



- Marking-to-market er et konsept som har påvirket både regnskap og kontrakter over landegrensener i betydelig grad. Som konsept er mark-to-market bra siden det gjør regnskap mer informative, men det leder også til problemer.
- Ett av problemene er at det aksellererer tap når markeder kolliderer, og utgjør derfor en av risikofaktorene for at selskaper kan gå konkurs i en krise. Dette kan unngås ved å endre regnskapsretningslinjene for mark-to-market regnskapsføring.
- Et annet problem er mark-to-market kontrakter hvor eiendelen befinner seg i et annet land, som oftest i et skatteparadis. Dette gir selskaper en perfekt måte å overføre ubeskattede midler til skatteparadis, og dermed reduserer skatteregningen til landene selskapene opererer i. Løsningen på dette er å benytte lett tilgjengelige skattemekanismer til å beskatte mark-to-market fortjeneste.

Skrevet av: Friar Aarsnes

# BERG-OG-DALBANE MEKANISMEN I VERDENSØKONOMIEN

Mark-to-Market og transaksjoner utenfor markedet



# BERG-OG-DALBANE MEKANISMEN I VERDENSØKONOMIEN

## Mark-to-Market og transaksjoner utenfor markedet

Publish What You Pay Norge (PWYP Norge) har identifisert 8 områder som de mest skadelige for ressursrike utviklingsland: Derivat misbruk, transfer mispricing, misbruk av skatteregler, mark-to-market mekanismer, omdirigert inntekt, capital gain misbruk, korrupsjon samt økonomisk. PWYP Norge har foreslått en fullstendig sikker måte for å eliminere derivatmisbruk - flytt alle derivater og andre finansielle instrumenter til en skattebase som er skilt fra det generelle skattegrunnlaget.<sup>1</sup> Effektene av transfer mispricing, misbruk av skatteregler og mark-to-market mekanismer kan effektivt elimineres ved å endre en gammel skattemekanisme - reversere allerede eksisterende skattekreditt prinsipper - eksemplifisert i en nylig utgitt rapport om omvendt kreditfradrag.<sup>2</sup> I rapporten om omvendt kreditfradrag gis også oppskriften på hvordan man gjennom å legge kildeskatt og merverdiavgift på verdien av inntekts-transaksjoner som blir omdirigert til andre land kan sørge for at norske og internasjonale selskaper kan konkurrere på like vilkår. I tillegg til å fjerne skatteeffekten gjennom omvendt kreditfradrag, viser denne rapporten om mark-to-market også hvordan man kan fjerne berg- og dalbanevirkningen av mark-to-market ved å sørge for at urealiserte verdjusteringer blir lagt til en egen, separat del av egenkapitalen som ikke kan benyttes til utbytte, men som fungerer som en buffer for bedrifter og finansinstitusjoner mot fremtidige finanskriser og andre markedskriser. Korrupsjon og økonomisk kriminalitet blir allerede fokusert på av mange og Publish What You Pay Norge vil ikke fokusere på disse områdene. Det siste området, capital gains misbruk vil bli dekket i en egen rapport som utkommer om kort tid.

Mark-to-market er en regnskapsmetode hvor en eiendel i balansen justeres regelmessig til markeds-verdi. Mellom tilknyttede selskaper<sup>3</sup> i land med markeder og skattlegging, medfører bruken av mark-to-market at verdien av en eiendel i regnskapet oppdateres til den sist tilgjengelige verdien, og endringene påvirker både resultatregnskapet og balansen. Forløperen til mark-to-market var den normale endringen av fordringer og gjeld i en annen valuta enn rapporteringsvalutaen til den oppdaterte verdien ved månedsskiftet eller årsskiftet. Dette er en bruk av mark-to-market som er nødvendig for å justere pengeverdien av en annen valuta med jevne mellomrom og er en ønskelig praksis.

Mark-to-market-konseptet ble først utviklet blant handelsfolk på futures-børser<sup>4</sup> i USA, og begynte å spre seg på 1980-tallet. I begynnelsen av 1990 begynte mark-to-market baserte regnskap å gi opphav til ulike skandaler, som kulminerte med Enron-skandalen. I oppsummeringen på Wikipedia<sup>5</sup>: *“As the practice of marking to market caught on in corporations and banks, some of them seems to have discovered that this was a tempting way to commit accounting fraud, especially when the market price could not be objectively determined (because there was no real day-to-day market available or the asset value was derived from other traded commodities, such as crude oil futures), so assets were being ‘marked to model’ in a hypothetical or synthetic manner using estimated valuations derived from financial modeling, and sometimes marked in a manipulative way to achieve spurious valuations..”*

Dette er et eksempel på en svært uønsket praktisering av marking-to-market.

Mark-to-market konseptet har spredd seg til alle typer eiendeler og har påvirket hele tenkningen om transaksjoner i en slik grad at konseptet nå styrer prinsippene knyttet til de fleste eiendeler i balansen og inntektene som oppstår fra disse. Det konkurrerer nå sannsynligvis med derivater om andreplassen med hensyn til evnen til å overføre midler fra normal eller høyskatteland og til lav eller nullskatteland, for det meste fordi den betraktes som en legitim og lovlig praksis mellom land med markeder.

De største problemene med tanken bak “mark-to-market” oppstår i en av følgende situasjoner: (1) det er ikke noe “marked” og verdien må beregnes i en modell, (2) “markedet” er svært volatilt og uforutsigbart, og (3) konseptet overføres til andre områder hvor historisk kostnadsregnskap og kontrakter basert på en akseptabel avkastning erstattes av mark-to-market regnskap og kontrakter basert på markedsavkastning.

Kjernen i mark-to-market konseptet og regnskap justert til virkelige verdier medfører at ideen om konkurranse blir snudd på hodet. Mens konkurranse generelt regnes som å drive priser og dermed kostnadene ved å gjøre forretninger nedover, skjer det motsatte når alle justerer seg til et marked som opererer på marginen<sup>6</sup>. Siden inntektstransaksjonen i et multinasjonalt selskap som benytter skatteparadiser er i skatteparadisets mens kostnadstransaksjonen beveger seg opp mot inntektene i det landet hvor selskapet selger produkter eller tjenester ut i markedet. Konsekvensen er at overskuddet blir omtrent spist opp av transaksjonene med skatteparadisene. En stor del av prisene (og dermed kostnadene i dagens samfunn) beveger seg nå mot å bli oppgjort til marginprisen, og flytter store beløp mellom land både innen hvert multinasjonalt selskap, men også mellom bransjer. Kombinert med rabatt- eller kick-back avtaler som forhandles på hovedkontoret eller mer sannsynlig i et skatteparadis, blir dette en giftig kombinasjon når det gjelder lands evne til å beskatte overskudd og beskatte ressursrenten.

En markedsøkonomi er en økonomi hvor prisene på varer og tjenester bestemmes i et fritt prissystem basert på konkurranse mellom ulike leverandører av varer og tjenester for å oppfylle etterspørselen etter disse varene og tjenestene. En markedsøkonomi opererer ikke utenfor samfunnet som helhet. For å ha markeder må det være mennesker, bedrifter og myndigheter som skaper etterspørsel, offentlige myndigheter trengs for å regulere sysselsettingsmarkeder, finansmarkeder, aksjemarkeder og et rettssystem for å unngå anarki og samfunnssammenbrudd (myndigheter gir stabilitet, et konsept verdsatt av selskaper). Myndigheter trenger også finansiering fra skatt for å tilrettelegge for infrastruktur i sin bredeste definisjon, om det er veier til transport, it-infrastruktur for datatransport, helsetjenester, sikkerhet eller annet. Det underliggende konseptet er at i en markedsøkonomi kreves og leveres varer og tjenester i et regulert system for å gi stabilitet (som forbedrer markedet) og hvor overskuddet blir beskattet for å sørge for de fellesgoder som er nødvendig for å gi den stabiliteten.

En markedsøkonomi kommer på avveie når aktører som er med og utgjør markedslikevekten (balanse mellom etterspørsel og tilbud) får lov til å etablere seg i jurisdiksjoner som er “utenfor markedet”, dvs. de etablerer seg i lavskatt-jurisdiksjoner der det er liten eller ingen beskatning. Når dette er tillatt, opprettes en ubalanse i markedsøkonomien ved at (1) urettferdig konkurranse tillates på bekostning av ansatte og bedrifter i land som betaler skatt og (2) det er konstant lekkasje av midler fra markedsøkonomien (landene som leverer markedet) og til den skjermede økonomien som ikke deltar i etableringen av markedsøkonomien.

Brukt mellom selskaper som er i ekte markeder, så medfører mark-to-market konseptet overføring av penger mellom to jurisdiksjoner som begge har beskatning av både ansatte og selskapet. Skatt utgjør her ikke noe problem siden selskaper ikke har noe økonomisk insentiv til å forsøke å påvirke hvilket land som beskatter overskuddet. Problemet med mark-to-market og andre mekanismer for kapitalflukt oppstår når ett av selskapene ikke befinner seg i et ekte marked (de fleste lavskatt-jurisdiksjoner er svært små land, eller de er avhengige av et marked utenfor landet de er etablert i, det vil si at de enten ikke har et marked selv eller de snylter på andre lands markeder). Mark-to-market tillater i et slikt tilfelle overføring av midler fra et sted i markedsøkonomien til et sted utenfor markedsøkonomien hvor skatten er kunstig senket til svært lav eller null. Konsekvensen er at når et tilknyttet selskap i normal eller høy skatt jurisdiksjonen tar betalt for tjenesten videre til sluttkunde, er det nesten aldri noen betydelig skattepliktig fortjeneste igjen i normal eller høy skatt jurisdiksjonen fordi både inntekten og kostnaden bestemmes av markedsrater. Etter dette prinsippet vil alle markedssvingninger være til fordel for eieren i lav- eller nullskattejurisdiksjonen, mens de tilknyttede selskapene som leverer til markedet og har aktivert vil få økende kostnader etter hvert som markedsverdien øker. Dette systemet fører til en betydelig overføring av ubeskattede midler fra land med markeder (utviklingsland eller utviklede land) til land uten markeder (skatteparadiser hvor eiendelene ikke brukes i det hele tatt).

Så lenge skatteparadiser får lov til å delta i “markedet” uten å beskatte selskapene som er i disse landene, skaper denne praksisen urettferdig konkurranse mot selskapene som er registrert i normal- eller høyskattejurisdiksjoner, og over tid skaper dette også store problemer i den globale økonomien. Det skaper også et evigvarende press på selskaper som ikke har benyttet denne praksisen til å begynne å bruke de samme metodene, da de ellers vil være mindre konkurransedyktige.

<sup>6</sup> Å operere på marginen i denne sammenhengen betyr at alle priser sine tjenester til den tilbyderen som har minst margin, dvs den som har de høyeste kostnadene og som dermed må ta en pris som minst dekker denne tilbyderens kostnader pluss en margin. Dersom andre tilbydere innretter prisene sine til den høyeste tilbyderen, så vil mange tilbydere tjene vesentlig over det som oppfattes som normale fortjenestemarginer i bransjen. Dette utgjør ikke noe problem så lenge kjøp og salg foregår mellom bedrifter i land med et «normalt» skattenivå, men med en gang det er et skatteparadis i andre enden av transaksjonen medfører denne praksisen at det er mulig å flytte betydelige beløp utover normal fortjeneste til lav- eller nullskatteland.

<sup>1</sup> “Beskyttelse mot derivatmisbruk”/PWYP Norge, Desember 2011/ <http://www.publishwhatyoupay.no/publications> (link Mai 2017)

<sup>2</sup> “Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadiser. Beskatning over landegrensene og Omvendt Kreditfradrag”/ PWYP Norge, Mai 2017 / <http://www.publishwhatyoupay.no/nb/publications> (link Mai 2017)

<sup>3</sup> Tilknyttede selskaper er selskaper som ikke er datterselskaper i et konsern, men hvor konsernet har en betydelig innflytelse på (det tilknyttede) selskapet.

<sup>4</sup> En future-kontrakt representerer et løfte om å gjennomføre en spesifikk transaksjon på et fremtidig tidspunkt, og som handles i standardiserte enheter på en børs.

<sup>5</sup> Ansvarsfraskrivelse: fagfolk bør se direkte på US GAAP eller IFRS retningslinjer, eller litteratur som dekker emnet i dybden - hensikten med henvisningen til Wikipedia er å gi den uinformerte leseren et bredt, men kort innblikk uten å gå inn i detaljene.

