



ARNE JON ISACHSEN, PROFESSOR, HANDELSHØYSKOLEN BI

# Bank- og finansvesen under

Sjeføkonomen i IMF varslet i 2005 «a catastrophic meltdown» av det finansielle systemet og klandret Alan Greenspan.

**Hver høst inviterer** Federal Reserve Bank of Kansas City ledende sentralbankfolk og akademikere til en konferanse i Jackson Hole i Wyoming. I august 2005 holdt daværende sjeføkonom i IMF, Raghuram G. Rajan, foredraget: «The Greenspan Era: Lessons for the Future».

I motsetning til de øvrige deltakerne, som stort sett var i festhumør – både for å feire Alan Greenspan som hadde et halvt år igjen av sine mer enn 18 som sjef for Fed, og for å gratulere seg selv med hvor godt alt gikk (stod ikke The Great Moderation på trappene som et nytt forskningstema?) – var budskapet som Rajan fremførte, temmelig dystert. Man kunne ikke utelukke «a catastrophic meltdown» av det finansielle systemet, hevdet han.

**For riktig å gni det inn la han til:** «Perhaps Chairman Greenspan should be faulted for allowing only two mild recessions during his tenure.»

## Fikk rett

I ettertid kan man ikke annet enn å gi seg over. Ikke over at sjeføkonomen i IMF fikk rett i sine dystre spådommer. Men over at han fikk rett av de rette grunner.

Rajan, som nå er professor ved University of Chicago, trakk frem tre forhold som har bidratt til krisen, og som har virket gjensidig forsterkende: Tekniske fremskritt; deregulering og institusjonelle endringer.

## Deregulering og fremskritt

Begrepet tekniske fremskritt inkluderer, i tillegg til IT-revolusjonen, «financial engineering» som verdipapirisering med tilhørende nye finansielle produkter. Med god betalings- evne og med forventet god avkastning av nye produkter har finanshus bydd opp lønningene til såkalte «quants», dvs. matematiske talenter som utvikler finansielle produkter snarere enn å jobbe i industri eller romfart.

Deregulering har gitt rom for økt konkurranse mellom finansielle foretak, der skillet mellom investeringsbanker og vanlige forretningsbanker i stor grad ble visket bort. I begrepet deregulering må vi også legge den økende konkurransen mellom de ulike handleplassene, eller de ulike børsene.

Etter hvert ble de organisert som private foretak hvis formål er å tjene penger. Preget

**Høye lønninger i bank og finans var ikke til hinder for finans- krisen, snarere motsatt**



**AFTER THE FACT:** Raghuram Rajan (nr. 2 f. h.) i samtale med Alan Greenspan, Ben Bernanke og styreformann E. Gerald Corrigan i Goldman Sachs Group i 2010, etter at Rajans

av å være «utility» ble mindre fremtredende.

## Kredittrisiko over grenser

Hva gjelder institusjonelle endringer peker Rajan på fremveksten av nye institusjoner som hedge funds og private equity funds. Også sentralbankers økende fokus på inflasjonsstyring har hatt institusjonelle konsekvenser; større autonomi, dvs. lenger avstand til de politiske myndighetene, er en forutsetning for en sentralbank hvis oppgave det er å holde lav og stabil takt for prisstigningen.

Finansmarkedenes utvikling har bidratt til en tiltakende globalisering. Noe så intimt som kredittrisiko blir nå handlet over landegren-

sene, konstaterer Rajan. Resultatet er at mange ikke vet hva slags risiko de selv sitter på.

I mai 2012 ble dette på nytt belyst: Den antatt best styrte storbanken i Amerika, JPMorgan, gikk på et tap på anslagsvis 2 milliarder dollar. Tapet i seg selv er ikke avskrekkende.

**Det alvorlige var at pressen – og ikke folke- ne i JPMorgan selv – avdekket tapet som det tok uker før ledelsen erkjente.**

Og som den samme ledelsen enda ikke har klart å tallfeste. Heller ikke forstår man fullt ut hvordan tapet har inntruffet.

## Banklønninger

Denne episoden viser hvor komplekst finansvesenet er blitt. At de regulerende myndighetene stort sett velger å bekjempe kompleksiteten med mer kompleksitet, lover ikke godt. Det mener Sallie Krawcheck som tidligere var leder for formuesforvaltningen i Merrill Lynch.

