



Grunnrenteskatt på havbruk
- Høringssvar fra Carnegie AS

Innledning og sammendrag

Vi viser til Finansdepartementets «Høringsnotat - Grunnrenteskatt på havbruk» av 28. september 2022, samt etterfølgende «presiseringer» rundt normprisforslaget.

Carnegie AS er den norske delen av Carnegie Investment Bank AB («Carnegie»), en ledende nordisk investeringsbank (ofte omtalt som et «meglerhus»). Carnegies kjernevirksomheter er innenfor aksjehandel/aksjeanalyse og rådgivningstjenester til virksomheter som søker bistand til å skaffe kapital (egenkapital og gjeld) eller som ønsker å kjøpe, selge eller fusjonere virksomheter (M&A). Carnegie leverer også tjenester innen private banking og kapitalforvaltning, og har kontorer i alle nordiske land, samt London og New York.

Blant de nordiske meglerhusene har Carnegie en særlig sterk posisjon mot internasjonale investorer. Vi handler daglig aksjer i selskaper notert på børs i alle de nordiske landene med og for kunder i inn og utland. I tillegg gjør vi jevnlig emisjoner eller nedsalg i samme type selskaper, ofte med internasjonale investorer som motpart. De siste 5 årene har Carnegie vært involvert i mer enn 300 egenkapitaltransaksjoner med et samlet proveny på mer enn 15 milliarder USD, og vi har de senere årene i så måte vært den ledende aktøren i Europa.

Carnegie leverer tjenester til kunder innen en lang rekke industrier, herunder sjømat. Vi har et eget analyseteam som bruker betydelig med tid og ressurser på å dekke de børsnoterte selskapene i sektoren. Vår Investment Banking avdeling har i over 20 år bidratt med å hente kapital til en lang rekke selskaper innen havbruk, samt vært rådgiver i forbindelse med strukturendringer i næringen. Vi mener derfor å ha et meget godt utgangspunkt for å komme med innspill om den foreslåtte grunnrenteskatten.

Kort oppsummert mener vi:

- 1) Nivået på den foreslåtte grunnrenteskatten synes svært høy og svakt faglig forankret, der særlig premisset om en antatt normalavkastning på 4% ikke henger på greip. En økt beskatning av lakseoppdrett må dessuten ses i sammenheng med andre skatter næringen og eierne allerede betaler, slik at den samlede skattebyrden ikke blir til hinder for videre vekst
- 2) Argumentet om at lakseselskapene fikk konsesjonene sine gratis holder ikke vann. De aller fleste konsesjonene har i ettertid blitt omsatt til markedspriser (også konsesjoner eid av staten). Det kan videre argumenteres for at næringen allerede betaler grunnrenteskatt ved at staten alt henter inn et betydelig ekstra skatteproveny fra havbruksnæringen ut over vanlig selskapskatt, blant annet fra lisensauksjoner og produksjonsavgift
- 3) Utformingen av skatten og den foreslåtte gjennomføringen er problematisk fra en lang rekke innfallsvinkler
 - Hensikten med skatten synes å være uklart definert

- Beregningene som er gjort for å kvantifisere grunnrenten i havbruk bygger på urimelige forutsetninger. Det legges til grunn en svært lav normalavkastning, og det ses helt bort fra at deler av den økte lønnsomheten de senere år skyldes svekket kronekurs, markedsarbeid, og driftsmessig kompetanse
 - Innretningen har uheldige effekter på næringens struktur og vekstmuligheter
 - Det legges opp til en modell som vil medføre omfattende ressursbruk i selskapene for å forholde seg til et nytt komplekst regelverk og til kontroll i det offentlige
 - Normprisen fremstår fortsatt som problematisk til tross for gjentatte «presiseringer», herunder forslag om et normpriseråd som for oss fremstår mer som en avsporing, og som dessuten kan synes svært uhensiktsmessig (et råd kan ikke få innsyn i en samlet nærings kunderelasjoner som inneholder svært sensitiv informasjon)
 - Næringens verdikjede er lang og kompleks, og det vil oppstå en rekke utfordringer knyttet til internprising som må reflektere reelle avkastningskrav
 - Dagens skatteforslag vil gjøre alle prosjekter driftet på utviklingslisenser ulønnsomme
- 4) Prosessen rundt forslaget og ikrafttredelse er skadelig for norsk næringsliv generelt og for havbruksnæringen spesielt, og svekker i tillegg norsk næringslivs posisjon i det internasjonale kapitalmarkedet. Det vil følgelig være fornuftig å utsette innføringen av skatten til mekanismene er ordentlig utredet

Vi vil i det etterfølgende søke å belyse våre innspill.

Utgangspunktet for grunnrente i havbruksnæringen

Regjeringen legger til grunn en forutsetning for forslaget som vi mener ikke holder mål. I høringsnotatet står det at «Grunnrente kan ilegges høy skatt uten at det svekker selskapenes investeringsinsentiver. [...] Gjennom grunnrenteskatten tar staten en symmetrisk del av kostnader og inntekter, uavhengig av om investeringen blir lønnsom eller ulønnsom.» Regjeringen legger videre til grunn at «Havbruksvirksomhet gir opphav til ekstraordinær avkastning (grunnrente). Grunnrente i havbruk oppstår delvis som følge av at et begrenset antall lokaliteter er egnet for havbruksvirksomhet, og delvis som følge av begrensninger på hvor mange tillatelser som kan gis av miljøhensyn.» og at «Staten har i det alt vesentlige tildelt havbrukstillatelser billig eller gratis basert på begrensede naturressurser som tilhører fellesskapet.»

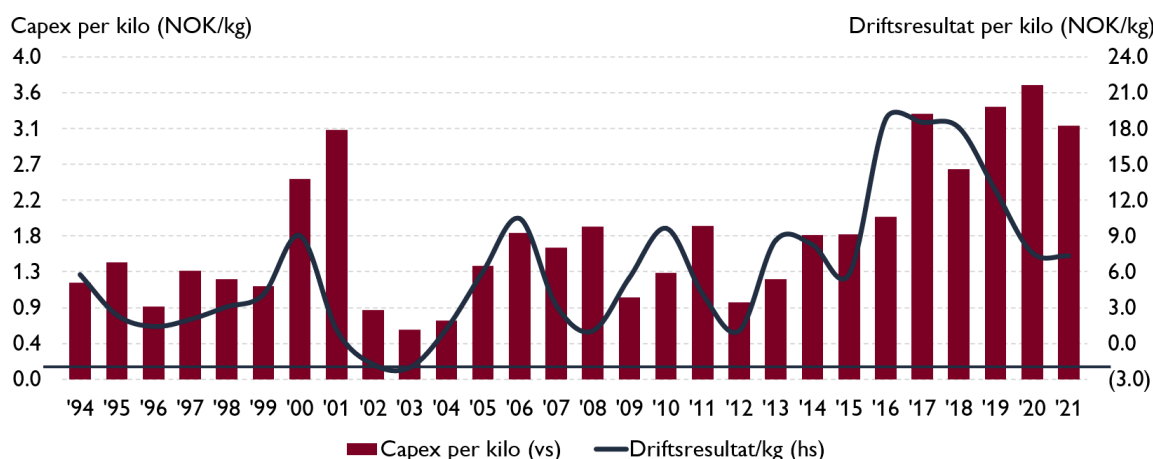
Carnegie mener at premissene som legges til grunn for forslaget om den nye grunnrenteskatten inneholder en rekke svakheter.