**Utgitt av:** Publish What You Pay Norge

**Publikasjonsår:** 2018

**Publikasjonssted:** Oslo, Norge

**ISBN 978-82-93212-79-9**

**Forfatter:** Frian Aarsnes, statsautorisert revisor, styreleder i Publish What You Pay Norge

**Spesiell takk til:** Fanny Voldnes, Norge og Don Hubert, Canada

**Forsideillustrasjon:** Adam Zyglis

**Print:** CopyCat

**Finansiert av:** NORAD (oversettelse til norsk finansiert av Fagforbundet)

**Ansvarsfraskrivelse:**

Denne publikasjonen er basert på informasjon mottatt av Publish What You Pay Norge ('PWYP Norge') og personer som opptrer på vegne av PWYP Norge. Konklusjoner presentert i denne rapporten er basert på denne informasjonen. PWYP Norge og personer som opptrer på vegne av PWYP Norge har forsøkt å skaffe fullt overblikk over all relevant informasjon og data for å lage denne rapporten. Vi aksepterer imidlertid ikke noe ansvar for feil eller mangler i informasjon eller data som denne rapporten bygger på.

Selv om PWYP Norge har brukt alle rimelige midler for å sikre at informasjonen i denne publikasjonen er korrekt, har ikke offentlig informasjon og data blitt verifisert av selskaper, brukere og heller ikke PWYP Norge eller noen som opptrer på vegne av PWYP Norge i utkastet og utarbeidelse av denne publikasjonen kan holdes juridisk ansvarlig for innholdet eller garantere at den er helt fri for feil eller unøyaktigheter.

Eventuelle referanser i denne publikasjonen som gjelder noen form for kilder, publikasjoner eller nettsteder fra tredjeparter, er kun satt inn for enkelthets skyld og er for rent informative formål. Inkluderingen utgjør ingen godkjenning av materiale på disse nettstedene, publikasjonene eller kildene. PWYP Norge og de som handler på vegne av PWYP Norge, tar ikke ansvar for noe tap eller skade som oppstår ved bruk av slik informasjon.

## Innhold

Berg-og-dalbane mekanismen i verdensøkonomien.....	2
Mark-to-Market og transaksjoner utenfor markedet.....	2
Forord .....	6
Denne rapporten.....	8
1. Introduksjon til mark-to-market sammenbrudd.....	8
2. Historien om mark-to-market.....	11
3. Begrepet verdi.....	12
4. Mark-to-market konseptet.....	14
4.1 Mark-to-market regnskap.....	14
4.2 Mark-to-market prising.....	16
4.3 Mark-to-market kontrakter.....	20
5. Skattemodeller for økonomien i ett selskap.....	21
6. Den globale økonomien.....	25
7. Risikoen mark-to-market utgjør for den globale økonomien.....	26
Hvor stor er systemrisikoen?.....	27
Hvor stor er risikoen for det enkelte selskap?.....	28
Hvor stor er risikoen for å tape skatteinntekter som følge av mark-to-market bokføring?.....	28
8. Hvordan kan risikoen reduseres?.....	29
Ikke påvirke resultatregnskapet.....	30
Separat del av egenkapitalen.....	30
Ikke del av utbyttet (ingen kontantstrømeffekt).....	30
Konklusjon.....	31
9. Den beste løsningen – doing the right thing.....	31
10. Den nest-beste løsningen: Omvendt Kreditfradrag alene.....	32
11. Hvilke motargumenter er det – og hvorfor er de ikke gyldige?.....	32
A. Dynamisk prising – fremtiden for mark-to-market.....	33

## Forord

Publish What You Pay Norge (PWYP Norge) er på den ene siden opptatt av å eksponere teknikkene som benyttes av utvinningsindustrien og multinasjonale selskaper generelt for å flytte ubeskattet kapital fra ressursrike utviklingsland (og i mange tilfeller også industrialiserte land) til skatteparadis, og på den andre siden fremme motmekanismer som gjør at land unilateralt kan gjøre noe med problemet hvis det internasjonale samfunn ikke er i stand til å bli enige om effektive mekanismer for å håndtere de problemene mark-to-market medfører.

PWYP Norge sitt hovedfokus er å jobbe for å sikre at Utvidet Land-for-Land rapportering blir lovfestet i så mange land som mulig for å styrke offentlig tilsyn med utvinningsindustrien (og eventuelt andre multinasjonale selskaper) av investorer, myndigheter, media og sivilsamfunn. Vi har dette som vårt hovedfokus fordi vi tror at informerte mennesker tar bedre beslutninger. Investorer trenger å bli bedre informert om de selskapene de investerer i. Myndigheter trenger å bli bedre informert om bransjene og selskapene de regulerer og beskatter. Mediene og sivilsamfunn trenger å bli bedre informert om hva som skjer i private selskaper. Åpenhet, og særlig i form av Utvidet Land-for-Land rapportering, vil gi de som er interessert mye bedre informasjon om aktivitetene i utvinningsindustrien og multinasjonale selskaper generelt hvis rapporteringen utvides til å omfatte alle multinasjonale selskaper.

Vi lever i dag i en tid som har tydelig vist farene som journalister, uavhengige etterforskere og varslere står overfor, eksemplifisert blant annet gjennom konferansen "Making Transparency Possible" arrangert av PWYP Norge i desember 2016. I denne situasjonen er åpenhet og informasjon om hvordan ting fungerer og informasjon uten å måtte grave etter det stadig viktigere for å unngå at folk setter seg i personlig fare for å få nødvendig informasjon ut til de som er interessert. Vi mener at kunnskap om innholdet i denne rapporten - mark-to-market mekanismer og transaksjoner utenfor markedet - er svært viktig for å forstå fullt ut hvordan multinasjonale selskaper fungerer og hvordan dette påvirker den globale økonomien. Sammen med de andre rapportene PWYP Norge har utgitt og vil utgi, utgjør dette et fullstendig beslutningsgrunnlag for hvordan man kan regulere utvinningsindustrien spesielt, men også multinasjonale selskaper generelt, på en slik måte at man unngår mange av de skadelige sidene ved en globalisert økonomi.

Det er en massiv tregghet i alle initiativer som er tatt rundt om i verden. Vi har tidligere vist at interessenter savner de enkle og rimelige løsningene som PWYP Norge har fremmet for offentlig innsyn. Derfor har PWYP Norge fokusert på mekanismer og instrumenter som kan benyttes unilateralt, men som vi oppfordrer så mange land som mulig til å iverksette for å bringe de multinasjonale selskapene under kontroll, og en gang for alle få en total oversikt hvor det investeres, hvor mye produksjon det er i hvert land, hvilke kostnader medgår til å produsere og hvilke inntekter genererer produksjonen, samt hvor mange som er ansatt i disse aktivitetene. Det er vanligvis når et land kan gjøre noe unilateralt at man finner instrumentene som kan bli vedtatt eller avtalt innen en akseptabel tidsramme. Derfor oppfordrer vi land som Norge til å gå i forkant når det gjelder disse initiativene. Norge sees på som et foregangsland i mange land. Vi så dette da Norge som det første industrilandet kom inn i EITI. Vi ser at folk legger merke til hva Norge gjør med hensyn til implementering av Utvidet Land-for-Land rapportering (derfor er det så viktig å få det riktig!). Vi tror at Norge også kunne være i forkant når det gjelder å utnytte og fremme instrumenter som omvendt kreditfradrag for å dempe

virkningene av transfer mispricing og misbruk av skatteregler. Sist, men ikke minst, tror vi at Norge kan være i forkant med å finne måter å begrense eller dempe virkningene av mark-to-market mekanismene for å stabilisere berg-og dalbane effekten mark-to-market mekanismene har og vil fortsette å ha på verdensøkonomien med mindre de rette mekanismene vedtas for å kontrollere de multinasjonale selskapene.

Ta deg tid til å lese denne rapporten, spesielt hvis du er en myndighetsperson, en journalist eller en sivilsamfunnsrepresentant i ditt land, og bestem deg selv for om informasjonen i denne rapporten er noe som er relevant for ditt land. Og så fortell noen andre.

Mona Thowsen  
Generalsekretær, PWYP Norge

---

*Hvis leseren ønsker å dele kommentarer, synspunkter, informasjon eller spørsmål eller forslag til videre undersøkelser, vennligst kontakt oss på: [post@pwyp.no](mailto:post@pwyp.no).*

# Denne rapporten

Denne rapporten introduserer leseren til "mark-to-market" mekanismen og illustrerer hvordan mekanismen ved omfattende bruk har mulighet til å overføre enorme mengder penger over landegrensene og fungere som en multiplikator i verdensøkonomien. Denne multiplikator-effekten er som et hjerteslag på steroider: uten steroider har du vanlig hjerterytme og volum, men med steroider øker hjerteslag og / eller hjertevolum, noe som øker risikoen for fremtidig hjertefeil. Det er det samme med verdensøkonomien: Mark-to-market-mekanismen øker verdien av hver transaksjon, noe som igjen fører til større sammenbrudd når de først skjer.

Mark-to-market mekanismen sammen med bruk av jurisdiksjoner med lav eller ingen skatt betyr at multinasjonale selskaper er i stand til å flytte en økende andel av overskuddet til disse lav eller nullskattejurisdiksjonene. Effekten er tre-delt:

- det er en svinnende fortjenestemargin som kan skattlegges i normal-skattelandene
- det er umulig å bruke midlene i lav- eller nullskattejurisdiksjonene for utbytte til investorer, da pengene holdes i en investering / høy avkastning / ingen beskatning / reinvesteringssløkke for å maksimere bunnlinjen for de multinasjonale selskapene
- pengene er gjemt bort i en loop utenfor de tradisjonelle markedene, slik at når en krise oppstår, er disse pengene utilgjengelige som en buffer mot økonomiske nedgangstider fordi de vil beskattes dersom de overføres til normalskattland.

Alle kan se de svinnende fortjenestemarginene på grunn av blant annet mark-to-market mekanismer (uten å vite nøyaktig mekanikken bak). Mange begynner å se multinasjonale selskapers manglende evne til å dele ut midler tilbake til investorer (i mange tilfeller må de låne penger til å dele ut utbytte). Få innser fortsatt at effekten av at så mye penger sirkulerer i en loop utenfor de tradisjonelle pengemarkedene, effektivt skaper et grått (eller svart) marked med potensiale for alvorlige konsekvenser i den tradisjonelle verdensøkonomien.

**Denne rapporten vil gå gjennom effektene av utstrakt bruk av mark-to-market mekanismer, og vil introdusere en enkel, men effektiv motmekanisme, der land unilateralt<sup>7</sup> kan sikre at i det minste økonomien deres blir mindre forstyrret av mark-to-market mekanismer. Jo flere land som benytter denne motmekanismen for å stoppe misbruk av mark-to-market prinsipper, jo mindre effekt vil berg-og-dalbane-effekten fra mark-to-market-mekanismer ha i verdensøkonomien.**

## 1. 1. Introduksjon til mark-to-market sammenbrudd

Mark-to-market regnskap startet tidlig på 1980-tallet. I løpet av 1990-tallet begynte skandaler å dukke opp med hensyn til mark-to-market. Noen spektakulære skandaler kan illustrere den potensielle faren for tap av egenkapital, ustabilitet i finansmarkedene og trusselen mot de globale finanssystemene. Hva denne rapporten vil vise er at mark-to-market regnskap bare er toppen av isfjellet, og at det som ligger under vannlinjen ikke er skinnende hvitt.

### 1998: Long-Term Capital Management

Ved sammenbruddet i 1998 hadde Long Term Capital Management (LTCM) 5 milliarder dollar i egenkapital, 125 milliarder dollar i totale balansefordeler og en hovedstol på 1,25 milliarder dollar i off-balance sheet poster, inkludert swaps. Mange av off-balance sheet postene gikk mot hverandre, slik at hovedstolen er i nærheten av meningsløs, men det viktigste er risikoen det utgjorde. «*The swaps were subject to two-way marking-to-market, which means that their current market value was always close to zero. But even when "fully*

*collateralized", these loans were exposed to the risk that Long-Term Capital Management could default at the same time as the collateral lost value.*»<sup>8</sup> Når LTCM mistet sin kapital under suksessive stadier av markedsbevegelser som gikk imot dem, kunne investorer i fondet ha blitt tvunget til å selge titalls milliarder dollar til likvidasjonspriser, noe som kunne resultert i store tap. På grunn av den potensielle effekten på finansmarkedene organiserte New York Federal Reserve en redningspakke, og unngikk en stor finanskrisen (som kunne ha unngått 2008-finanskrisen hvis den hadde skjedd).