I USA stod finansvesenet for 8 prosent av BNP i 2010, mot bare 3 prosent i 1950.

Bak disse tallene ligger en kraftig økning i inntektene til dem som jobber i bank og finans. På 1950- og 1960-tallet var lønningene i amerikanske i investeringsbanker på samme nivå som i næringslivet for øvrig.

**I løpet av de neste 30 årene dro de ansatte her kraftig fra. Så kraftig at de på slutten av 2000-tallet tjente nær fire ganger mer i gjennomsnitt enn folk i andre bransjer.**

Bemerk videre at høye lønninger i bank og finans – og en økende andel av BNP i denne sektoren – ikke var til hinder for finanskrisen. Snarere motsatt. Incentiv- og belønningssystemet i bank og finans oppmuntret til atferden som førte til krisen.

## Under lupen

Finance Watch er en ny institusjon med sunn

**Vårt økonomipanel skriver hver uke om makroøkonomi, markeder og økonomisk politikk:**

**9. juni: Tormod Andreassen**  
Lavere inflasjonsmål?

**2. juni: Egil Herman Sjørnsen**  
Afrika ikke lenger håpløst

**26. mai: Nils Kristian Knudsen**  
Kronen er et godt alternativ

**19. mai: Frank Jullum**  
Inflasjonsmål i en liten, åpen, råvareøkonomi

**12. mai: Jan Andreassen**  
Den kinesiske zeppelin

**5. mai: Erlend Lødemel**  
Bonos, BTP eller spanskekronen

**28. april: Katrine Godding Boye**  
Øk sparingen og unngå rentehopp

**21. april: Bjørn Roger Wilhelmsen**  
Negativ spiral i Spania

**14. april: Inge Furre**  
Prioritér infrastruktur!

**4. april: Kyrre Aamdal**  
Todeling av hyttemarkedet



# er lupen



spådommer om følgene av Greenspans politikk var blitt tydelige.  
FOTO: BLOMBERG

## Finanshus har bydd opp lønningene til såkalte «quants»

motvekt mot finansvesenets lobbyvirksomhet. Her er dyktige akademikere, så vel som folk med erfaring fra finansmarkedene. Over 40 organisasjoner fra et dusin land står bak. Allerede i juli 2011 startet Finance Watch en egen serie med korte notater, «Private interest dressed in public sector clothes». I korte policy-notater vil man her avdekke uholdbar argumentasjon fra finansvesenets side.

En annen nyskaping i samme gate er INEP – Insitute for New Economic Thinking – som bl.a. den kjente investoren George Soros står bak. Hensikten med INEP er å åpne opp for og å inspirere til nytenkning innen økonomifaget. I april 2012 hadde dette instituttet en konferanse i Berlin om finanskrisen.

Felles for Finance Watch og INEP er en bekymring for et bank- og finansvesen som har mistet gangsynet: Man tror at vesenet er til for sin egen del snarere enn for samfunnets.



TRYGG HAVN: En knallsterk norsk økonomi kan trekke investorer til Norge.

FOTO: NTB SCANPIX

# Skatt og avgift ved oppkjøp

Et historisk lavt rentenivå, Norge som en trygg havn i Europa og Private Equity fond med overmodne porteføljeselskaper og nye investeringer i sikte bidrar til økende oppkjøpsaktivitet. Hva er viktig fra et skatte- og avgiftsperspektiv ved oppkjøp av selskaper?

**Det er viktig** med en full gjennomgang av skatte- og avgiftsmessige forhold i de selskapene man ønsker å kjøpe før man legger inn bud, såkalt «tax due diligence». Gjennomgangen minner om et bokettersyn og gir en kontroll av eldre transaksjoner, korrespondanse med skatte- og avgiftsmyndigheter, skatteposisjoner, selvangivelser og avgiftsoppgaver. Formålet er å avdekke skatterisiko slik at man unngår å kjøpe «katta i sekken».

I tillegg kan man vurdere om det er verdt å betale for skatteposisjoner i selskapet, om for eksempel fremførbart underskudd. Ofte vil man også oppdage skatteplanleggingsmuligheter som gir sparte kostnader etter oppkjøpet.