En høyere skatt vil svekke selskapenes investeringsevne

Vi mener det er et feil premiss at en høyere grunnrenteskatt ikke vil svekke selskapenes evne og insentiver til å investere. Den foreslåtte økningen i grunnrenteskatt vil fjerne opptil halvparten av driftsresultatet, uten at det er symmetri mot tilsvarende investeringer. Figur 1 under viser sammenhengen mellom det samlede driftsresultatet innen for laks og ørret i forhold til hvor mye som investeres (capex) per kilo produsert fisk. Det er en klar sammenheng mellom lønnsomheten i næringen og investeringsnivået. Det er verdt å merke

seg at etter gode år investeres det forholdsvis mer i etterfølgende år, så selskapene reinvesterer en betydelig del av overskuddet i ny virksomhet i samme næring. For ordens skyld kan det være verdt å presisere at driftsresultatet også skal dekke finanskostnader, selskapsskatt og utbytter (for å dekke de norske eiernes formuesskatt), slik at det er faktorer som belaster kontantstrømmen før selskapene kan investere i nye driftsmidler.

Fortjeneste og investering per kilo i Norge (1994-2021)



Figur 1 - Kilde: Fiskeridirektoratet, Carnegie

Tallene i grafen inkluderer laks og ørret og omfatter produksjon av disse artene, delt inn i to produksjonsgrupper; settefiskproduksjon (ferskvannsproduksjon) og matfiskproduksjon (sjøvannsproduksjon).

Premisset om at staten tar en symmetrisk del av investeringen synes søkt

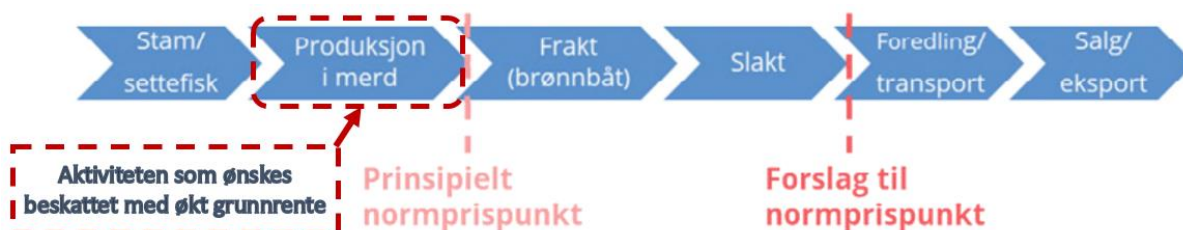
Vi mener videre at premisset om at staten tar en symmetrisk del av investeringen synes søkt. For det første har det i løpet av de siste 50 årene blitt foretatt betydelige investeringer i havbruksnæringen og staten har ikke tatt del i disse. For det andre er det manglende symmetri mellom hvor i verdikjeden de største investeringene gjøres (settefisk og slakteri/videreforedling) og slik den foreslåtte «grunnrenteskatten» er tenkt utformet slik at grunnrentebeskatningen isoleres til verdiskapningen i sjøfasen. Høringsnotatet problematiserer til en viss grad over dette, men da i hovedsak knyttet til normprisen, som vi skal komme tilbake til. For det tredje skal ikke investeringskostnader refunderes umiddelbart, men føres frem med risikofri rente. Dette gjør at internrenten på nye prosjekter blir lavere enn hva den ville blitt uten den foreslåtte grunnrenteskatten, og påstandene om at skatten vil virke nøytralt på investeringsatferd er derfor feil.

Forslaget overvurderer lønnsomheten og undervurderer investeringsgrunlaget

Ettersom konsesjonene ikke avskrives over tid (fordi de er evigvarende), blåses driftsresultatet (EBIT) opp relativt til hva man ser i andre bransjer, fordi store investeringer i nye konsesjoner fra oppkjøp eller auksjoner ikke kommer til syne i resultatregnskapet, men kun i balansen og selskapenes kontantstrøm.

Hva gjelder investeringer, synes forslaget å overse at de største investeringene i sjøfasen er knyttet til konsesjoner og fisk (biomasse). Det er følgelig et paradoks at disse investeringene ikke er fradragsberettigede, mens overskuddet fra sjøfasen likevel foreslås å beskattes med ytterligere 40%.

Illustrasjon av normprispunktet i verdikjeden for akvakultur fra Høringsnotatet



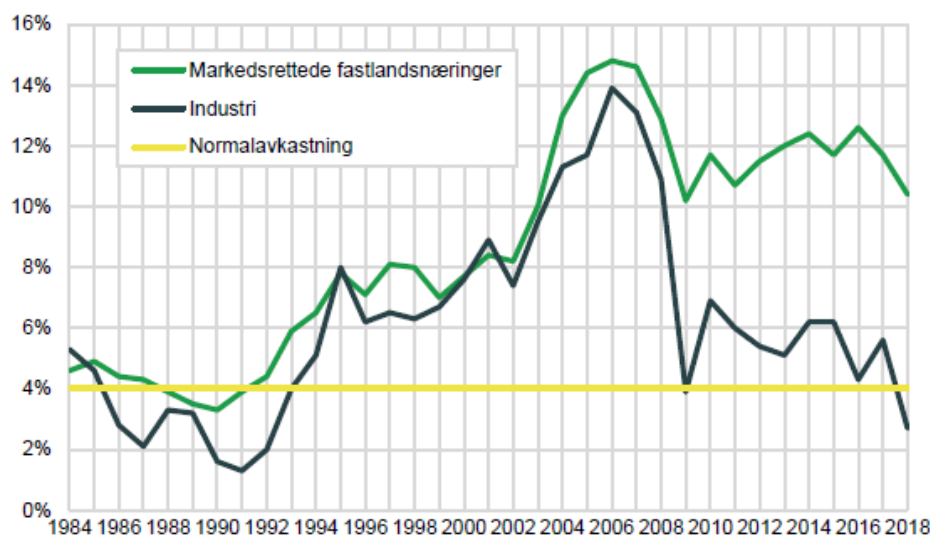
Figur 2 - Kilde: Finansdepartementet, Høringsnotat Grunnrenteskatt på havbruk, Carnegie

Svak faglig forankring av den foreslåtte grunnrenteskatten og for høyt nivå

Begrunnelsen for valg av skattesats fremkommer ikke klart. Den henvises til rapport 2019/34 «Grunnrenten i norsk akvakultur og kraftproduksjon fra 1984 til 2018» forfattet av Mads Greker og Lars Lindholt, og publisert av Statistisk Sentralbyrå, uten at vi kan se at den faglige begrunnelsen av den grunn holder mål.

Det er ikke minst problematisk at man legger til grunn en normalavkastning på bare 4%. Selv før rapporten begynner med teoretiske (bort)forklaringer, sitter man igjen med et klart inntrykk av at «normalen» ligger betydelig over 4 prosent både for industrivirksomheter og markedsrettede fastlandsnæringer (ref figur 2.1 fra rapport 2019/34, illustrert i Figur 3).