### 2001: ENRON and Arthur Andersen

ENRON ble kåret til "America's Most Innovative Company" av Fortune i seks påfølgende år mellom 1996 og 2001. **Selskapet skjulte finansielle tap av handelsvirksomheten og andre virksomheter i selskapet gjennom mark-to-market regnskapsføring.** Mark-to-market er en teknikk som brukes ved handel med verdipapirer hvor du måler verdien av en sikkerhet basert på den nåværende markedsverdien, i stedet for bokført verdi. Dette kan fungere godt for verdipapirer, men det kan være katastrofalt for andre eiendeler. For å ytterligere skjule fakta, begynte ENRON sammen med revisor Arthur Andersen å flytte en del av sine eiendeler utenfor balansen til SPV'er (Special Purpose Vehicles<sup>9</sup>). Da SEC begynte å undersøke SPV-bevegelsene, og markedene gikk mot selskapet, søkte ENRON om konkursbeskyttelse den 2. desember 2001. Revisjonsfirmaet Arthur Andersen, på den tiden en av de mest ansette revisjonsselskapene og som er en integrert del av historien, sluttet å eksistere som et selvstendig stort revisjonsfirma og ble splittet opp og ervervet av eller fusjonert med andre revisjonsfirmaer på grunn av sin involvering i skandalen.

### 2008: Washington Mutual Bank, Lehman Brothers og innvirkningen globalt

Da Washington Mutual Bank (WAMUQ) brøt sammen i september 2008, var det det største banksammen-bruddet i amerikansk finanshistorie, men ble samme måned etterfulgt av Lehman Brothers som søkte konkursbeskyttelse. Finanskrisen hadde offisielt startet. "The question on many people's minds was, "How can a corporation go from billions of dollars' worth of assets on their balance sheets to zilch overnight?" There are many factors that contribute to a bank's failure, but part of the answer to why many banks were brought to their knees in 2008 is mark-to-market accounting (MTM), in which a security's value is recorded in a company's books at its current market value, rather than its book value. As you might imagine, this method can have serious repercussions in a bear market, leading to much larger losses than traditional accounting. As it turned out, it had even more serious repercussions when applied to new, thinly traded mortgage securities, an effect that contributed to the credit crisis of 2008 and the bank failures that ensued."<sup>10</sup>

Det er ikke generell kunnskap at mark-to-market regnskapsføring hadde en sjenerøs rolle i finanskrisen i 2008. Mye mer kjent er den amerikanske boligkrisen og det tilknyttede låneinstrumentet kalt Credit Default Derivatives (CDCs) eller Credit Default Swaps (CDS)<sup>11</sup>. Det argumenteres også om mark-to-market er en god eller dårlig mekanisme. I slutten av september 2008 skrev Newt Gingrich, tidligere US House Speaker, en artikkel i Forbes kalt "Suspend Mark-to-Market Now!"<sup>12</sup> På den annen side skrev redaktør for politisk økonomi i Forbes og redaktør av Real Clear Markets, John Tamny, i september 2009, et år senere, artikkelen "Mark-to-Market didn't cause the crisis".<sup>13</sup> Begge er rimelig korrekte, mark-to-market forårsaket ikke krisen, men mark-to-market feilaktig brukt og anvendt på feilaktige eiendeler, skapte en akseleratorvirkning når krisen traff. **Dette er hovedbudskapet og hovedvarselen til denne rapporten: Mark-to-market prinsipper innebærer berg-og-dalbane effekter i den globale økonomien som er vanskeligere å håndtere for hver gang de oppstår, fordi justeringer innført etter hver tur sikrer at hver systemkrasj blir større og mer spektakulær.**

Det "startet" med et enkelt tilfelle i 1998, Long-Term Capital Management, fortsatte med sammenbruddet i både selskapet og dets rådgiver i ENRON- og Arthur Andersen-

<sup>8</sup> Sitater og fakta fra «Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management», 2000, Philippe Jorin, Best Paper Award 2000 i magasinet "European Financial Management". Anbefalt å lese for ytterligere detaljer.

<sup>9</sup> Special Purpose Vehicles er selskaper som er opprettet med ett mål for øyet, og det er å eie en enkelt eiendel av en viss størrelse (som forsvarer opprettelsen av selskapet) som ikke er knyttet til et spesifikt geografisk sted.

<sup>10</sup> «Mark-to-market Mayhem», Investopedia, Jonas Elmerraji, <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/mark-to-market-mayhem.asp>

<sup>11</sup> "CDC's the next problem", October 2008, National Critical Lawyer's Group, <http://nclg.org.uk/cdc-the-next-big-problem/>

<sup>12</sup> «Suspend the mark-to-market now!», September 2008, Newt Gingrich, Forbes.com; [http://www.forbes.com/2008/09/29/mark-to-market-oped-cx\\_ng\\_0929gingrich.html](http://www.forbes.com/2008/09/29/mark-to-market-oped-cx_ng_0929gingrich.html)

<sup>13</sup> «Mark-to-market didn't cause the crisis», September 2009, John Tamny, Real Clear Markets; [https://www.reclearmarkets.com/articles/2009/09/17/mark-to-market\\_didnt\\_cause\\_the\\_crisis\\_97411.html](https://www.reclearmarkets.com/articles/2009/09/17/mark-to-market_didnt_cause_the_crisis_97411.html)

<sup>7</sup> Unilateralt betyr at noe kan gjøres av en side, typisk brukt om at et tiltak kan gjennomføres av enkeltland.

katastrofen og hadde sitt største utbrudd hittil i finanskrisen i 2008 hvor ettervirkningene fortsatt føles, 8 år senere. Det neste utbruddet (kombinering av derivatmisbruk og mark-to-market-prinsipper) kan gjøre slutt på de finansielle systemene slik vi kjenner dem, og vil trolig ha kapasitet til å utsette eller ødelegge de fleste fond og investorer i verden, inkludert majoriteten av det norske pensjonsfondet og lignende fond, som har en stor andel i obligasjoner eller aksjer. Hvorfor er ikke dette en alvorlig bekymring? Fordi det er vanskelig å sette sammen det sannsynlige utfallet av fremtidige hendelser på en så stor skala, akkurat som det var vanskelig for de fleste, før de store lekkasjene som Lux Leaks og Panama Papers, å forestille seg omfanget av bruken av skatteparadisene i verden.

Mark-to-market regnskapsføring er ikke dårlig i seg selv. Å verdsette eiendeler til markedspris gjør mange ganger selskapets bøker mer nøyaktige enn å beholde eiendelene til kost, men mark-to-market må:

- begrenses til en definert eiendelsklasse med tilstrekkelig likviditet og publiserte markedspriser, uten unntak
- for andre selskaper enn finansinstitusjoner - ha derivater i et eget skattegrunnlag<sup>14</sup>, i en egen del av resultatregnskapet (ikke en del av driftsinntektene) og i en egen del av egenkapitalen som ikke kan deles ut som utbytte og ikke er inkludert i kapitalkrav (det er ikke nok å bare oppgi beløpene av slike eiendeler som selskapene holder).
- ha nedskrivningsmekanismer for variasjoner som går utover normale markedsfluktasjoner som sprer variasjonen over tid for at ekstraordinært store markedsbevegelser ikke får den umiddelbare effekten av å slette egenkapitalen i sentrale institusjoner
- ikke lenger bli tillatt for ikke-likvide eiendeler i finansinstitusjoner i anerkjennelse av at integriteten i det globale finanssystemet er viktigere enn kortsiktig investoravkastning. Å ikke lenger tillate mark-to-market for ikke-likvide eiendeler i finansinstitusjoner, vil beskytte den langsiktige investoravkastningen. Forskjellen er bare tidsforskjellen mellom urealiserte gevinster og realiserte gevinster. Dersom dette ikke gjøres for finansinstitusjoner, må urealisert inntjening i det minste registreres som en egen del av egenkapitalen som ikke kan påvirke utbyttegrunnlag og kapitalkrav samt at urealisert inntjening fra derivater ikke lenger er en del av bonusberegninger i finansinstitusjoner

Vi skal nå beskrive mer detaljert hvorfor disse og andre tiltak er nødvendige.

## 2. Historien om mark-to-market

*Bedrifter utarbeider regnskap for å gi interessenter, hovedsakelig investorer og for store selskaper det bredere samfunnet, en årlig statusoppdatering av årets overskudd og tap og sammensetningen av eiendelene ved årsskiftet med tanke på fremtidig inntektsgenerering. Børsnoterte selskaper utarbeider også kortere oppdateringer, normalt kvartalsvis, for at informasjonen skal være oppdatert. Regnskapet er utarbeidet under såkalte «generelt aksepterte regnskapsprinsipper» (generally accepted accounting principles – GAAP). Disse regnskapsprinsippene utvikler seg over tid.*

*Før 1980-tallet ble regnskapet gjort opp under historisk kost-begrepet kombinert med forsiktighetsprinsippet. Historisk kost er basert på at kjøpesummen av varer og tjenester er registrert i regnskapet og danner kostnadssiden av overskudd og tap. Historisk kost-regnskap ble justert i henhold til periodiseringsprinsipper og forsiktighetsprinsippet. Under forsiktighetsprinsippet bør man ikke overvurdere inntekter eller undervurdere utgifter. Man bør også være konservativ i verdsetting av eiendeler, og ikke undervurdere forpliktelser og gjeld. Resultatet skal være et konservativt oppgitt regnskap. En annen måte å se på forsiktighet er å bare registrere en inntektstransaksjon eller en eiendel når den er sikker, og registrere en utgiftstransaksjon eller forpliktelse når den er sannsynlig. Forsiktighets-prinsippet resulterte i bokføring av det laveste av kost- og markedsverdi, det vil si at historisk kost utgjorde grensen for hva en eiendel kunne bli oppført med i regnskapet. Hvis markedsverdien gikk over og utover historisk kost, stoppet forsiktighetsprinsippet selskapene fra å registrere urealisert fortjeneste.*

*Dette begynte å endres på 1980-tallet da selskapene begynte å bruke mark-to-market regnskapsføring. Med mark-to-market regnskap ble enkelte eiendeler registrert til virkelig verdi, ikke til laveste av kost og markedsverdi som tidligere var normen. Investering i likvide midler som kunne gi ytterligere fortjeneste økte, til skade for å holde overskuddslikviditet som kontanter. Bedrifter argumenterte for at det ikke var fornuftig å fortsette å registrere likvide midler som aksjer og derivater til historisk kost, men at de heller skulle være registrert til markedsverdi, eller «virkelig», verdi. Alle var dog ikke fan av å verdsette eiendeler til markedsverdi: "Detractors say that mark-to-market accounting is dangerous because it allows companies to use hypothetical numbers to account for hard-to-value financial instruments (like collateralized debt obligations)".<sup>15</sup>*

I oktober 2008 foreslo Financial Accounting Standards Board FAS 157-d, en regel som skal regulere bruken av mark-to-market regnskapsføring anvendt på eiendeler med et ikke aktivt marked, men denne regelen er ikke engang nær å redusere mark-to-market regnskapsføring til et trygt instrument. Når markedet faller, kommer fallet vanligvis ganske plutselig, og dermed øker behovet for strengere grenser for hvordan mark-to-market kan brukes av selskaper, særlig finansinstitusjoner.

**Alternativet til bedre regulering av børsene er for land å bruke, unilateralt eller kollektivt, forslag som de som er fremsatt i denne rapporten for å dempe de negative effektene av mark-to-market mekanismer, samtidig som fordelene med mark-to-market opprettholdes.**

*I tilfellene Washington Mutual Banks og Lehman Brothers, "the use of mark-to-market accounting led to extreme volatility for the company's shareholders. That's because the fair value of its subprime mortgages became increasingly difficult to calculate when the mortgage market began to dry up in 2007. As financial institutions clung to the high valuations to which they were accustomed, the bottom fell out of the subprime arena, and companies with billions of dollars of subprime on their books were forced to write those assets down to almost nothing. For investors, this meant that a company's assets could be wiped out overnight - and share prices reflected this".<sup>16</sup>*

<sup>15</sup> «Mark-to-market mayhem», Jonas Elmerraji, Investopedia; <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/mark-to-market-mayhem.asp> (link Jan 2017)

<sup>16</sup> «Mark-to-market Mayhem», Investopedia, Jonas Elmerraji, <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/mark-to-market-mayhem.asp> (link Jan 2017)

<sup>14</sup> «Beskyttelse mot derivatmisbruk»/PWYP Norge, Desember 2011 / <http://www.publishwhatyoupay.no/publications> (link Mai 2017)

For ytterligere litteratur anbefaler vi US Securities and Exchange Commission's studie om mark-to-market regnskapsføring.<sup>17</sup>

Resultatet av mark-to-market regnskapsføring har vært at alle interesseres gruppene har sett informasjonen de trenger fra regnskapet, synke, selv investorer som mark-to-market regnskapet var ment å tilfredstille. I Norge ble listen over interessenter i regnskapet fjernet fra regnskapsloven i 2005. I stedet har mark-to-market regnskapsføring blitt et virkemiddel for selskapet å vise (i gode tider) hvor "bra" ledelsen har drevet selskapet/ene, mens det er et faktum at det er markedene som ofte ligger bak økonomien i selskapet/ene. Hva mark-to-market-regnskapsføring effektivt gjør er å pushe den positive siden av investornes egen aktivitet rett tilbake til dem, samtidig som de ikke får full effekt av de negative sidene av mark-to-market i nedgangstider. Investorer bør ikke være fornøyd med dette, og ansatte, media og myndigheter bør være enda mindre fornøyd med denne utviklingen. Dette er grunnen til de foreslåtte endringene i mark-to-market regnskapsføring i denne rapporten.