### Kjøp av aksjer eller innmat?

Når man skal forhandle pris må man være på vakt. Selger er ofte best tjent med å selge aksjer. Etter de siste endringene i fritaksmetoden kan aksjer nå selges helt skattefritt for selskapsaksjonærer. For kjøper er det ofte gunstigere å kjøpe virksomheten i selskapet. Ved kjøp av innmat tar man ikke over gammel risiko i selskapet og innmatkjøp gir normalt høyere skattemessig avskrivningsgrunnlag. På den annen side er det vanligvis enklere å kjøpe aksjer, men da videreføres de lave avskrivningsgrunnlagene.

I enkelte situasjoner kan man fremforhandle en rabatt knyttet til skatteulempen ved å kjøpe aksjer i stedet for innmat. I forhandlingene med selger vil man også kunne oppnå garantier i kjøpekontrakten som sikrer prisavslag om det dukker opp gamle skattekrav. Dette kan være en verdifull sikring om man er usikker på den skattemessige historikken.

### Oppkjøpskostnader

I større oppkjøp kan transaksjonskost-

nadene bli betydelige og fakturaer fra rådgivere inkluderer som regel merverdiavgift. Er disse kostnadene skattemessig fradragsberettiget og får man refundert merverdiavgiften?

**Tommelfingerregelen er at finansieringskostnader og virksomhetskostnader som selskapet har nytte av kan fradragsføres. Rene oppkjøpskostnader skal derimot aktiveres på aksjene og kommer aldri til fradrag. Det er derfor viktig å gjøre en nærmere vurdering av kostnadene.**

Dersom banken for eksempel krever at kjøper innhenter analyser fra et konsultentselskap for å gi lån kan man argumentere for at disse kostnadene er fradragsberettigede finansieringskostnader. Det kan være lurt å passe på at rådgiverne gir god informasjon om sitt arbeid i fakturaen slik at man sikrer dokumentasjon overfor skattemyndighetene i ettertid. Når det gjelder refusjon av merverdiavgift kan det være avgjørende at de aktuelle selskapene er fellesregistrert for merverdiavgift i en tidlig fase. Det er derfor viktig å se på dette tidlig i prosessen.

### Hvor skal finansieringen ligge?

Ved større oppkjøp er det ofte betydelig lånefinansiering. Renter på gjeld er fradragsberettigede og det er derfor viktig å planlegge nøye. Dersom man kjøper opp et konsern med selskaper i mange land vil det ofte være viktig å gjøre beregninger av fremtidig inntekt i de forskjellige landene for å fordele gjeld på en hensiktsmessig måte.

Valutasvingninger er også et forhold man bør tenke på. Mange land har regler om tynn kapitalisering (det vil si krav om en viss prosent egenkapital). Er man tynt kapitalisert kan skattemyndighetene nekte skattefradrag. Ofte vil bankene ønske at finansier-

ingen ligger nærmest mulig der inntektene tjenes slik at betjeningsevnen sikres. Dette samsvarer ofte godt med skattemessige hensyn. Ved større oppkjøp er det derfor viktig å se nærmere på disse forholdene.

### Management incentives

Management må også vises omtanke i forbindelse med oppkjøp. Det blir mer og mer vanlig at management kjøper aksjer i selskapet for å ha samme incentiv som hovedeier. Som følge av fritaksmetoden er det interessant å eie disse aksjene gjennom personlige holdingselskaper. Ved et senere salg kan holdingselskapene da selge aksjene skattefritt og vederlaget kan reinvesteres uten skatt.

**Særlig for porteføljeselskaper eid innenfor Private Equity-sektoren er dette et viktig forhold. Slike selskaper selges ofte flere ganger i løpet av en 10-15 års periode samtidig som det kan være få uskiftninger i selskapets ledelse. Dersom management må betale skatt hver gang det er eierskifte vil det gi likviditetsmessige utfordringer som kan unngås med litt planlegging.**

### Exit

Ved oppkjøp må man også tenke på hva som skal skje ved exit (for eksempel senere salg). Dersom man ser for seg å selge deler av virksomheten i løpet av eierperioden bør det vurderes å legge disse delene inn i egne aksjeselskaper så tidlig som mulig idet aksjer kan selges skattefritt under fritaksmetoden.

Separat regnskapsføring over tid gir verdifull informasjon ved senere salg og risikoen for skattemessig gjennomskjæring (fordi man har tilpasset seg fritaksmetoden) reduseres desto lenger tid det går fra utfisjonering i separate aksjeselskaper til salg skjer.