 * K_i - \frac{\mu}{2} * (b^*)^2 * K_i \quad C^E(b_i^E) = 0 \text{ dersom } b_i^E = 0$$

hvor $b_i^E = \frac{D_i^E}{K_i}$ er den eksterne gjeldsandelen i filial i og μ er en positiv konstant.

Konkurskostnadene avhenger av det multinasjonale selskapets totale eksterne gjeldsandel, $b_f = \frac{\sum_i D_i^E}{\sum_i K_i}$. Konkurskostnadene er en konveks funksjon av selskapets totale gjeldsandel, og avhenger av selskapets totale eiendeler.

Totale konkurskostnader, C_f , kan dermed skrives som følgende:

$$C_f = \frac{\gamma}{2} * b_f^2 * \sum_i K_i = \frac{\gamma}{2} * \frac{(\sum_i D_i^E)^2}{\sum_i K_i}$$

hvor γ er en positiv konstant.

Videre antas det at kapitalkostnaden for egenkapital ikke er fradragsberettiget. Heller ikke kostnader for hemmelighold eller kostnader knyttet til gjeldsoverheng er fradragsberettiget. Bare rentekostnader i forbindelse med gjeld regnes som en skattemessig kostnad. Dette gir følgende faktiske og skattemessige resultat, samt resultat etter skatt på filialnivå:

$$\pi_i^{faktisk} = f(K_i) - r * K_i - C^E(b_i^E) - C^I(b_i^I)$$

$$\pi_i^{skattemessig} = f(K_i) - r * (D_i^E + D_i^I)$$

$$\pi_i = \underbrace{\pi_i^{faktisk} - t_i * \pi_i^{skattemessig}}_{=Verdi\ av\ selskap\ med\ gjeld, V_i^L}$$

$$\pi_i = \underbrace{(1 - t_i) * f(K_i) - r * K_i}_{=Verdi\ av\ selskap\ uten\ gjeld, V_i^U} + t_i * r * (D_i^E + D_i^I) - C^E(b_i^E) - C^I(b_i^I)$$

Resultatet til det multinasjonale selskapet (konsernnivå) blir dermed følgende:

$$\pi_p = V^L = \sum_i V_i^L - C_f = \sum_i \pi_i - C_f$$

$$\pi_p = \sum_i \{(1 - t_i) * f(K_i) - r * K_i + t_i * r * (D_i^E + D_i^I) - C^E(b_i^E) - C^I(b_i^I)\} - C_f$$

Det multinasjonale selskapet ønsker en kapitalstruktur som gir mest mulig profitt for selskapet. Selskapet vil derfor maksimere profittfunksjonen, π_p , med hensyn på intern og ekstern gjeld. Ved maksimering av profittfunksjonen må det tas hensyn til at summen

kostnader og inntekter av interne lån og utlån på konsernnivå må være null. Det er fordi rentekostnader på intern gjeld i en filial utlignes av de samme renteinntektene i en annen filial.

$$\begin{aligned} \text{Max}_{D_i^E, D_i^I} \pi_p = \sum_i \left\{ (1 - t_i) * f(K_i) - r * K_i + t_i * r * (D_i^E + D_i^I) - \frac{\eta}{2} * \left(\frac{D_i^I}{K_i} \right)^2 * K_i - \frac{\mu}{2} \right. \\ \left. * \left(\frac{D_i^E}{K_i} - b^* \right)^2 * K_i - \frac{\mu}{2} * (b^*)^2 * K_i \right\} - \frac{\gamma}{2} * \frac{(\sum_i D_i^E)^2}{\sum_i K_i} \end{aligned}$$

$$\text{s. t. } \sum_i r * D_i^I = 0$$

$$\begin{aligned} \mathcal{L}(D_i^I, D_i^E, \lambda) = \sum_i \left\{ (1 - t_i) * f(K_i) - r * K_i + t_i * r * (D_i^E + D_i^I) - \frac{\eta}{2} * \left(\frac{D_i^I}{K_i} \right)^2 * K_i - \frac{\mu}{2} \right. \\ \left. * \left(\frac{D_i^E}{K_i} - b^* \right)^2 * K_i - \frac{\mu}{2} * (b^*)^2 * K_i \right\} - \frac{\gamma}{2} * \frac{(\sum_i D_i^E)^2}{\sum_i K_i} - \lambda \left(\sum_i r * D_i^I \right) \end{aligned}$$

Dette gir følgende førsteordensbetingelser:

$$\frac{\partial \pi_p}{\partial D_i^E} = t_i * r - \mu * \left(\frac{D_i^E}{K_i} - b^* \right) - \gamma \frac{\sum_i D_i^E}{\sum_i K_i} = 0$$

$$\frac{\partial \pi_p}{\partial D_i^I} = t_i * r - \eta * \frac{D_i^I}{K_i} - \lambda * r = (t_i - \lambda) * r - \eta * \frac{D_i^I}{K_i} = 0$$

Hvor λ er Lagrange parameteren. λ viser skyggeprisen til de flyttede rentekostnadene, som i praksis betyr de økte skattekostnadene som oppstår i den interne banken. Ved optimal tilpasning vil derfor $\lambda = \min_i t_i$. For å maksimere det interne skatteskjoldet, vil derfor det multinasjonale selskapet plassere den interne banken i filialen som ligger i landet med lavest effektiv skattesats. Dersom vi kaller filialen med den interne banken filial 1 med skattesats 1, får vi at $\min_i t_i = t_1$ og dermed $\lambda = t_1$.