### 3.3. Begrepet verdi

Cullen Roche skrev i en blogg; *"In the previous post I asserted that "value" is a nebulous concept much like "beauty". The reason it is nebulous is because none of us really knows what it is at any given time.*"<sup>18</sup>

Cullen sin konklusjon om begrepet verdi i samme blogg adresserer i stor grad poenget (utdrag av slutten): *"value at any given future time must be viewed as the result of an environment with its own unique set of circumstances with its own unique set of participants with no necessary dependency on the way value was perceived in the past."*

Årsaken til at mark-to-market regnskapsføring ble til, var behovet for investorer å få bedre oversikt over verdien i selskaper når aksjer handles. Dette er under "going concern" antakelsen, det vil si antakelsen om at virksomheten vil gå veldig mye som før også i fremtiden (forutsetter ikke nyoppstartet). Denne "steady state" antakelsen er svært langt fra virkeligheten når markedene opplever høy volatilitet. Når eiendelene er skrevet opp til markedsverdi når markedene gikk opp, vil etterfølgende fall bli enda større som følge av at verdiene i et større fall ofte faller under historisk kost. Mark-to-market konseptet introduserer dermed en berg-og-dalbane effekt i selskaperes regnskaper: du blir trukket høyere og høyere opp for å oppleve et mye større fall etterpå. I kontrast representerer historisk kost regnskapet ikke nåværende markedsverdi, men oppsummerer tidligere transaksjoner i stedet. Mark-to-market regnskap kan bli svært volatilt hvis markedsprisene svinger sterkt eller endres uforutsigbart. Markedsdeltakere kan vise til en rekke konkrete tilfeller når dette er tilfelle, inkludert manglende evne til å verdsette fremtidige inntekter og utgifter både nøyaktig og kollektivt, ofte på grunn av upålitelig informasjon, eller overoptimistiske eller overpessimistiske forventninger til kontantstrøm og inntjening.

Hensikten med mark-to-market er å presentere verdien av eiendelen som om eiendelen var realisert ved rapporteringspunktet (regnskapsdato). Spørsmålet gir seg imidlertid selv om hvorvidt dette er "verdien" som skal registreres for alle formål, eller kun for informasjons-formål til investorer.

Begrepet "verdi" for ulike formål:

a) Fra et informasjonssynspunkt:

Det er helt klart at mark-to-market øker informasjonen til investorer som ønsker å handle i aksjer i det aktuelle selskapet. Disse investorene er avhengige av den mest oppdaterte informasjonen om selskapet for ikke å gå glipp av verdier, både som kjøper

og som selger. Årsaken til dette er at kjøperen og selgeren har behov for å dele den urealiserte verdien av eiendeler mellom dem. Mark-to-market regnskapsføring er dermed et poeng i tider når eiendeler skal "deles" mellom eksisterende eiere og fremtidige eiere i en transaksjon.

b) Fra et inntektsståsted:

Det er like klart at de urealiserte gevinstene (eller tap) fra mark-to-market ikke har blitt "opptjent" på regnskapsdatoen. Verdiendringen er fortsatt urealisert og kan være svært forskjellig i fremtiden, avhengig av tidspunktet for realisering og volatilitet i markedet. Fra et inntjeningsperspektiv synes det derfor klart at urealiserte gevinster kun skal refereres til som en justering i balansen, ikke påvirke inntektene i resultatregnskapet, eller som et minimum må de urealiserte gevinstene/ tapene presenteres tydelig som en separat linje i regnskapet som helst ikke er en del av driftselementene (operating profit). Dette vil forbedre statusen som informasjon, og ikke som "inntjening".

c) Fra et kontantstrømsperspektiv:

"Deling" av urealiserte gevinster og tap for bedre informasjon til kjøpere og selgere av aksjer har tydelig ingen påvirkning på selskapet – det er hverken blitt rikere eller fattigere av verdiendringen. Å ta urealiserte gevinster eller tap til inntekt påvirker selskapet, men bare på en begrenset måte. Men hvis mark-to-market påvirker kontantstrømmer som går ut av selskapet, har man krysset en annen terskel. Mulige kontantstrømseffekter kan være skatter (dersom det ikke er unntak for urealiserte gevinster og tap), bonuser til ansatte (spesielt i finansbransjen), utbytte til aksjonærer og kapitalkrav (igjen særlig i finansbransjen). Hvis man lar mark-to-market påvirke kontantstrømmer, så utgjør dette en de facto omfordeling av verdi fra (gevinster) eller til (tap) for fremtidige aksjonærer til (gevinster) eller fra (tap) skattemyndigheter, ansatte, eksisterende aksjonærer og nye investorer. Dette er imidlertid i motstrid med hva som skjer mellom kjøperen og den selgende aksjonæren. Dersom kjøperaksjonæren allerede betaler en høyere pris basert på urealiserte gevinster som tilskrives perioden da den selgende aksjonæren hadde aksjene, ville kjøperaksjonæren forvente å få det økonomiske resultatet når urealiserte gevinster blir omgjort til realiserede gevinster i neste regnskapsføring periode. Hvis skatt, bonuser, utbytte eller kapitalkrav er påvirket i selgerens regnskapsperiode, er dette da til skade for kjøperaksjonæren. Informasjonsbehov knyttet til urealiserte gevinster (eller tap) er således i strid med kontantstrømbehov, noe som er et godt argument for å holde urealiserte gevinster (eller tap) som en del av en balansejustering. Å holde det som en balansejustering øker bare statusen som investorinformasjon.

d) Fra et going concern synspunkt:

Et ytterligere syn på "verdi" er "fortsatt drift" (going concern) antakelsen i regnskapet. Dette er veldig i tråd med kontantstrøms- (eller likviditets-) synspunktet: det er ingen grunn til å la urealiserte gevinster (eller tap) påvirke resultatregnskapet (resultat og tap) eller status (balanse) i et going concern perspektiv. Årsaken er at det er urealisert, og at det fremtidige settet av omstendigheter med sitt fremtidige sett av deltakere når det blir realisert, er ukjent på datoen for regnskapsrapporteringen når den er urealisert. Going concern perspektivet virker faktisk i retning av historisk kost regnskap, upåvirket av mark-to-market bokføring, eller i det minste bare påvirket av det tidligere prinsippet om laveste av historisk kost og markedsverdi. Hvis man skal legge forsiktighetsprinsippet bort, synes historisk kost regnskap å være det grunnleggende prinsippet som burde være bak en going concern tenkning. Dette ville ikke tillate forsiktighetsprinsippet, men ville også forkaste sannsynlighet for overvurdering. Dette peker dermed også på at urealiserte gevinster (og tap) bare bør være en balansejustering, og faktisk sikrer at den innregnes i en egen del av egenkapitalen, eller til og med under linjen. Dette for at urealiserte gevinster (eller tap) skal ha minimal innvirkning på regnskapsrapporteringen og dens iboende tilknytning til utbytte.

<sup>17</sup> «Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting», 2008, Securities and Exchange Commission; <https://www.sec.gov/files/marktomarket123008.pdf> (link Mai 2017).

<sup>18</sup> Cullen Roche (2014), "The Concept of "Value" is Dynamic", <http://www.pragcap.com/the-concept-of-value-is-dynamic/> (link Januar 2017)

## 4. Mark-to-market konseptet

### 4.1 Mark-to-market regnskap

Mark-to-market regnskap kalles også virkelig verdi regnskap. Wikipedia<sup>19</sup> har en av de mest konsise oversiktene over historien og utviklingen av mark-to-market for ikke-profesjonelle:

*The practice of mark to market as an accounting practice first developed among traders on futures exchanges during the 20th century. It was not until the 1980s that the practice spread to major banks and corporations, and beginning during the 1990s, mark-to-market accounting began to result in scandals.*

*To understand the original practice, consider that a futures trader, when beginning an account (or "position"), deposits money, termed a "margin", with the exchange. This is intended to protect the exchange against loss. At the end of every trading day, the contract is marked to its present market value. If the trader is on the winning side of a deal, his contract has increased in value that day, and the exchange pays this profit into his account. On the other hand, if the market price of his contract has decreased, the exchange charges his account that holds the deposited margin. If the balance of this account becomes less than the deposit required to maintain the account, the trader must immediately pay additional margin into the account in order to maintain the account (a "margin call"). (The Chicago Mercantile Exchange, doing even more, marks positions to market twice a day, at 10:00 am and 2:00 pm).*

*Over-the-counter (OTC) derivatives on the other hand are formula-based financial contracts between buyers and sellers, and are not traded on exchanges, so their market prices are not established by any active, regulated market trading. Market values are, therefore, not objectively determined or available readily (purchasers of derivative contracts are typically furnished with computer programs which compute market values based upon data input from the active markets and the provided formulas). During their early development, OTC derivatives such as interest rate swaps were not marked to market frequently. Deals were monitored on a quarterly or annual basis, when gains or losses would be acknowledged or payments exchanged.*

*As the practice of marking to market became more used by corporations and banks, some of them seem to have discovered that this was a tempting way to commit accounting fraud. That was particularly the case when the market price could not be determined objectively (because there was no real day-to-day market available or the asset value was derived from other traded commodities, such as crude oil futures), so assets were being "marked to model" in a hypothetical or synthetic manner using estimated valuations derived from financial modeling. Sometimes marking to market was used, using financial models, in a manipulative manner to achieve spurious valuations. The most infamous use of mark-to-market in this way was the Enron scandal.*

*After the Enron scandal, changes were made to the mark to market method by the Sarbanes-Oxley Act during 2002. The Act affected mark to market by forcing companies to implement stricter accounting standards. The stricter standards included more explicit financial reporting, stronger internal controls to prevent and identify fraud, and auditor independence. In addition, the Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) was created by the Securities and Exchange Commission (SEC) for the purpose of overseeing audits. The Sarbanes-Oxley Act also implemented harsher penalties for fraud, such as enhanced prison sentences and fines for committing fraud. Although the law was created to restore investor confidence, the cost of implementing the regulations caused many companies to avoid registering on stock exchanges in the United States.*

<sup>19</sup> Ansvarsfraskrivelse: Fagfolk bør se direkte på US GAAP- eller IFRS-retningslinjene, eller litteratur som dekker disse emnene i dybden - hensikten her er å gi den uinformerte leseren en bred, men kort innsikt uten å gå inn i detaljer

*Internal Revenue Code Section 475 contains the mark to market accounting method rule for taxation. Section 475 provides that qualified securities dealers who elect mark to market treatment shall recognize gain or loss as if the property were sold for its fair market value on the last business day of the year, and any gain or loss shall be taken into account for that year. The section also provides that dealers in commodities can elect mark to market treatment for any commodity (or their derivatives) which is actively traded (i.e., for which there is an established financial market that provides a reasonable basis to determine fair market value by disseminating price quotes from broker/dealers or actual prices from recent transactions)".<sup>20</sup>*

Etter denne oversikten følger en oversikt over viktige regnskapsstandarder som er relevante for mark-to-market regnskap eller virkelig verdi regnskap:

- FAS 115 → bokføring og rapportering av investering i aksjer som har lett tilgjengelig virkelig verdi og for alle investeringer i gjeldspapirer
- FAS 124 → krever det samme for ikke-kommersielle organisasjoner som FAS 115 krever fra bedrifter
- FAS 157 → presenterer et virkelig verdi-hierarki som brukes til å klassifisere kildedata som benyttes i både markedsbaserte og ikke markedsbaserte virkelig verdi-målinger, og som gir tre konfidensnivåer for virkelig verdi i regnskapet. Standarden definerer virkelig verdi som "The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date". Vi skal se nedenfor at denne definisjonen kan misbrukes av multinasjonale selskaper.
- IASB 13 Fair Value Measurements → har samme type veiledning som US GAAP

Wikipedia<sup>21</sup> fortsetter, og ser på konsekvensene av definisjonen:

*"The definition as outlined does introduce certain important differences.*

*First, it is based on the exit price (for an asset, the price at which it would be sold (bid price)) rather than an entry price (for an asset, the price at which it would be bought (ask price)), regardless of whether the entity plans to hold the asset for investment or resell it later.*

*Second, FAS 157 emphasizes that fair value is market-based rather than entity-specific. Thus, the optimism that often characterizes an asset acquirer must be replaced with the skepticism that typically characterizes a dispassionate, risk-averse buyer".<sup>22</sup>*

Senere har et tredje punkt kommet til: I April 2009, ble retningslinjene tilføyet nye retningslinjer som "would allow for the valuation to be based on a price that would be received in an orderly market rather than a forced liquidation". Dette var en direkte konsekvens av de negative justeringene som selskapene måtte ta som et resultat av finanskrisen i 2008.