SSB rapport 2019/34: Faktisk kapitalavkastning i norsk økonomi



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Figur 3 - Kilde: SSB rapport 2019/34

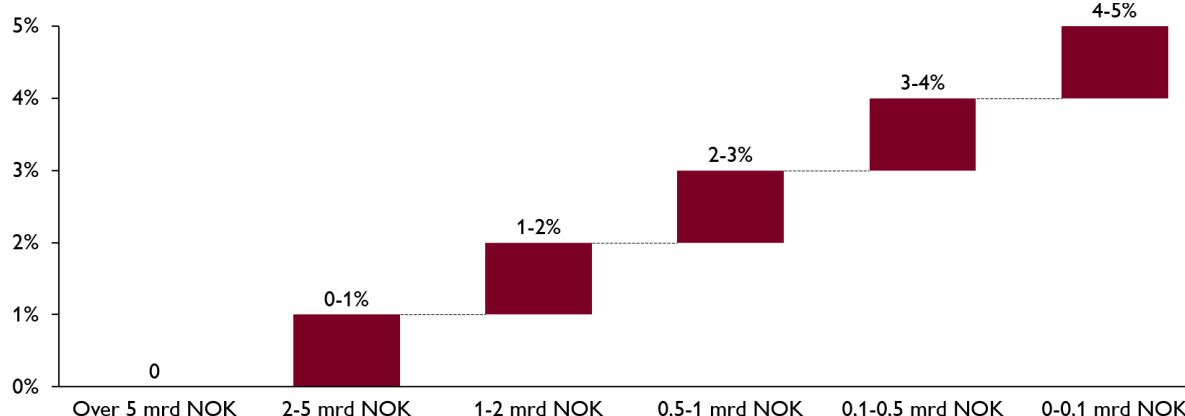
Hvorfor normalavkastningen som skal ligge til grunn for en beregning av en ressursrente eller grunnrenteskatt da skal være betydelig lavere enn for markedsrettede fastlandsnæringer er krevende å forstå.

Det legges i rapporten til grunn en beregning om at hovedindeksen på Oslo børs i perioden 2000 til 2018 ga en gjennomsnittlig avkastning på 7.9 prosent. For så å komme ned til en normalavkastning tilsvarende 4 prosent legges det deretter til grunn en implisitt betaverdi på 0.46 (i forhold til 1.0 for markedet som helhet). I rapporten henvises det til Bøhren mfl. (2017) som sannhetsvitne: «Bøhren mfl. (2017) finner for 2015 med utgangspunkt i ukedata beta'er på 0,19 for Marine Harvest og -0,33 for Bakkafrøst som begge er akvakulturselskaper. For perioden fra 2011 til 2015 basert på månedsdata finner de beta'er på 0,67 for Marine Harvest og -0,15 for Bakkafrøst. Det indikerer at den systematiske risikoen i akvakultur ikke er spesielt høy.»

Det synes ikke å gjøres justeringer for ulikheter i valuta eller gjeldsgrad, og det er et paradoks at beta-beregningene er gjort på to selskaper med en integrert verdikjede, som virker risikoavlastende, mens den foreslåtte grunnrenteskatten er ment utelukkende å treffe oppdrettsvirksomheten i sjøfasen. Selv om betaverdier kan være relevante ved forvaltning av en bred investeringsportefølje, synes det ikke relevant for eiere av en enkelt bedrift som ventelig vil ha en betydelig del av sine investeringer knyttet til denne ene virksomheten. Risikoen og forventet normalavkastning må følgelig måles isolert for denne. Selv om man måtte mene at beta er et egnet mål på risiko i denne sammenhengen, virker det søkt å referere til selskapsbetaen for to selskaper med egen fôrproduksjon, settefiskproduksjon og integrert videreføring, og dessuten med ulik kapitalstruktur og valutaeksponering, uten å justere for dette.

Når en deretter hopper til en konklusjon om å bruke en slik lav normalavkastning som utgangspunkt for å beskatte sjøfasen enda hardere, så faller vi helt av. Denne delen av verdikjeden må forventes å ha større volatilitet og derfor høyere risiko enn en samlet verdikjede. De fleste av selskapene som vil bli underlagt grunnrente er dessuten langt mindre og uoterte, hvilket også driver avkastningskravet oppover. Dette poenget er for øvrig godt illustrert i den årlige undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» publisert av PwC og Foreningen for finansfag i desember 2022.

Median småbedriftspremie for ulike egenkapitalverdier



Figur 4 – Kilde: PwC - Risikopremien i det norske markedet, desember 2022

Dersom vi i tillegg legger til grunn at det er betydelig biologisk risiko forbundet med sjøfasen, så understøtter også det synet om et høyere avkastningskrav. Vår erfaring er da også at finansielle aktører, særlig Private Equity, i svært liten grad har investert i selve oppdrettsleddet med begrunnelse av at de ikke er komfortable med et biologisk varelager som står i sjøen over lang tid eksponert for biologisk risiko.

Vi har videre søkt å belyse hva investorer i de børsnoterte selskapene synes å forvente av avkastning ved å se på prisingen av disse selskapene og utlede en implisitt forventet avkastning fra dette.

Figurene 5 til 8 under viser verdsettelse og implisitt avkastning av total kapital og egen kapital basert på henholdsvis EV/EBIT¹ multipler (justert for 22% skatt) og P/E² multipler.

I begge eksemplene har vi vist forventet avkastning justert for antatt vekst på 2% som synes konservativt (basert på årlig trafikklysvækst på 3% på ca. 2/3 av konsesjonsvolumet).

Grafene viser at investorer over en tiårsperiode synes å ha priset inn en forventet avkastning på total kapitalen på 10% og på egen kapitalen på 11%.

Basert på dette er det rimelig å anta at dersom man legger til grunn en forventet normalavkastning på 4% ville kapitaltilgangen falt bort også for de børsnoterte selskapene (og da selvsagt også for mindre unoterte selskaper, der investorer normalt sett ville kreve en likviditetspremie utover avkastningskravet for børsnoterte selskaper).

Gjennomsnittlig EV/EBIT verdsettelse av sjømat selskaper på Oslo Børs

Juni 2012 – juni 2022



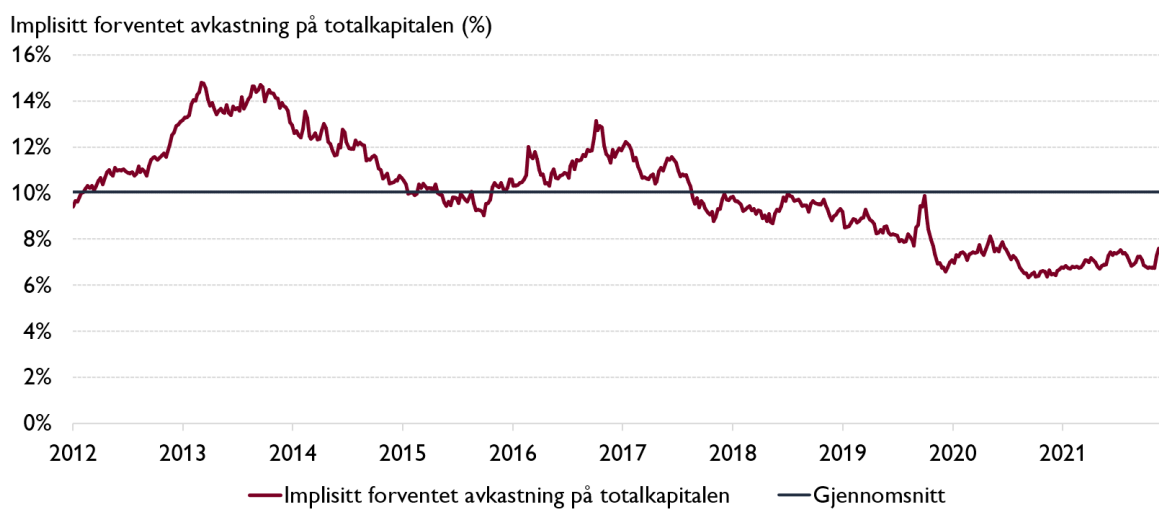
Figur 5 – Kilde: FactSet, Carnegie. NTM = Neste tolv måneder