Ved å flytte rundt på førsteordenbetingelsen $\frac{\partial \pi_p}{\partial D_i^I}$, og sette $\frac{D_i^I}{K_i}$ lik b_i^I får vi følgende optimale gjeldsandel for intern gjeld:

$$b_i^I = \frac{r}{\eta} * (t_i - \lambda) = \frac{r}{\eta} * (t_i - t_1) > 0, \forall i > 1$$

I filial 1 hvor den interne banken befinner seg, vil den interne gjeldsandelen være lik 0. Den interne banken vil låne ut sin egenkapital til de andre filialene. Den interne gjeldsandelen vil dermed være positiv for alle andre filialer. Hvor mye den interne banken låner ut, er uttrykt ved L_1 .

$$L_1 = \sum_{i>1} D_i^1$$

For å vise den optimale gjeldsandelen for ekstern gjeld går vi i dybden på førsteordensbetingelsen $\frac{\partial \pi_p}{\partial D_i^E}$, og vi vil se at det er 2 mekanismer for å unngå skatt med hensyn på den eksterne gjeldsandelen.

Vi antar at kildeskatten er lik i alle land det multinasjonale selskapet opererer i.

Ved å flytte rundt på $\frac{\partial \pi_p}{\partial D_i^E}$ får man:

$$\mu * b_i^E = \mu * b^* + t_i * r - \gamma b_i^E * \rho_i - \gamma * \sum_{j \neq i} b_j^E * \rho_j$$

Her representerer ρ_i den sysselsatte kapitalen i filial i som andel av den totale sysselsatte kapitalen i det multinasjonale selskapet: $\frac{K_i}{\sum_i K_i}$

Den eksterne gjeldsandelen for filial j finner man ved å trekke fra formelen for $\frac{\partial \pi_p}{\partial D_i^E}$ for en filial j fra formelen på $\frac{\partial \pi_p}{\partial D_i^E}$ for en filial i:

$$b_j^E = b_i^E - \frac{t_i - t_j}{\mu} * r$$

Dette gir oss følgende formel:

$$\mu * b_i^E = \mu * b^* + t_i * r - \gamma b_i^E * \rho_i - \gamma * b_i^E \sum_{j \neq i} \rho_j + \gamma * \sum_{j \neq i} \frac{t_i - t_j}{\mu} * r * \rho_j$$

Videre har vi at:

$$\sum_{j \neq i} \rho_j = \sum_{j \neq i} \frac{K_j}{\sum_i K_i} = \frac{\sum_i K_i - K_i}{\sum_i K_i} = 1 - \rho_i$$

Ved å sette $\sum_{j \neq i} \rho_j = 1 - \rho_i$ i formelen ovenfor, samt samle alle b_i^E og omorganisere, får vi den endelige optimale gjeldsandelen for ekstern gjeld:

$$b_i^E = \beta_0 + \beta_1 * t_i + \beta_2 * \sum_{j \neq i} \rho_j (t_i - t_j)$$

Hvor

$$\beta_0 = \frac{\mu b^*}{\mu + \gamma}, \quad \beta_1 = \frac{r}{\mu + \gamma}, \quad \beta_2 = \frac{\gamma r}{(\mu + \gamma)\mu} \text{ og } \rho_j = \frac{K_j}{\sum_j K_j} \text{ (andelen sysselsatt kapital i filial j i forhold til total andel sysselsatt kapital i selskapet)}$$

Det eksterne skatteskjoldet, som blir benyttet av både nasjonale og multinasjonale selskaper for å unngå skatt, ser vi i ligningen til b_i^E som $\beta_1 * t_i$. Jo høyere skattesatsen i land i er, jo høyere vil det eksterne skatteskjoldet være, og en økning i t_i vil dermed isolert sett øke b_i^E .

Den eksterne gjeldsflyttingmekanismen er i ligningen b_i^E gitt ved $\beta_2 * \sum_{j \neq i} \rho_j (t_i - t_j)$. Intuisjonen her er at til en viss konkurskostnad C_f , vil det være optimalt å allokere den eksterne gjelda til filialene som ligger i land med størst forskjell i skattesats, noe som gir den høyeste skattebesparelsen. Dette fører til at dersom skattesatsen i et land øker, vil ekstern gjeld flyttes til denne filialen fra de andre filialene. Konkurskostnaden som morselskapet står ansvarlig for vil dermed være uendret, ettersom den totale gjeldsandelen er uendret.

For å oppsummere skal vi se på den totale optimale gjeldsandelen for et multinasjonalt selskap.

Den totale gjeldsandelen i den interne banken er lik $b_1 = b_1^E + b_1^I$. Vi vet fra tidligere at den interne banken ikke har intern gjeld ($b_1^I = 0$), dermed har vi: $b_1 = b_1^E$

$$b_1 = \beta_0 + \beta_1 * t_1 + \beta_2 * \sum_{j \neq i} \rho_j(t_1 - t_j)$$

Den totale gjeldsandelen for en filial $i > 1$ er følgende, når vi setter at $\beta_3 = \frac{r}{\eta}$.

$$b_i = \beta_0 + \underbrace{\beta_1 * t_i}_{\text{Mekanisme 1}} + \underbrace{\beta_2 * \sum_{j \neq i} \rho_j(t_i - t_j)}_{\text{Mekanisme 2}} + \underbrace{\beta_3(t_i - t_1)}_{\text{Mekanisme 3}} \quad \forall i > 1$$

Vi ser av dette at $\beta_3(t_i - t_1)$ er lik den optimale interne gjeldsandelen for en filial som ikke er den interne banken. Dette er den tredje mekanismen et multinasjonalt selskap tar hensyn til ved bestemmelsen av den optimale totale gjeldsandelen.

Vedlegg 2: Organisasjonskart for Scandza-konsernet