Resultatet av endringen er at for regnskapsmessige formål er det mulig å bruke mark-to-market når du tror markedet er stabilt (som er typisk når ting går opp) mens du får lov til å avvike fra mark-to-market, holde høyere priser, når markedet ikke er stabilt (som er typisk når ting går ned). Ikke bare har du lov til å bruke høyere priser når det går bra, du kan også se bort når ting går dårlig. Dette er nøyaktig motsatt av det tidligere konservative forsiktighetsprinsippet i regnskap.

Konsekvensen av reglene sett i sammenheng er at selskapene har mindre risiko for likvidasjon når noe mindre skjer med prisingen, men har større risiko for likvidasjon

<sup>20</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Mark-to-market\\_accounting, subsection "History and development"](https://en.wikipedia.org/wiki/Mark-to-market_accounting#subsection%20History_and_development) (link Januar 2017)

<sup>21</sup> Ansvarsfraskrivelse: Fagfolk bør se direkte på US GAAP- eller IFRS-retningslinjene, eller litteratur som dekker disse emnene i dybden - hensikten er å gi den uinformerte leseren en bred, men kort innsikt uten å gå inn i detaljer

<sup>22</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Mark-to-market\\_accounting, underseksjon FAS 157 / Accounting Standards Codification Topic 820](https://en.wikipedia.org/wiki/Mark-to-market_accounting#underseksjon_FAS_157_Accounting_Standards_Codification_Topic_820) (link Jan 2017)



når prisene faller raskt til nye og lavere langsiktige nivåer. Regnskapsreglene beskytter derfor ikke selskapene (eller deres investorer) fra økt risiko, de sikrer bare at når det skjer noe dårlig for virksomheten, så vil det skje plutselig og det vil påvirke alle, noe som skaper en selvdrivende nedadgående spiral av årsak (lavere pris) og effekt (lavere verdier).

**Nåværende rammeverk for regnskap og regnskapsretningslinjer er dermed med på å skape problemer i verdensøkonomien, og bidrar ikke til å løse dem. Effekten av regnskapsreglene på tallene i regnskapet, enten det er i resultatregnskapet eller i egenkapitalen i balansen, må derfor endres slik at selskapene ikke tappes for urealisert fortjeneste gjennom å gi for mye utbytte til investorer for tidlig. Dette kan gjøres ved å endre måten mark-to-market marginene blir behandlet i regnskapet.**

#### 4.2 Mark-to-market prising

Kombinasjonen av utgangspris og stabilt marked fjerner effektivt den andre, mer skeptiske tilnærmingen til en "nøytral, risikoavers kjøper". Årsaken er at all handel gjøres på marginen med mark-to-market prising, noe som betyr at det er kjøperen(e) som er villig til å betale mest, ikke i det lange løp, men på kort sikt, som bestemmer utgangsprisen. Markedsmekanismen har alltid vært der, men forskjellen mellom de to situasjonene er tydelig:

- en selger som ser på hva kjøpere er villige til å betale i det lange løp, vil få selgeren til å justere sin kapasitet eller hva han skal investere i opp eller ned
- en selger som ser på hva kjøpere er villige til å betale på kort sikt, vil få selgeren til å justere sin pris opp eller ned og nødvendige kapasitetsjusteringer er vanskeligere å få til ettersom investorer vet mindre om deres potensielle fremtidige inntekter, og dermed øker risikoen og avkastningskravet

Den første situasjonen skaper stabil vekst og forutsigbar avkastning, mens den andre situasjonen introduserer stor volatilitet og uforutsigbar avkastning, økt risiko og uforutsigbare investeringer ... og potensiell bobleøkonomi.

Ta for eksempel hotellmarkedet i hovedstaden Oslo: På dager hvor hotellene forventer mange gjester vil du finne svært få rimelige rom. Det betyr at samme rom som en dag ble solgt for 995 kroner, er en annen dag solgt for NOK 995, en økning på 100 +%. Det betyr at kvaliteten og (for andre typer varer eller tjenester) kvantiteten som leveres ikke betyr noe lenger, bare hvor mange som søker samme vare eller tjeneste, det vil si etterspørselen i forhold til tilbudet. Dette betyr at kunden mister sammenhengen mellom opplevd verdi i forhold til hva han eller hun betaler.

I markeder som er svært tynne, kan bare en liten endring i etterspørselen skape store endringer i prisen. I hotelleksemplet er det en helt annen situasjon om det er NOK 995-markedet som er "et stabilt marked" eller om det er 1995-markedet. Hvis bunnen skulle gå ut av hotellmarkedet i Oslo, og prisene generelt gikk ned til 995 kroner, ville en pris på et hotell på NOK 1995 per rom per natt gi en helt annen og muligens villedende verdi. Hva som regnes som en midlertidig endring fra et stabilt marked, kan i neste øyeblikk virke som et permanent skifte i etterspørsel versus tilbud. Alt avhenger av utsiktspunktet og den som ser.

Dette eksempelet er ikke et eksempel på mark-to-market regnskapsføring, da hotellrom ikke er "regnskapsført" med unntak av som omsetning ved salg, men det er et veldig godt eksempel på hvordan daglige skift i etterspørselen etter en vare som ikke kan endre sin kapasitet på daglig basis, kan føre til "mark-to-market" prising av varen. Dette er ikke dårlig, men det er en veldig annen prisstrategi enn tidligere. La oss forklare.

Prisen var tidligere slik at prisen for et hotellrom var basert på plasseringen, merkevaren, kvaliteten på hotellet, kvaliteten på rommet, rommets andel av faste

kostnader for ansatte osv. Rommene ble solgt til en standardpris, og basert på standardprisen, kunne en kunde veldig lett forutse kvaliteten han eller hun ville få når de sjekket inn. I perioder med mindre kunder ble en rekke rom vanligvis redusert for å tiltrekke seg kunder med et reisebehov, men med en lavere vilje til å betale for et rom. Denne strategien fungerer bare for enkelte hotellrom, et faktum som forklares gjennom mekanismen for priselastisitet.

Prirelastisitet måler endringer i etterspørsel ved endringer i pris for et bestemt gode. For eksempel, hvis etterspørselen etter et gode øker 100% når prisen senkes 50%, vil priselastisiteten i etterspørselen være  $100\% / 50\% = 2,0$  [% endring i solgte varer over % endring i pris]. Hvis priselastisiteten

- er lik 0 så endres ikke etterspørselen når prisene endres (perfekt uelastisk - alle som trenger et produkt kjøper det allerede)
- er mellom 0 og 1 så indikerer det at etterspørselen er uelastisk (dette skjer når prosentendringen i etterspørselen er mindre enn prosentendringen i pris)
- er lik 1, så er etterspørselen elastisk (prosentendringen i etterspørselen er lik prosentendringen i pris)
- hvis verdien er større enn 1, er etterspørselen påvirket mer enn prisendringen (perfekt elastisk → det er mulig at prisreduksjonen blir oppveid av økt salg). Uttrykket "perfekt elastisk" er litt misvisende, da enhetsendringen må være større med en grad enn prisendringen for å sikre samme inntekter som det opprinnelige prissettet.

"Samme inntekt" elastisitetseksempel:

Forutsett at 100 enheter blir solgt til en pris på 100, som gir en inntekt på 10000. Hvilken endring i solgte enheter vil lede til samme inntekt når prisen endres?

10% prisendring: $10000/90 = +11,11$ enh./11,11% → $11,11/10 = 1,11$ elastisitet
20% prisendring: $10000/80 = +25$ enh./25% → $25/20 = 1,25$ elastisitet
30% prisendring: $10000/70 = +42,86$ enh./42,86% → $42,86/30 = 1,43$ elastisitet
40% prisendring: $10000/60 = +66,67$ enh./66,67% → $66,67/40 = 1,67$ elastisitet
50% prisendring: $10000/50 = +100$ enh./100% → $100/50 = 2,00$ elastisitet
60% prisendring: $10000/40 = +150$ enh./150% → $150/60 = 2,50$ elastisitet
70% prisendring: $10000/30 = +233,33$ e/233,33% → $233,33/70 = 3,33$ elastisitet
80% prisendring: $10000/20 = +400$ enh./400% → $400/80 = 5,00$ elastisitet
90% prisendring: $10000/10 = +900$ enh./900% → $900/90 = 10,0$ elastisitet

Som man kan se, må elastisiteten øke overproportjonalt jo mer prisen blir senket for at inntektene skal være de samme. Dette er grunnen til at prisen for uelastiske varer (og selv elastiske varer) vanligvis settes høyere hvis etterspørselen er antatt å være uelastisk. Bedrifter vurderer dermed priselastisitet før de setter den opprinnelige prisen, da de ikke vil kunne selge mer for å kompensere for inntektstapet hvis prisen settes lavere. Etterspørselen er vanligvis mer elastisk hvis det er nære substitutter og omvendt. Nødvendige varer pleier å være mer uelastiske mens luksusvarer pleier å være mer elastisk.

I hotelleksemplet er etterspørselen etter standard hotellrom vanligvis uelastisk, og prisen ble vanligvis satt til den høyeste prisen som man antok markedet generelt aksepterte. Luksuriøse rom var mer elastiske, og hadde en tendens til å bli mer rabatterte basert på etterspørsel. Dette var situasjonen til nylig. Med introduksjonen av bookingwebsteder som sammenligner markedet kontinuerlig, var det plutselig et marked som hoteller kunne sammenligne med, og hotellene ble mye mer sammenlignbare enn før. Hotellavtaler og bestillinger via reisebyråer ble raskt erstattet av online booking via booking nettsteder. Dette har introdusert mark-to-market priser i hotellsegmentet, hvor hoteller ikke bare gir rabatt på rom, men også priser rom til høyere priser daglig basert på forventet etterspørsel. Dette betyr at hoteller bruker "den motsatte enden" av elastisitet, dvs. hvis det er perioder hvor det forventes at det er høy etterspørsel etter hotellrom i forhold til

kapasitet, vil hotellene prise opp sine rom for å dra nytte av den forventede uelastiske etterspørselen i disse periodene. Slik fungerer mark-to-market prissetting også i andre, mindre tilgjengelige markeder.

Mark-to-market prising har kommet inn i flere og flere bransjer etterhvert som "markeder" og markeds plasser har blitt opprettet. Dette har ikke minst vært tilfelle i den globale olje- og gassindustrien. Mens olje- og gassindustrien vokste fra 2004 til 2008, økte oljeserviceindustrien sine priser på olje- og gassutstyr ettersom markedet ble sett på som heller uelastisk. En brønn, en plattform eller en rørledning trengte utstyret, og etterhvert som etterspørselen overgikk tilbudet kunne leverandørene i hovedsak sette prisen nesten like høyt som de ønsket da utfallet av å ikke bore en brønn eller bygge / reparere / vedlikeholde en plattform resulterte i et uakseptabelt inntektstap for olje- og gasselskapene. I en viss periode mellom 2004 og 2008 var det nesten 100% sammenfall mellom økningen i riggprisene for flyttbare rigger og økningen i prisen på nedihulls-tjenester. Når analytikere forventet en økning i riggprisene, økte alle tjenester knyttet til boring av en brønn, noe som overrasket alle med en meget høy prisstigning for heller verdslige tjenester fordi de andre tjenestene tok sin mark-to-market pris enten direkte fra oljeprisen eller fra det avledede markedet for flyttbare rigger.<sup>23</sup>

Den underliggende mekanismen til mark-to-market prising er at leverandørene ser pris-stigningen, for eksempel oljeprisen i eksemplet ovenfor, som en bærekraftig økning og dermed en prisøkning som man tror vil holde over tid, det vil si at prisen er ganske uelastisk nedad, og leverandører øker prisene tilsvarende. Dette er imidlertid en veldig usikker konklusjon fordi (1) prisene svinger som følge av mange forskjellige grunner både på etterspørsels- og tilbudssiden og (2) uforutsigbart økende priser fra underleverandører som øker prisen på en vare, legger til et ekstra lag av usikkerhet med hensyn til bærekraftighet for et produkt eller en tjeneste og dets markedsprising.