¹ EV: Selskapsverdi (på gjeldfri basis); EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) = Driftsresultat

² P/E: Egenkapitalverdi / nettoresultat

Implisitt forventet avkastning på totalkapitalen

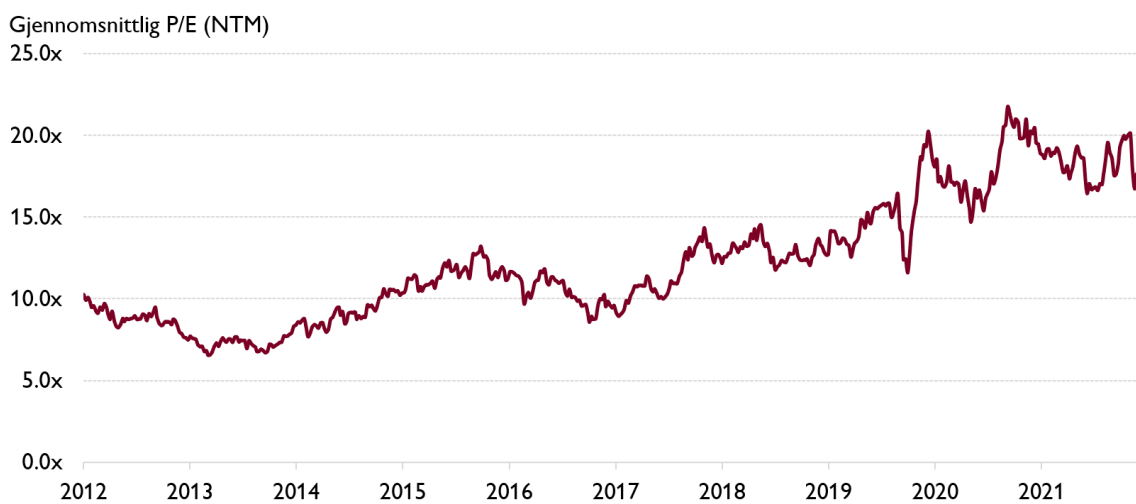
Juni 2012 – juni 2022



Figur 6 - Kilde: FactSet, Carnegie

Gjennomsnittlig P/E verdsettelse av sjømatelskaper på Oslo Børs

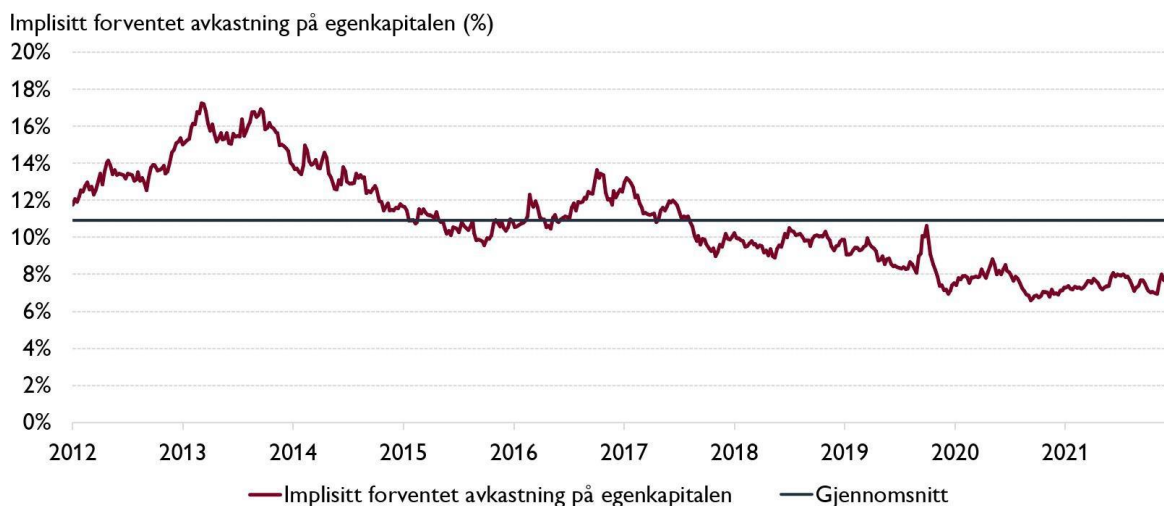
Juni 2012 – juni 2022



Figur 7 - Kilde: FactSet, Carnegie

Implisitt forventet avkastning på egenkapitalen

Juni 2012 – juni 2022



Figur 8 - Kilde: FactSet, Carnegie

Vi mener at avkastningskravet som en eventuell grunnrente skal måles ut fra må settes betydelig høyere enn 4%. Vi synes videre at begrunnelsen for 4% normalavkastning er svært tynn, og det fremstår som direkte uansvarlig å øke beskatning med 40% basert på dette. Markedsaktørene synes å legge til grunn et langt høyere avkastningskrav for sine investeringer, og en feilaktig fundert grunnrenteskatt vil derfor ha store negative ringvirkninger på arbeidsplasser, fremtidige investeringer og næringsutvikling, og det er store verdier som dermed settes i spill.

Urimelig antagelse om at oppdretterne har fått lisensene gratis

Premisset om å utelukke historiske investeringer i lisenser/konsesjoner/MTB mener vi også er høyst tvilsomt. Selv om vi er enige i at disse verdiene har økt betydelig over tid, og særlig de siste 10 årene, så har vi sett tilsvarende verdiøkninger også i andre aktiva, for eksempel fast eiendom. Dersom generell verdistigning i aktiva skulle legges til grunn eller regulatoriske forhold påvirker lønnsomheten positivt kunne en ha argumentert for grunnrente i langt flere bransjer enn havbruk, uten at vi skal gå nærmere inn på det her.