**Selv den ovenstående mekanismen ville ikke kreve noen tiltak dersom alle aksjoner og reaksjoner i mark-to-market prisingen skjedde i land med "normal" beskatning. Mark-to-market prising er ikke et dårlig prinsipp i seg selv, da eventuelle endringer i prisingen av noen komponenter vil resultere i en omfordeling av det samlede overskuddet i en produkt- eller tjenestekjede blant de involverte partene. Dette vil forandre hvilke selskap som blir beskattet, men vil, alt annet likt, ikke endre den samlede beskatningen. Det er når store forskjeller i skattnivå innføres i ligningen, og interne transaksjoner mellom datterselskaper i skatteparadis og datterselskaper i "normale" skattejurisdiksjoner bruker mark-to-market prinsippene at problemer oppstår for innkreving av skatt.**

Vi er tilbake til Cullen's poeng: ingen av oss vet hva [verdi] er til enhver tid. Dette faktum gjør det stadig vanskeligere å skattlegge transaksjoner over hele verden, og nye mekanismer må vedtas og benyttes for å sikre en rettferdig beskatning for samfunnet.

Men hvis ingen av oss virkelig vet hva verdien er til enhver tid, hvordan kan man da anvende FAS 157 eller IASB 13 på en konsekvent måte på tvers av bransjer og bedrifter? Problemet er at vi tar dagens informasjon og utvider den på ubestemt tid inn i fremtiden, og verdsetter eiendeler basert på denne markedsforutsetningen. Dette er galt: det faktum at du vet verdien av en aksje 31. desember 2018 betyr ikke at du vet verdien av samme aksjen 30. mars 2019. Det som er galt, er kombinasjonen av et stykke informasjon på et bestemt punkt i tid, her 31. desember 2018, med antagelsen om at du kan utvide denne informasjonen inn i fremtiden. For helt likvide midler som kontanter og bankkontoer, ja, på grunn av at omsetningshastighetene av kontanter og bankinnskudd som oftest er ekstremt høy, men for andre eiendeler blir det mer og mer feil jo flere eiendeler som blir brakt inn under mark-to-market eller "virkelig verdi" bokføring.

<sup>23</sup> Upubliserte analyser av forfatteren i 2010.

Som man kan se, spiller det ingen rolle om man har direkte observasjoner av transaksjoner (f.eks. siterte priser) så lenge forlengelsen av disse prisene til et ukjent realiseringspunkt i fremtiden er en antagelse i seg selv. Dette er ikke en del av hierarkiet, som fastslår at siterte priser gir overlegen pålitelighet i forhold til for eksempel prognostiserte kontantstrømmer. Det er imidlertid bare ved det aktuelle tidspunktet at man har observerte priser. Umiddelbart når man begynner å anta at fremtidig verdi er den samme som gjeldende verdi observert gjennom transaksjoner, er det umulig å ignorere forlengelsesforutsetningen.

Mark-to-market bokføring benytter verdier basert på dagens observasjoner ved avslutningen av regnskapet, men tar ikke hensyn til at disse verdiene faktisk utgjør en fremtidsrettet uttalelse i seg selv:

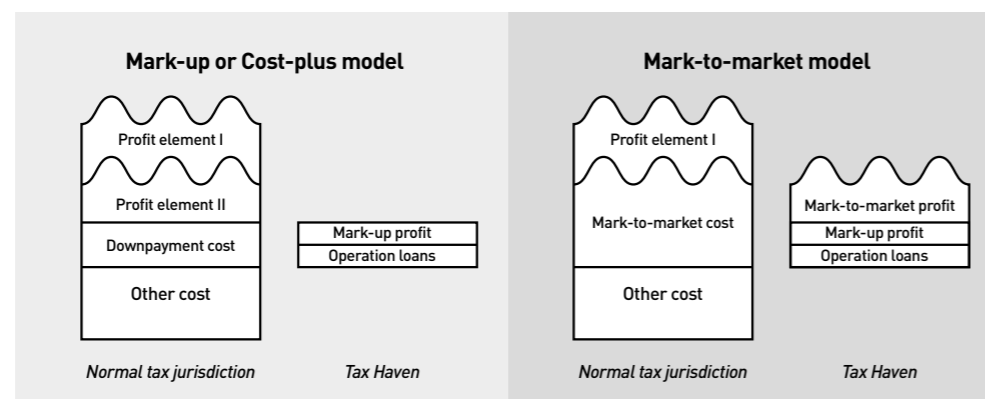
- Hvis verdien av en eiendel er \$ 100 ved kjøp, \$ 150 ved avslutning og \$ 200 på realiseringspunktet, da for regnskapsformål er 50% av verdiøkningen tatt i regnskapsperioden når en opererer med en urealisert verdi (selv om det er basert på observerte priser på lignende eiendeler på avslutningstidspunktet)
- Men hvis verdien av en eiendel er \$ 100 ved kjøp, \$ 150 ved avslutning og \$ 150 på realiseringspunktet, da for regnskapsformål er 100% av verdiøkningen tatt i regnskapsperioden når en opererer med en urealisert verdi (selv om det er basert på observerte priser på lignende eiendeler på det tidspunktet). Det betyr at det ikke er noen verdi igjen å bli "realisert" i perioden da eiendelen faktisk er realisert, og det betyr at det ikke er samsvar med inntekter i perioden da den faktiske aktiviteten knyttet til realiseringen foregår. Det betyr at det er kostnader, uten tilsvarende inntekter, et faktum som utfordrer matching-prinsippet
- Hvis verdien derimot er \$ 100 ved kjøp, \$ 150 ved avslutning og \$ 75 på realiseringstidspunktet, så er det for regnskapsformål tatt en inntekt i regnskapsperioden når man opererer med en urealisert verdi (selv om det er basert på observert priser på lignende eiendeler på den tiden) mens det i virkeligheten var et latent tap. Hvis man tar inntekten i inneværende regnskapsperiode, betyr det at du presenterer for gode kontoer i denne regnskapsperioden og øker tapet i den fremtidige regnskapsperioden.

Det er virkelig ingen forskjell mellom eiendeler som handles ofte i forhold til de som handles sjeldnere. Hovedforskjellen er antall datapunkter som er tilgjengelige for å sette riktig prising på avslutningstidspunktet, men prosessen med å angi fremtidig verdi er ikke veldig forskjellig. I fravær av fremtidig markedsinformasjon, som nesten alltid er tilfelle når det gjelder selve produktet eller tjenesten, har selskapet tillatelse til å bruke sine egne forutsetninger, inkludert muligheten til ikke å ta hensyn til fallende priser dersom disse anses som ikke en del av et stabilt marked. Nedskrivningen av eiendelsverdier som skjedde i 2007 og 2008, for eksempel av pantsikrede verdipapirer, behøver ikke skje i fremtiden på grunn av selskapenes mulighet til å ta hensyn til et ikke-stabilt marked i sin verdsettelse.

### 4.3 Mark-to-market kontrakter

Det er når det gjelder kontrakter at mark-to-market prinsippene kommer til full anvendelse. Spesielt flyttbare eiendeler som skip og rigger i olje- og gassindustrien er utsatt for bruk av mark-to-market kontrakter, men alle langsiktige kontrakter kan i prinsippet falle under mark-to-market prinsippene. Det er her berg- og dalbane mekanismen kommer til full effekt.

Figur 1 Kost-pluss modell versus mark-to-market modell



Før innføring av mark-to-market på kontrakter var det normalt å ha modeller basert på kost-pluss, som i hovedsak er en fortjenestemargin på en kostnadsbase (hvor det er et betydelig egenkapitalelement) eller en margin på finansieringen som trengs for å drifte lån (hvor det er et lavt egenkapitalelement). I figur 1 kalles dette en Kost-plus modell (til venstre).

Sammenlign dette med mark-to-market modellen (til høyre). I en kost-pluss modell er det bare et lavt, stabilt resultatelement som går inn som nedbetalingskostnad i den normale skattejurisdiksjonen (fakturert fra skatteparadiset). Resten av fortjenesten er igjen i den normale skattejurisdiksjonen. I mark-to-market modellen er det imidlertid et ekstra, varierende mark-to-market element som legges på toppen av den normale fortjenesten (det er normalt en nedre grense for hvor lavt overskuddet i skatteparadis-selskapet kan gå). Denne mark-to-market fortjenesten er effektivt fortjenesteelement II i figuren i den normale skattejurisdiksjonen som flyttes til skatteparadiset. Dette gevinstelementet kan bli veldig stort dersom prisingen blir veldig høy sammenlignet med prisen som det "normale" fortjenesteelementet i skatteparadiset beregnes ut fra (minimumskravene som er nødvendig).

En mark-to-market kontrakt har dermed en iboende evne til å flytte, ubeskattet, en vesentlig del av overskuddet i et selskap i en normal skattejurisdiksjon over til et selskap i et skatteparadis. Det er ingen "hendelse" eller annen grunn for denne økte overføringen av ubeskattede midler fra den normale skattejurisdiksjonen til skatteparadiset, bare et skifte i prismodell og det faktum at de fleste land aksepterer dette skiftet av prismodell som bona fide for skattemessige formål. Argumentet som ofte presenteres for å flytte fra en prismodell til den andre, er å redusere kostnadene i lavprisperioder, slik at selskapet i normal skattejurisdiksjonen ikke går med tap i lavprisperioder. Utformingen av kontraktene er imidlertid slik at prisen normalt må gå veldig lavt før kostnaden blir så lav som den ville vært med en mark-up (kost pluss) fortjeneste til selskapet i skatteparadiset. I alle bortsett fra de aller laveste årene vil det således være en økt overføring av ubeskattede midler fra den normale skattejurisdiksjonen til skatteparadiset.

Ovenstående var et eksempel fra et selskap som overfører ubeskattede midler fra et normal-skatteland til et skatteparadis. Det er imidlertid ingen forskjell om det finnes andre typer kontrakter som brukes så lenge de er marked-to-market. En derivatkontrakt

som er mark- to-market hvor den tapende enden er i den normale skattejurisdiksjonen og den vinnende enden er i skatteparadis-selskapet fungerer på samme måte. Mekanismen for håndtering av derivatkontrakter er imidlertid forskjellig fra hvordan man håndterer mark-to-market kontrakter som ikke inkluderer derivater. Derivatelementer må skilles fra den vanlige virksomheten (inkludert mark-to-market kontrakter) og bør skattlegges ved hjelp av separate skattemekanismer som beskrevet i rapporten «Beskyttelse mot derivatmisbruk» utgitt av PWYP Norge. Når avledede elementer tas bort, kan en skikkelig beskatningsmodell velges avhengig av forretningsmodellen valgt for et selskap. Dette er temaet for neste kapittel.

## 5. Skattemodeller for økonomien i ett selskap

Beskatningsmodellen for et selskap er den samme selv om forretningsmodellen kan variere betydelig. Beskatningsmodellen som de fleste land har, er utformet for å beskatte selskaper med all sin virksomhet i landet unntatt import og eksport av varer og tjenester fra / til andre jurisdiksjoner med omtrent samme skattesats som det aktuelle landet. Denne beskatnings-modellen ble utviklet som et svar på gjenoppbygging etter andre verdenskrig blant andre i Europa og Øst- og Sørøst-Asia.

I mellomtiden er det utviklet forretningsmodeller og mekanismer som ikke var tenkt på når dagens skattemodeller ble utformet. Det spiller ingen rolle at de fleste skattesystemene i landene har gjennomgått endringer mange ganger. Dette har løst større eller mindre problemer med skattesystemene, men har ikke sett på den samlede skattemodellen for selskaper. I tillegg kommer digitalisering og transaksjoner over landegrensene samt dagens fokus på skatteutnyttelse (tax avoidance) og skatteunndragelse (tax evasion) som har blitt utbredt de siste 30 årene eller så. Alt dette utfordrer myndigheter til å vurdere nye beskatningsmodeller.