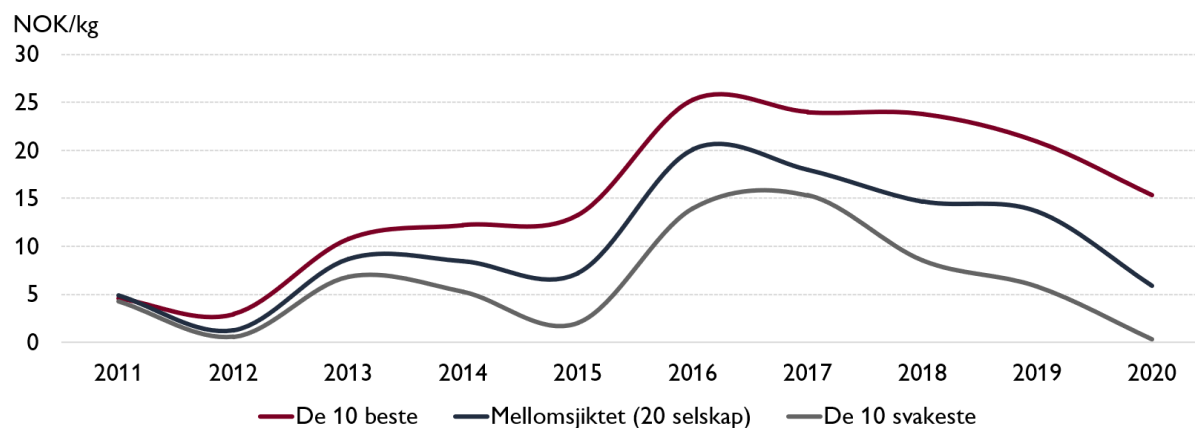
Vi mener at historiske investeringer i lisenser må inkluderes i kapitalgrunnlaget. Vi registrerer at høringsnotatet bevisst har utelatt dette for å få et «riktig nivå» (sic) på den foreslåtte grunnrenteskatten. I så tilfelle burde forslaget som en logisk konsekvens lagt opp til at verdien av historiske investeringer i lisenser måtte tilbakebetales til selskapene som har kjøpt disse i markedet (fra oppkjøp, auksjoner, etc.).

I denne sammenheng kan det være verdt å nevne at også den norske stat ved flere anledninger har gjort transaksjoner innen havbruk basert på markedspriser, herunder ved børsnotering av Cermaq i 2005 og ved salg av Cermaq til Mitsubishi i 2014. Carnegie var for øvrig involvert som rådgiver ved begge anledningene.

Lønnsomheten i næringen er ikke bare drevet av «naturgitte» forhold

Etter vårt syn er det videre et svært krevende premiss at lønnsomheten i næringen primært er et resultat av «naturgitte» forhold. Vi vil anføre at ulike oppdrettere oppnår svært ulike resultater med basis i forhold som: hvor de er lokalisert, hvor flinke de er, hva slags utstyr de bruker, hvilken settefisk som settes i sjøen, strategi knyttet til fôring, vaksinerings, lusebekjempelse og andre fiskehelsetiltak, lokalitetsstruktur, hvor mange andre oppdrettere som er i samme område, og mange andre forhold. Det er følgelig nødvendig å justere for disse andre forholdene når nivået for en eventuell økt grunnrente skal begrunnes. For å illustrere poenget viser Figur 9 under spennet mellom de mest og minst lønnsomme oppdretterne over en tiårsperiode.

Driftsresultat per kilo for norske oppdrettere (2011 – 2020)



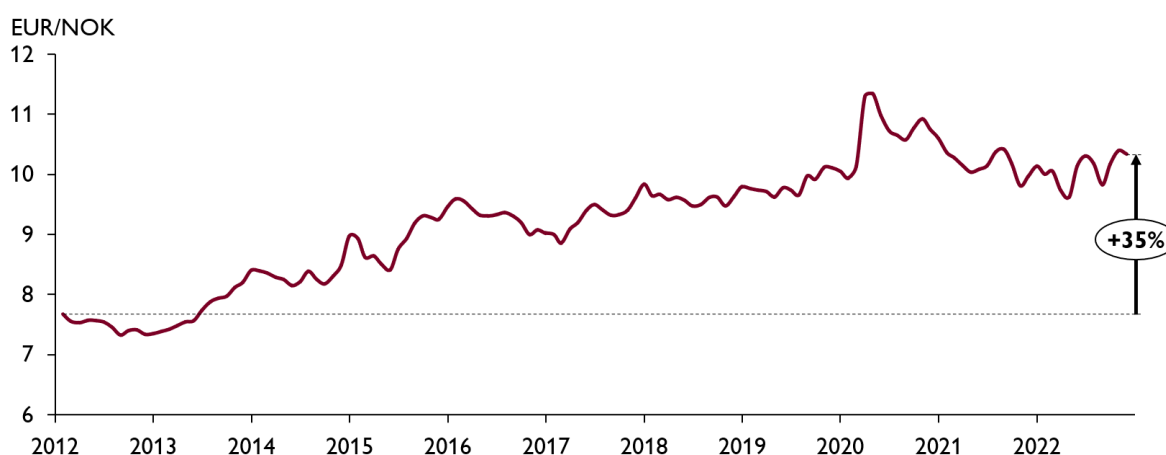
Figur 9 – Kilde: Kontali, «The Salmon farming industry in Norway», Carnegie

Grafen viser utviklingen i lønnsomhet, beregnet etter driftsresultat per kilo, for de 40 største norske oppdrettsselskapene i Norge sortert etter gjennomsnittlig oppnådd lønnsomhet gjennom tiårsperioden. Som det fremgår av grafen var det i utvalget i 2011 tilnærmet lik lønnsomhet innen de tre utvalgte gruppene. De siste 10 årene har imidlertid de flinkeste oppdretterne vesentlig bedre lønnsomhet enn industrien for øvrig, og forskjellen synes å ha økt over tid. Dette er også et argument for at man må være forsiktig med innføre en modell der noen aktører ikke betaler grunnrente for en knapp ressurs, fordi de ikke er flinke nok eller kanskje bare for små, og som også er utformet slik at den gjør det vanskeligere eller mindre lønnsomt å foreta strukturendringer som i bedre grad kunne utnyttet naturressursene på en for felleskapet mer fordelaktig måte. Mer om dette under.

Valutaeffekter og markedsarbeid har påvirket lønnsomheten positivt

Når det gjelder den bedre lønnsomheten over tid, særlig siden 2012, er en betydelig del av dette knyttet til en vedvarende svekkelse av den norske kronen. En svak norsk krone har gitt høyere markedspriser målt i NOK uten at kostnadene har økt tilsvarende (da kostnadene i langt mindre grad er påvirket av kronekursen). Som det fremkommer av grafen i Figur 10, har Euro styrket seg 35% mot norske kroner i perioden januar 2012 til november 2022. Ettersom kostnadene i langt mindre grad påvirkes av kronekursen enn inntektene, kan det antas at rundt 20-30% av økningen i overskuddet i næringen i perioden skyldes svekkelsen av den norske kronekursen.

Valutautvikling EUR/NOK (januar 2012 – november 2022)



Figur 10 – Kilde: Norges Bank

Det er videre relevant å diskutere at deler av lønnsomheten også skyldes godt markedsarbeid over tid, både av bransjeorganisasjonene, som finansieres av næringen selv gjennom den lovpålagte eksportavgiften, og av selskapene i egen regi. Dette er for øvrig svært ulikt olje og energi/kraft fra norsk vind- og vannkraft som er et lang mer standardisert produkt «som selger seg selv» og som ikke krever store ressurser knyttet til salg, markedsføring, og produktutvikling.

Ulike olje og energi har norsk laks også vært gjenstand for betydelig grad av produktutvikling som har vært gjort i regi av selskapene (særlig de største) gjennom flere tiår. Å implementere en tilleggsskatt som ikke bare rammer de største hardest, men som også synes å favorisere de som har minst videreforedling, synes uklokt både fra flere perspektiver, herunder total verdiskaping, lokal sysselsetting og markedsutvikling.