Her er noen eksempler på beskatningsmodeller som er mer tilpasset økonomien i en gitt situasjon:

- Helt nasjonalt: Tradisjonelt selskap med import og eksport, ikke en del av et multinasjonalt selskap

Det er her den tradisjonelle beskatningsmodellen passer best → skatt på fortjeneste kombinert med merverdiavgift, arbeidsgiveravgift og eiendomsskatter:

- Overskuddsskatt fordi skattemyndighetene har mulighet til å sjekke både inntektssiden og kostnadssiden av virksomheten
- MVA fordi det er en sluttkonsumskatt i landet
- Arbeidsgiveravgift fordi dette er hvordan helse og pensjon er finansiert
- Eiendomsskatt fordi dette er hvordan tjenester til eiendom er finansiert

- Delvis nasjonalt: Datterselskap av multinasjonalt selskap

Den eneste variasjonen fra det helt nasjonale selskapet er forbindelsen til det multinasjonale selskapet med kostnader som kommer fra det multinasjonale systemet. For å sikre at datterselskapet konkurrerer på et rettfærdig nivå med fullt nasjonale selskaper, er det bare nødvendig å sikre at ulikheter i skattesystemet justeres for. Dette kan gjøres ved å benytte omvendt kreditfradrag (Reverse Tax Credit). Skattemodellen for slike selskaper blir således → overskuddsskatt kombinert med merverdiavgift, arbeidsgiveravgift, eiendomsskatt og omvendt kreditfradrag på grenseoverskridende kostnader innenfor det multinasjonale systemet:

- Overskuddsskatt fordi skattemyndighetene har mulighet til å sjekke både inntektssiden og kostnadssiden av virksomheten, bortsett fra grenseoverskridende transaksjoner innenfor det multinasjonale selskapet

- Omvendt kreditfradrag<sup>24</sup> sikrer at det multinasjonale selskapet ikke får høyere skattefradrag for sine kostnader enn beskatning av overskudd på verdensbasis (følger OECD's anbefaling om reduksjon av fradrag)
- MVA fordi det er en sluttkonsumskatt i landet
- Arbeidsgiveravgift fordi dette er hvordan helse og pensjon er finansiert
- Eiendomsskatt fordi dette er hvordan tjenester til eiendom er finansiert

Som man ser er det ekstremt enkelt å sikre at det multinasjonale selskapet konkurrerer på like vilkår med de helt nasjonale selskapene. Den eneste endringen i beskatningsmodellen som trengs, er å innføre et kostnadsfradrag for interne grenseoverskridende transaksjoner som samsvarer med den samlede beskatningen av det samlede overskudd i det multinasjonale selskapet (omvendt kreditfradrag).

c. Bare "ansatte" nasjonalt: Levering av tjenester innenlands er betalt utenlands

Dette er selskaper som AirBnB og Uber. Lokale mennesker tilbyr tjenester, men betaling fra kunden går ut av landet med tilbakebetaling fra utlandet til den som tilbyr tjenesten i landet. Her er det behov for en radikalt annen beskatningsmodell, da de som utfører tjenesten, ikke anser seg som ansatte, men mer som selvstendig næringsdrivende. Dette krever en betydelig endring i beskatningsmodellen for å sikre at det betales skatt av de samme tjenestene:

- Overskuddsskatt fungerer ikke lenger siden (1) skattemyndighetene har kun mulighet til å sjekke inntektssiden, ikke kostnadssiden og (2) kostnaden er ganske liten siden hele administrasjons- og betalingsløsningen er digitalisert.
  - Kildeskatt (designet på korrekt måte)<sup>25</sup> og merverdiavgift kan legges til beløpet som skal gå til å betale for tjenesten utenlands. Bare det opprinnelige beløpet betales til utlandet, mens kildeskatten og merverdiavgiften trekkes fra betalingskortet (debetkort eller kredittkort) og betales direkte til skattemyndighetene. Dette tillater at det utenlandske selskapet blir fritatt for ytterligere skatteforpliktelser ved at kunden har gjort opp skatte- og avgiftsforpliktelsene.
- Betalingsmottaker i utlandet (AirBnB, Uber eller andre) returnerer en betaling til personen som har utført tjenesten innenlands:
- Arbeidsgiverens andel av arbeidsgiveravgift for å dekke helsetjenester eller pensjoner må finansieres ut av den betalingen personen mottar fra betalingstjenesten i utlandet, samt at personen må betale inntektsskatt på nettobeløpet etter fradrag for arbeidsgivers andel av arbeidsgiveravgift. Personen vil da være på nivå med andre ansatte. Dette sikrer også at ingen er interessert i å levere tjenesten, med mindre de faktisk kan dekke denne kostnaden og sitte igjen med et tilfredsstillende beløp. Dette sikrer dermed også at tjenesten er priset på nivå med de tjenestene de erstatter fra selskaper (hoteller og drosjer i eksempelet AirBnB og Uber).
  - Eiendomsskatt betales av de som leverer tjenestene, avhengig av hvilken eiendomsskatt er vedtatt i kommunen hvor personen bor.

Denne eksemplifiserte beskatningsmodellen ville ha fullt beskattet det utenlandske selskapet for sine transaksjoner i landet på tidspunktet betalingen forlater landet, mens det er opp til beskatningsmodellen om personen i landet har alle skattene trukket fra betalingen før den når hans / hennes konto, eller om de fyller ut en selvangivelse hvert år og betaler tilsvarende. I alle fall er det ikke noe problem å få banken eller kredittagenturet til å sende en rapport om hvor mye som er betalt av betalingstjenesten i utlandet til hver person i landet for beskatning. Dette kan holdes opp mot og sammenlignes med rapporter som kommer fra betalingstjenesten i utlandet selv. Full beskatning ville være på nivå med hva selskaper måtte betale: kildeskatt erstatter overskuddsskatt, merverdiavgift er betalt som normalt, og "ansatt" er ansvarlig for alle arbeidsgiveravgifter og eiendomsskatter.

<sup>24</sup> "Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadiser. Beskatning over landegrensene og Omvendt Kreditfradrag"/PWYP Norway, Mai 2017 / <http://www.publishwhatyoupay.no/publications> (link Mai 2017)

<sup>25</sup> Se Kalibrering av kildeskatt, side 7 i "Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadiser. Beskatning over landegrensene og Omvendt Kreditfradrag"/PWYP Norway, Mai 2017 / <http://www.publishwhatyoupay.no/publications> (link Mai 2017)

d. Ingen nasjonale elementer: Levering av produkter og tjenester såvel som betalingstjenester er utenlands

I denne situasjonen er det ingen ansatte i landet og det er ingen eiendeler eller eiendommer i landet.

Beskatningsmodellen vil dermed være som omvendt av a) ovenfor for betalinger fra bedrifter i landet (det er ingen link til selskapet i utlandet), da dette ville være vanlig import eller som b) ovenfor når importen er fra et tilknyttet selskap. Det vil ikke være noen skatt på selskapet i utlandet. MVA er betalt ved import ved importdeklarasjon.

Import direkte fra personer i landet (ikke bedrifter) vil imidlertid måtte ha en beskatningsmodell på linje med alternativ c) ovenfor, med unntak av arbeidsgiveravgifter og eiendomsskatter:

- Overskuddsskatt virker ikke her heller siden (1) skattemyndighetene har kun muligheten til å sjekke inntektssiden, ikke kostnadssiden og (2) kostnadssiden kan variere ganske mye avhengig av produkt eller type tjeneste som leveres fra utlandet
- Kildeskatt (designet på korrekt måte)<sup>26</sup> og merverdiavgift kan legges til beløpet som blir betalt til utlandet. Bare det opprinnelige beløpet betales av banken eller kredittkorttjenesten til mottakerfirmaet i utlandet, kildeskatt og merverdiavgift betales samtidig med transaksjonen til skattemyndighetene (trukket fra kundens konto eller kort). Dette gjør at selskapet i utlandet kan frigjøres fra eventuelt ytterligere skatteansvar.

e. Spesialbehandling skattemessig: Derivat kontrakter

Derivat kontrakter og derivatelementer i andre kontrakter må organiseres slik at de ikke påvirker beskatning av ordinære forretningsresultater. I PWYP Norges rapport «Beskyttelse mot derivatmisbruk» er det beskrevet to metoder for hvordan å eliminere skatteeffekten av derivater fra beskatning av virksomhetsresultater:

*"Denne rapporten viser at det er to generelle metoder som kan brukes for å unngå misbruk av derivater. Separasjonsmetoden er den metoden som er anbefalt i denne rapporten siden metoden ligner mest på måten de fleste land har organisert sine skattesystemer. Separasjonsmetoden foreslår i hovedsak at landene ensidig kan skille ut bruk av finansielle instrumenter i et eget skattegrunnlag skilt fra inntektsskattegrunnlaget fra utvinningsaktiviteter. Dette betyr at gevinster vil beskattes basert på den generelle skattesatsen i landet, og tapene kan føres mot gevinster eller bli fremført mot fremtidige gevinster i samme skattegrunnlag. Selskaper som benytter ekte sikring, dvs. har nøytrale forventninger eller forventer gevinst i det lange løp, vil ikke bli rammet og kan fortsette å benytte derivater mens de selskapene som samler tap i et land vil erfare at de ikke lenger har skattebeskyttelse for misbruk av derivater."*

Separasjonsmetoden (eller substitusjonsmetoden) må anvendes før anvendelse av noen av beskatningsmodellene a) til d) ovenfor for at beskatningsmodellene skal gi det ønskede resultatet.

Mark-to-market kontrakter og prissetting som er det spesielle målet for denne rapporten, faller under beskatningsmodellene i avsnitt b) og avsnitt e). Men som vist i denne rapporten er det også alternativer som bør vurderes hvis beskatning ikke er hovedformålet, men heller å beskytte investorers penger, det vil si å sikre at berg- og dalbane effekter fra mark-to-market ikke øker risikoen for at selskaper kan gå konkurs. Se kapittel 9 nedenfor for mer om dette punktet.

<sup>26</sup> Se Kalibrering av kildeskatt, side 7 i "Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadiser. Beskatning over landegrensene og Omvendt Kreditfradrag"/PWYP Norway, Mai 2017 / <http://www.publishwhatyoupay.no/publications> (link Mai 2017)

Når det gjelder olje- og gassindustrien direkte, brukte vi følgende eksempel i PWYP Norges rapport "A guide to optimal resource taxation – the case for windfall taxes» om hvordan mark-to-market kan føre penger ut av et land (faller innenfor avsnitt b) ovenfor):

*"If a company hires an FPSO from an affiliated company in another country, most tax systems would accept that the rate is a "mark-to-market" rate that binds the rate to fluctuations in the oil price. The company would argue that the oil-indexed rate is good because it means that the rate (and thus the cost) goes down when oil prices go down, and it is only fair that the rate (and thus the cost) goes up when oil prices go up again. What a company is achieving with such an agreement is that it can transfer non-taxed profits out of the tax jurisdiction without tax administrations noticing in the beginning, and when they do notice, the previous year's treatment has usually created a precedence that is difficult to eliminate. The economic effect is that most of the oil & gas revenues are removed from taxation in the tax jurisdiction and only a smaller revenue on top of the oil-indexed FPSO-contract is left to tax. It is quite easy to avoid such situations as it is easy to codify in the tax law that FPSOs and other vessels utilized for running the installations on fields in a country need to be owned within the country, or, if owned outside the country, that the company is only allowed a certain profit, for example 10%, on the FPSO and no oil-indexation of the rate is accepted."*

Når man ser overordnet på dette, vil utvinningsindustrien som faller under avsnitt b) og e) være under følgende regelverk dersom smutthullene tas ut av skattesystemene i de aktuelle landene:

#### 1. Inntekter

Hvis derivater er plassert i en egen skattebase, tatt bort fra å bli skattlagt sammen med olje- og gass- eller gruveinntekter, vil beskatningen være som følger:

- Olje- og gass- og gruveinntekter vil bli beskattet basert på volum, verdensmarkedspris per enhet og ferdigstillelsesgrad. Det ville ikke være noen lekkasje med mindre selskapene direkte smugler produksjon ut av landene.
- Gevinster eller tap på derivater og tilsvarende kontrakter vil bli beskattet separat, og bare i den utstrekning det er fortjeneste å ta tap mot, ville det være skatt. Dette betyr at det ikke er noe incitament til å samle derivat tap i et land - på motsatt side har selskapene incitament til å minimere tap.

#### 2. Kostnader

Grenseoverskridende kostnadstransaksjoner som skal trekkes fra i et skattesystem, har sin motpart i inntekter i andre skattejurisdiksjoner. Hvor mye skattesatsen går ned i et multinasjonalt selskap, bestemmes av spredningen mellom skatteprosenten kostnader blir trukket fra mot sammenlignet med skattesatsen inntekter beskattes med.

Ved å ha grenseoverskridende transaksjoner, inkludert mark-to-market-transaksjoner, trukket fra til gjennomsnittlig skattesats for det multinasjonale selskapet (angitt i sitt årsregnskap), så vil dette oppheve de skattemessige reduksjonene det multinasjonale selskapet har oppnådd ved å flytte inntektssiden av kostnadstransaksjoner til lav- eller nullskattejurisdiksjoner.

Beskatning av overskudd vil da ikke lenger påvirkes av skattelekkasje fra kostnader.