Forslaget inneholder ingen betraktninger rundt finansieringen av oppdrettsselskapene

Det fremkommer i forslaget heller ingen betraktninger rundt selve finansieringen av selskapene, hvilket er problematisk. Kjøp av lisenser og oppbygning av biomasse har i betydelig grad blitt finansiert med gjeld, og finanskostnader er ikke fradragsberettigede i den foreslåtte skatten. Her synes regjeringen å anta at dagens lønnsomhet ville kommet selv uten at oppdretterne tidligere har tatt opp gjeld og følgelig påtatt seg betydelig risiko (og uten at staten har tatt sin symmetriske del av denne). Dette fremstår som en klart urimelig forutsetning.

Den foreslåtte grunnrenteskatten har uklart mål og utformingen klare svakheter

Utformingen av den foreslåtte grunnrenteskatten har en rekke svakheter og målet eller hensikten med skatten er svært uklart definert.

På den ene siden argumenteres det for at det er riktig å sikre at felleskapet får betalt for bruk av knappe naturressurser og at dette er hovedbegrunnelsen for en (høyere) grunnrenteskatt. Det argumenteres videre med at dette er en god måte å øke proveny til staten på og gi mer tilbake til lokalsamfunnene der det drives oppdrett, og at lokalsamfunnene skal komme bedre ut enn ved at selskapene selv sitter igjen med overskudd som kan reinvesteres.

På den andre siden har forslaget flere mekanismer som gjør at man verken sikrer å optimalisere grunnrenten eller å sikre alle lokalsamfunn samme mulighet til å få sin rimelige andel, selv om de legger til rette for oppdrettsaktivitet ved å stille lokaliteter til disposisjon.

Det argumenteres med at «*bunnfradraget bidrar til at bare de største aktørene betaler grunnrenteskatt (...)*». Dette mener vi reiser en lang rekke problemstillinger i forhold til premisset om «grunnrente» ettersom en slik bruk av naturressurser vanskelig kan sies å gjelde kun for «store» selskaper. Det er også problematisk ved at vertskommuner for selskaper som skjermes av bunnfradraget, da vil ha mindre insentiv til å tilrettelegge for (mer) oppdrett dersom disse ikke vil måtte betale grunnrenteskatt. Kommunene vil da kanskje ende opp med sterkere insentiver for å tilrettelegge for store enn for små oppdrettere, hvilket neppe er intensjonen?

Vi mener videre at strukturendringene innen havbruk har vært en viktig bidragsyter til den forbedrede lønnsomheten de senere årene, at den sammensatte eierstrukturen i næringen er god og at andre mekanismer enn differensiert (grunnrente)skatt er bedre egnet for å forhindre uønsket eierkonsentrasjon. Konsolideringen av næringen har medført mange fordeler, og det vil være uheldig å søke å reversere denne. Fra et biologisk ståsted er det vanskelig å forstå at en mer fragmentert eierskapsstruktur er ønskelig, da det vil gjøre det vanskeligere å løse utfordringer knyttet til lakselus og spredning av fiskesykdommer. Vi mener derfor at forslaget, slik det foreligger, vil kunne redusere utsiktene til å få en enda mer bærekraftig næring, både fordi biologiske utfordringer løses bedre i selskaper som er større enn det bunnfradraget legger opp til og fordi en ekstra skattebelastning vil redusere tilgjengelig kapital til investeringer i ny teknologi.

Et betydelig bunnfradrag vil videre kunne påvirke den fremtidige strukturen i næringen da det vil gi incentiv til å dele opp selskaper i mindre enheter og dermed svekke forutsetningene for god fremtidig lønnsomhet. Dette vil i tur gi lavere skatteinntekter til fellesskapet, både gjennom dårligere lønnsomhet og derfor lavere selskapskatt, og gjennom bortfall av en eventuell økning av grunnrenteskatten. Det vil også svekke kapitaltilgangen og forutsetningene for å investere videre i ny teknologi og videre vekst, slik at det samlede tapet for fellesskapet kan bli enda større.

Bunnfradraget vil også hindre sammenslåinger av mindre aktører som ellers ville vært tjent med å slå seg sammen for å bedre effektivitet og risikodiversifisering. Det er videre uheldig at bunnfradraget utformes som et kronefradrag per lisensenhet heller enn et fradrag per kg produsert, som fra et samfunnsøkonomisk perspektiv ville gitt sterkere incentiver til å utnytte den knappe naturressursen best mulig ved at det samlede fradraget blir høyere jo mer man produserer per lisensenhet.

Det er også en ugunstig asymmetri i at skattegrunnlaget skal bygge på det enkelte selskaps faktiske inntekter (reell pris * reelt volum), mens bunnfradraget skal basere seg på gjennomsnittlig produktivitet og lønnsomhet for næringen. Ved å basere et bunnfradrag på faktisk produktivitet (faktisk produksjon per tonn MTB og faktisk lønnsomhet per kg) for den enkelte aktør, ville man gitt sterkere incentiver til kostnadseffektivitet og effektiv utnyttelse av lisenser (høy produksjon per lisens).

Svært store investeringer er nå satt på hold grunnet usikkerheten skatteforslaget medfører, noe som har store konsekvenser for aktiviteten og sysselsettingen i leverandørindustrien langs kysten. Vi forventer at dette i stor grad vil vedvare til skatten er endelig besluttet, sannsynligvis i juni 2023. Dette er et sterkt argument for å utsette innføringen av en økt grunnrenteskatt, og heller finne annen inndekning fra næringen for det ønskede provenyet på 3,65-3,8 milliarder kroner med betaling i 2024. Det er også verdt å nevne at statens proveny fra MTB auksjonen i oktober etter våre beregninger ble redusert med omlag 5,1 milliarder kroner som følge av forslaget.

Programmet med utviklingslisenser har vært et sentralt verktøy for å nå myndighetenes mål om å mangedoble norsk sjømatproduksjon over de neste tiårene. Det er derfor verdt å påpeke at den foreslåtte skatten vil være en effektiv stopper for investeringer i prosjekter som bruker utviklingslisenser, da disse holdes utenfor skatteregimet. Det vil si at selskapene selv må bære alle investeringer og risiko i prosjektperioden (hvor det påløper ordinær selskapsbeskatning), mens det påløper full 62% marginalbeskatning etter konvertering til ordinære lisenser i det tilfelle at prosjektet lykkes. I tilfeller hvor man ikke lykkes, sitter dermed selskapene igjen med hele tapet.

Denne asymmetrien må forventes å vesentlig redusere interessen for å investere i vekst gjennom ny teknologi.

Programmet med utviklingslisenser har vært et sentralt verktøy for å nå myndighetenes mål om å mangedoble norsk sjømatproduksjon over de neste tiårene. Det er derfor verdt å påpeke at den foreslåtte skatten vil være en effektiv stopper for investeringer i prosjekter som bruker utviklingslisenser, da disse holdes utenfor skatteregimet. Det vil si at selskapene selv må bære alle investeringer og risiko i prosjektperioden (hvor det påløper ordinær selskapsbeskatning), mens det påløper full 62% marginalbeskatning etter konvertering til ordinære lisenser i det tilfelle at prosjektet lykkes. I tilfeller hvor man ikke lykkes, sitter

dermed selskapene igjen med hele tapet. Denne asymmetrien må forventes å vesentlig redusere interessen for å investere i vekst gjennom ny teknologi.

I et større perspektiv, med utfordringer knyttet til matsikkerhet i Europa og behov for økt produksjon av bærekraftige proteiner med lavt klimaavtrykk, er det svært uheldig om vi ikke utnytter det potensialet som ligger i norsk havbruksnæring best mulig. I denne sammenheng kan det også nevnes at fire norske oppdrettere nylig var på listen over de 10 mest bærekraftige proteinprodusentene i verden (Coller FAIRR Protein Producer Index, 6. desember 2022).

Forslaget søker videre å skattlegge ulike deler av verdikjeden med ulik skattesats, henholdsvis 22 prosent for alt som skjer på land og innen service på sjø, og 62 prosent skatt på oppdrett i sjø. Det vil bli svært krevende å definere hvor i verdikjeden verdiene skapes, og det vil derfor ventelig bli administrativt svært kostbart både sett fra næringens ståsted, men også i tilknytning til oppfølging og kontroll med hvordan investeringer, kostnader og inntekter skal defineres. Eksempelvis investerer næringen tungt i smoltanlegg for å skape en mer robust fisk og bedre resultater i sjø. Kvaliteten og kostnaden for smolt varierer betydelig, og er det produksjonskostnaden eller den verdien oppdretter er villig til å betale for smolt som skal legges til grunn?

I diskusjonene i etterkant av fremleggelsen av forslaget har den foreslåtte normprisen fått mye oppmerksomhet, og vi slutter oss til at en normpris synes uegnet som beregningsgrunnlag for skatten. Det kan likevel anføres at dersom skattesatsen som legges til grunn reduseres betraktelig og også utformingen av skatten endres til en inntektsbasert skatt, så vil det kunne være mulig å bruke en normpris for å definere nivået på skatten (lakseskatten på Færøyene kan i denne sammenheng brukes som referanse).

I forslaget av 28. september vil det imidlertid bli svært krevende å definere hvilke verdier som skal legges til grunn for den ekstra skatten. Det er fra regjeringens side poengtert at relevante investeringer kan trekkes fra skattegrunnlaget. Det vil imidlertid være en betydelig utfordring at de største investeringene skjer i deler av verdikjeden som ikke vil være underlagt ekstra skatt. Det har dessuten over mange år blitt foretatt betydelige investeringer både innen settefisk, slakteri og videreforedling, og de vertikalt integrerte selskapene har i begrenset grad reell separat rapportering av lønnsomhet for de ulike delene av verdikjeden.

Forslaget, slik det er utformet, vil derfor kreve et helt nytt system for internprising gjennom verdikjeden, der reelle kostnader, inklusive fornuftige kapitalkostnader for investeringer, må legges til grunn for alt som ikke skjer før og etter sjøfasen som skal underlegges ekstra skatt. Det betyr at kostnaden på smolten som settes i sjøen vil måtte øke betydelig for å fange opp de reelle kapitalkostnadene som ville påløpt for å gi en fornuftig avkastning i denne fasen. Gitt at det er et begrenset marked for salg av smolt, vil vi anta at det må gjøres noen teoretiske vurderinger av hva som er «fornuftig». Videre må det også legges til grunn at investeringer i slakteri og videreforedling, altså etter at fisken er tatt ut av sjø og skal sendes videre til tredjepartsforedlere, distributører eller direkte til konsument, får allokert en riktig kapitalkostnad.

Ref vår argumentasjon tidligere i notatet for beregningene av implisitt avkastningskrav ved verdsettelsen av det større integrerte havbruksselskapene og der aksjeanalytikere legger til grunn en gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC - Weighted Average Cost of Capital) på 7-10%. Dette er for øvrig på nivå med snittet på Oslo Børs (ref både Greker/Lindholt og

PwC/FFN), så vil vi anta av kapitalkostnaden for en isolert del av verdikjeden i snitt burde ligge betydelig høyere enn det som ligger til grunn for selskapet som helhet. Som referanse kan det nevnes at Lerøy Seafood Group siden børsnoteringen i 2002 har kommunisert et mål om 18% avkastning på sysselsatt kapital for sine investeringer. Forutsetningen for at det skal beregnes grunnrente på all avkastning over 4% fremstår følgelig som uforståelig også i denne sammenhengen.

I sum vil kompleksiteten i forslaget uansett bety at store ressurser må allokeres til administrasjon og kontroll. Disse kostnadene vil følgelig svekke skattegrunnlaget tilsvarende og derfor føre til at betydelige verdier, som kunne økt bidraget til felleskapet, heller vil gå tapt.

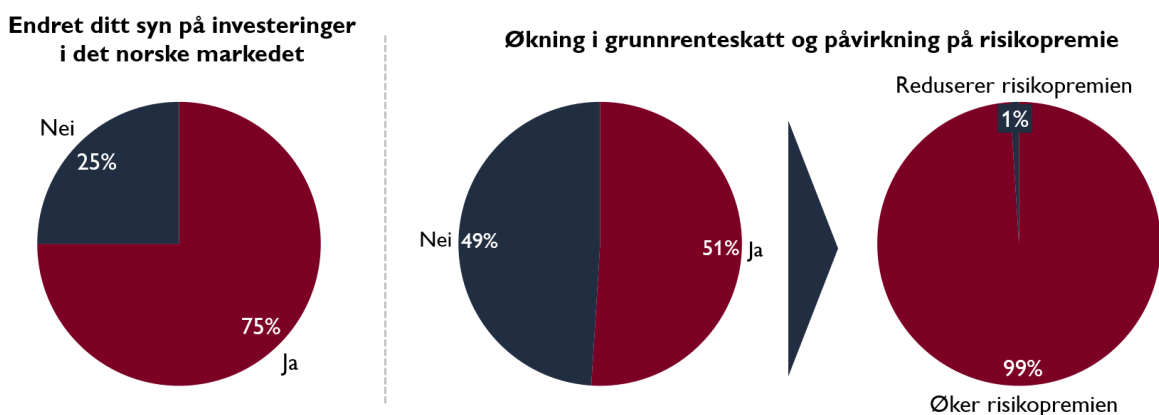
Basert på argumentasjonen over må det forventes at en innføring av en ny skatt både vil medføre at de samlede kostnadene vil øke tilsvarende nivået på skatten pluss økningen i de administrative kostnadene og at viljen til å investere derfor vil falle betydelig, og sannsynligvis langt utover det netto bortfall av kontantstrøm fra dette, da alternative investeringer følgelig vil bli tilsvarende bedre.

Kapitalmarkedets syn på prosessen rundt forslaget

Avslutningsvis er det også verdt å peke på at selve prosessen, som ledet fram til fremleggelsen av forslaget, i kapitalmarkedet har blitt oppfattet som svært uryddig og lite tillitsvekkende, og uten forankring i regjeringspartienes programmer. Investorer gjør investeringsbeslutninger basert på forventninger om fremtidig inntjening, der verdier neddiskonteres basert på ulike tilnærminger om hva som er en fornuftig diskonteringsrente/kapitalkostnad. Usikkerhet er en viktig faktor når avkastningskravet settes. Norge har normalt blitt oppfattet som et forutsigbart land å investere i, blant annet som følge av en tradisjon om ryddige politiske prosesser.

I en undersøkelse foretatt av PwC/FFN svarer 75% av respondentene at regjeringens forslag om å innføre grunnrenteskatt på havbruk og vindkraft, samt øke grunnrenteskatten på vannkraft, sammen med økt arbeidsgiveravgift for lønninger over 750 000 kr, har endret deres syn på Norge som et stabilt marked å investere i. Flere nevner at endringen i grunnrenteskatten er forhastet og mangler utredning, og kommer på et uheldig tidspunkt med stor grad av usikkerhet i markedet allerede.

Effekter av grunnrenteskatt på investeringer og risikopremie



Figur 11 – Kilde: PwC Risikopremien i det norske markedet, desember 2022

Vi tror at internasjonale investorer vil være minst like negative, og at en gjennomføring av forslaget stort sett som foreslått, vil sementere inntrykket av at høringsrunden har vært en skinnprosess. Dette vil i så fall skade tilliten til det norske kapitalmarkedet ytterligere og dermed redusere tilgangen til og øke prisen på kapital for norsk næringsliv generelt og for havbruksnæringen spesielt. Det vil følgelig gi en betydelig merkostnad for finansiering av det grønne skiftet og andre kapitalkrevende investeringer. Investorer krever normalt en ekstra risikopremie for å gjøre investeringer der politisk risiko er involvert, ofte uttrykt som landrisiko («country risk premium»). Alt annet like vil dette nå være en premie som tillegges på investeringer som gjøres i Norge hvis det er slik at staten kan ekspropriere næringer som etterhvert blir lønnsomme, men som kanskje ikke er det i dag. Oppdrett av nye arter kan tjene som et eksempel, hvor det er vanskelig å se for seg at private aktører vil ønske å satse og ta risiko i det tilfelle at staten kommer inn som «deleier» hvis det går bra, mens man må ta hele tapet selv hvis det går dårlig.

I perioden etter 28. september har det dessuten kommet forsøk på «presiseringer» fra politisk hold i ulike fora som i svært liten grad har bidratt til å gi inntrykk av en godt forberedt prosess. «Kaffekoppstrategi» er ikke nødvendigvis forenlig med kommunikasjon av børssensitiv informasjon. Det kan ikke forventes at alle leser hverken Klassekampen eller FriFagbevegelse, for å nevne to eksempler hvor presumptivt børssensitive presiseringer har funnet sted.

Det kan også tillegges at det fremstår uheldig at regjeringen bruker norske selskapers utbytter til utenlandske eiere som argument for økt beskatning, all den tid den norske stat gjennom Oljefondet har eierandeler på mer enn 12 000 milliarder kroner i utlandet.

Carnegie har som nevnt vært involvert som rådgiver i en lang rekke transaksjoner med lakseselskaper, herunder som rådgiver for den norske stat ved børsnotering av Cermaq i 2005 og ved salg av Cermaq til Mitsubishi i 2014. Vi har således vært med på de største transaksjonene innen havbruk der staten har vært motpart og vitne til at disse transaksjonene ble gjort til markedsmessige verdier. Det er følgelig relevant for regjeringen å reflektere rundt det faktum at staten solgte Cermaq til markedspris til utenlandske eiere i 2014 og nå vederlagsfritt går inn som «silent partner» basert på 40% ekstra beskatning etter at det viste seg at lønnsomheten i en periode har vært bedre enn man så for seg på salgstidspunktet.

Oppsummering

Carnegie har vanskelig for å se at den foreslåtte skatten nødvendigvis fyller kriteriene for en «naturgitt» grunnrenteskatt, normalavkastningen som er lagt til grunn er svært lav og den foreslåtte skattesatsen følgelig for høy. Det er overraskende at tunge statlige faginstanser som Finansdepartementet og Statistisk Sentralbyrå, som normalt nyter stor tverrpolitisk tillit i befolkningen, har levert fra seg et saksunderlag med så svak faglig forankring.

Vi kan se at reguleringene som har begrenset veksten i næringen har medført lavere produksjon, høyere markedspriser og bedre lønnsomhet enn hva som ellers ville vært tilfelle. Dette har medført en betydelig vilje til å betale for ny lisenskapasitet gjennom auksjoner og innebærer i praksis at staten allerede henter inn ekstra skatteproveny fra næringen utover ordinær selskapsskatt, og at næringen følgelig alt betaler grunnrenteskatt.

Vi mener imidlertid det er en svakhet med dagens system, og forslaget, at det ikke er en sterkere tilknytning mellom det areal som de ulike kommunene stiller til disposisjon og det proveny som tilfaller den enkelte kommune. En sterkere tilknytning ville ventelig gitt sterkere insentiver til kommunene til å godkjenne nye lokaliteter til havbruk. Vi opplever at oppdrettsaktørene sliter med å få tilgang til nye arealer, og det burde følgelig diskuteres om kommunene burde få en mer forutsigbar del av verdiskapningen dersom nye lokaliteter blir gjort tilgjengelige. Dette ville dessuten gi en mer direkte tilknytning til utgangspunktet for grunnrenteskatt, eller «rent of land», som blant annet statsministeren gjentatte ganger har uttalt at næringen bør betale for.

Uansett valg av samlet skattemodell mener vi at utformingen krever en langt grundigere prosess enn hva som har vært tilfelle for det fremlagte forslaget. En eventuell tilleggsatt bør både utformes og forankres på en langt bedre måte enn det som er forslått. I så henseende bør den samlede skatten næringen betaler ses i sammenheng; alminnelig inntektsbeskatning, eiendomsskatt, eksportavgift, produksjonsavgift, auksjonsprising av MTB, trafikklysvest på fastpris, samt formue- og utbytteskatt.

Slik status er nå mener vi det vil være fornuftig å utsette innføringen av skatten til mekanismene er ordentlig utredet. Sjømat Norges forslag til en overgangsordning synes i så måte som et svært konstruktivt innspill.

Og dersom noen måtte tenke at vi opptrer som «lobbyist» for noen, så kan vi berolige med at høringsvaret er et Carnegie produkt – uten eksterne sponsorer.

Oslo 12. desember 2022

Carnegie AS

Christian Begby, Administrerende direktør

Frank Heimland, Leder sjømat – Investment Banking

Philip Michael Scrase og Henrik Longva Knutsen, Sjømatanalytikere – Equity Research

Carnegie Addresses

Sweden

Head office:
Carnegie Investment Bank AB (publ)
Regeringsgatan 56
103 38 Stockholm
+46 858 86 88 00

Sankt Eriksgatan 6
Box 2143
403 13 Gothenburg
+46 31 711 34 00

Stortorget 9
211 22 Malmö
+46 40 12 00 00

Tanneforsgatan 3
582 24 Linköping
+46 13 36 91 90

www.carnegie.se

Denmark

Carnegie Investment Bank,
Filial af Carnegie Investment Bank AB
(publ), Sweden
Overgaden neden Vandet 9B
DK-1414 Copenhagen K
+45 32 88 02 00

www.carnegie.dk

Finland

Carnegie Investment Bank AB,
Finland Branch
Södra Esplanaden 22
FI-00130 Helsinki
+358 9 61 87 11

www.carnegie.fi

Norway

Carnegie AS
Fjordalleen 16, Aker Brygge
PO Box 684 Sentrum
NO-0106 Oslo
+47 22 00 93 00

www.carnegie.no

UK

Carnegie Investment Bank AB,
UK Branch
Finwell House
26 Finsbury Square
London EC2A 1DS
+44 20 7216 40 00

www.carnegie.co.uk

USA

Carnegie, Inc. 20 West 55th Street,
10th floor
New York, NY 10019
+1 212 262 58 00

www.carnegieinc.com

Contact

Emelie Friberg, Head of Communications
Email: emelie.friberg@carnegie.se or communications@carnegie.se
Phone: +46 734 -17 92 29