**Ved å beskatte inntekter og kostnader som beskrevet ovenfor ville sette selskapene som faller innenfor skattemodellene b) og e), typisk olje og gass, gruve drift og andre multinasjonale datterselskaper, på samme nivå som nasjonale selskaper. Dette ville likestille nasjonale og internasjonale selskaper med tanke på skattenivå.**

Vi vil nå fortsette med mark-to-market bokføring og dets konsekvenser, fordi det er mer som kan og bør gjøres med mark-to-market regnskap enn bare å ta bort skatteeffekten.

## 6. Den globale økonomien

I kapittel 1 introduserte vi hovedbudskapet og hovedadvarselen i denne rapporten: «*Mark-to-Market prinsipper innebærer berg-og-dalbane effekter i den globale økonomien som er vanskeligere å håndtere for hver gang de oppstår, fordi justeringer innført etter hver tur sikrer at hver systemkrasj blir større og mer spektakulær.*»

Igen legger vi vekt på at mark-to-market regnskap ikke forårsaket finanskrisen i 2008, men det akselererte effektene. En av grunnene til at mark-to-market regnskap ikke hadde en større akselererende effekt tilbake i 2008 skyldtes at krisen hovedsakelig rammet finansinstitusjoner som ble reddet av myndighetene. Hvis størstedelen av krisen hadde truffet industrivirksomheter med markedsbaserte eiendeler i utlandet, ville en redning ha vært mindre sannsynlig, og konsekvensene kunne ha vært mer alvorlige med hensyn til selskapssvikt og sysselsetting.

Finner vi uavhengige studier som støtter påstanden om at mark-to-market-regnskap har denne berg- og dalbaneeffekten? Ja og nei. I etterkant av finanskrisen 2008-2009 kom det ut mange studier som endte i ulike konklusjoner. For hver studie er det mulig å finne en motstudie, så disse studiene er for det meste verdiløse. Det er således ikke mye hjelp i de fleste studiene som er gitt ut i forbindelse med 2008-2009 finanskrisen. En institusjons studie skiller seg ut, og det er SEC-studien<sup>27</sup> som ble utgitt i 2009, og som kom til blant annet følgende konklusjon:

*"From the sample of financial institutions studied in this section of the study, the Staff observed that fair value measurements were used to measure a minority of the assets (45%) and liabilities (15%) included in financial institutions' balance sheets. The percentage of assets for which changes in fair value affected income was significantly less (25%), reflecting the mark-to-market requirements for trading and derivative investments. **However, for those same financial institutions, the Staff observed that fair value measurements did significantly affect financial institutions' reported income.**"*

Ifølge SEC-studien hadde 25% av eiendelene endringer i virkelig verdi som påvirket inntekten, og at for de berørte institusjonene hadde virkelig verdi-verdsettelse signifikant påvirket de berørte finansinstitusjonenes rapporterte inntekter. Dette er ikke noe lite poeng da vi snakker om noen av verdens største finansinstitusjoner som en del av utvalget.

I oktober 2012 publiserte Nemanja Stanistic, Snezana Popovic Avric, Vule Mizdrakovic og Marina Djenic en omfattende post-finanskrisestudie<sup>28</sup> som dekket hele perioden 1881-2012, og deres konklusjon var:

*"We reaffirm that ... (while the mark-to market-rule does not cause financial crises on its own, it does magnify the underlying market volatility caused by the positive feedback mechanism inherent in efficient market economies. Mark-to-market accounting does not only reveal volatility, it is also generat[ing] it."*

De kom også med en anbefaling som ligger nær hva denne rapporten antyder, men som synes mindre oppnåelig enn forslaget i denne rapporten, og som heller ikke tar hensyn til mulige skatteeffekter av mark-to-market bokføring:

*"... although we advise against mark-to-market implementation in certain situations, all of the above mentioned arguments against mark-to-market method cannot be automatically translated into arguments for historical cost accounting or any other methods. Therefore, we propose that official financial statements should be disclosed at historical value, however we suggest that companies should provide additional information for stakeholders using mark-to-market method for certain assets which value could be confirmed on market without subjective premises. In that manner, greater transparency would be obtained, without the negative effects of implementation of mark-to-market accounting."*

<sup>27</sup> "Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting", US Securities and Exchange Commission (SEC), 2009

<sup>28</sup> "Mark to Market Accounting as a Magnifier of Financial Crises", N. Stanistic, S.P. Avric, V. Mizdrakovic and M. Djenic, Financial Aspects of Recent Trends in the Global Economy, Vol II, pp. 110-126, R. Mirdala, ed., ASERS Publishing, 2013

Det er utelukket å gå tilbake til en situasjon der regnskapet presenteres til historisk kost eller andre metoder. Dette bekreftes også i tilbakemeldingen SEC mottok som bakgrunn for studiet. Imidlertid anbefaler vi i denne rapporten

- (1) fra et inntjeningsperspektiv at urealiserte gevinster og tap bare skal være en balansejustering, og ikke påvirke inntektene i resultatregnskapet, eller som et minimum at urealiserte gevinster / tap klart presenteres som et særskilt element, fortrinnsvis ikke som en del av driftsposter eller realiserede finansielle poster. Dette vil forbedre statusen som informasjon, og ikke som "inntjening".
- (2) fra et kontantstrømperspektiv at urealiserte gevinster og tap ikke har lov til å ha kontanteffekter. Hvis man lar mark-to-market påvirke kontantstrømmer så omfordeler man faktisk verdi fra (gevinster) eller til (tap) fremtidige aksjonærer til (gevinster) eller fra (tap) skattemyndigheter, ansatte, eksisterende aksjonærer og nye investorer. Informasjonsbehov knyttet til urealiserte gevinster (eller tap) til investorer er således i strid med kontantstrømsbehovet til bedriften, noe som er et godt argument for å holde urealiserte gevinster (eller tap) som en balansejustering. Å holde det som en balansejustering øker statusen som ren investorinformasjon.
- (3) at et going concern synspunkt er godt på linje med kontantstrøms- eller likviditetssynspunktet: Det er ingen grunn til å la urealiserte gevinster (eller tap) påvirke resultatregnskapet (resultat og tap) eller status (balanse) fra et going concern perspektiv. Dette peker dermed også i retning av at urealiserte gevinster (og tap) bare bør være en balansejustering, og faktisk sørge for at den innregnes i en egen del av egenkapitalen, eller til og med under linjen. Dette for at urealiserte gevinster (eller tap) skal ha minimal innvirkning på regnskapsrapporteringen og dens iboende tilknytning til utbytte.

**Anbefalingen er således å ha virkelig verdi / mark-to-market justeringer kun som balansejusteringer som ikke påvirker resultatregnskapet, og at justeringene plasseres i en egen del av egenkapitalen som ikke kan deles ut som utbytte, slik at statusen av informasjon til investorer med det formål å verdsette aksjer til salgs og kjøp formål er tydelig, men at dette er den eneste effekten.**

## 7. Risikoen mark-to-market utgjør for den globale økonomien

I sin 2012-studie har Stanistic, Avric, Mizdrakovic og Djenic følgende kommentar til mark-to-market effekter på risiko:

*"It does deliver more of the market risk in every single portfolio. It tends to stabilize market returns in periods of positive feedback, but doubly or triply destabilizes them in periods of negative feedback. It breeds an additional impression of overall prosperity on the stock market which is then spread to the whole economy including the real estate market and landing activities. It also affects the level of systemic risk."*

Det er denne skjeve nedadrettede akselerator-effekten (dobbel eller trippelt destabiliserende [på markedsavkastning]) og økt system risiko som må tas opp når det kommer til mark-to-market bokføring. Ved å sikre at mark-to-market effektene (1) ikke påvirker inntjeningen (2), påvirker kun en egen del av egenkapitalen i balansen for investorinformasjon, og (3) ikke tillattes å være en del av utbytte så vil dette minimere både den nedadrettede akseleratoreffekten og den økte systemrisikoen. Se mer om dette i kapittel 8. Hvordan kan risikoen reduseres?

Hvor stor er risikoen, egentlig? Dette er et spørsmål med flere komponenter:

- Hvor stor er systemrisikoen?
- Hvor stort er risikoen for et enkelt selskap?
- Hvor stor er risikoen for å miste skatteinntekter på grunn av mark-to-market (og annen virkelig verdi) regnskap?

I det videre vil vi se på hvert av disse spørsmålene.

### Hvor stor er systemrisikoen?

Hvis vi går tilbake til SEC-studien i 2009, ser vi at SEC fokuserte på at virkelig verdi vurderinger ble brukt til å måle en minoritet av eiendeler i de finansielle institusjonene som inngår i studien. Minoriteten var imidlertid svært stor: 45% av eiendelene benyttet virkelig verdi vurderinger. På gjeldssiden var beløpet mye mindre, en "ekte minoritet" på 15%.

Det ble imidlertid observert at en mye mindre andel enn 45%, kun 25%, hadde endringer i virkelig verdi som påvirket inntektene (men inntektene ble påvirket vesentlig av verdiendringene i disse 25% eiendelene).

I fremtiden må vi anta at virkelig verdi regnskap, og mark-to-market som et viktig element i virkelig verdi regnskap, vil bli brukt til et flertall av eiendeler i finansbransjen, og at det vil bli et mer og mer benyttet prinsipp for å verdsette eiendeler i ikke-finansielle næringer. Finanskrisen i 2008 og 2009 kom på en tid da verdensøkonomien var på sitt til da høyeste. Etterpå har verdensøkonomien blitt betydelig mer sårbar, og redningsaksjoner i kjølvannet av finanskrisen har tatt enorme økonomiske ressurser. En ny finanskrisen eller en krise på et av de andre markedene kan få en ødeleggende effekt for ulike industrier og berørte land.

Bank of International Settlements (BIS) kom i 2012 med en rapport<sup>29</sup> som skulle måle systemrisikoen støtte på betydelige måleproblemer:

- Mangel på institusjonelle mekanismer som sikrer koordinering av nasjonale tilnærminger
- Større kompleksitet i den internasjonale sammenhengen: Forskjeller i bedriftenes organisatoriske strukturer og juridisk status, som spiller begrensede roller i en strengt nasjonal sammenheng, kompliserer internasjonalt
- Systemrisiko-måling og (krise) ledelse internasjonalt
- Mangel på data som fanger de internasjonale dimensjonene av systemrisiko

Etter finanskrisen i 2008 har man også sett flere lands finanssektorer i en usikker situasjon, i en slik grad at det lett kunne ha dannet en dominoeffekt. Løsningen fra reguleringsiden har vært å sikre at bankenes egenkapitalsituasjon ble styrket. Dette er veldig mye det samme som denne rapporten foreslår som justeringer i mark-to-market regnskap: ikke tillate mark-to-market- og andre virkelig verdijusteringer å inkluderes i utbytte, men i stedet holdes disse verdijusteringene i en egen del av egenkapitalen for informasjonsformål og for styrking av egenkapitalen i de berørte selskapene.

Dette støttes av funnene i en studie fra IMF i 2014<sup>30</sup> om systemrisiko i store banker:

- Store banker bidrar mer til systemrisiko når de har mindre kapital
- Store banker bidrar mer til systemrisiko når de har færre innskuddskunder
- Store banker bidrar mer til systemrisiko når de er mer engasjert i markedsbaserte aktiviteter.

<sup>29</sup> "Systemic Risks in Global Banking: What Can Available Data Tell Us and What More Data Are Needed?", Bank of International Settlement Working Papers no 376, 2012

<sup>30</sup> "Bank size and systemic risk", IMF Discussion Note, Mai 2014

### Hvor stor er risikoen for det enkelte selskap?

Selv om det ikke er noen studier vi har tilgang til som konkluderer med at mark-to-market regnskap direkte har ført til selskapers konkurs, har mange av de tilgjengelige studiene konkludert med at mark-to-market justeringer har akselerert situasjonen for de aktuelle selskapene (se studiene referert ovenfor). Språket i noen av studiene, for eksempel SEC-studien, viser en meningsbasert tilnærming til emnet i stedet for en bevisbasert tilnærming: SEC hevdet i sin studie uten referanse til noen bakgrunnsanalyse at *“For the failed banks that did recognize sizable fair value losses, it does not appear that the reporting of these losses was the reason the bank failed.”* Det er vanskelig å finne ut hva «does not appear» betyr. Hvis det var bedre bevismateriale i dataene, antar vi at deres uttalelse ville ha vært annerledes, og det er derfor sannsynlig at ovennevnte uttalelse bare er en meningsytring, og at man ikke har fjernet virkelig verdi justeringer som en mulig årsak til konkurser blant de berørte finansinstitusjonene.

Risikoen for konkurs for ett enkelt selskap som følge av virkelig verdi justeringer er høyst avhengig av:

- Størrelsen på mark-to-market eiendeler i forhold til totalbalansen
- Størrelsen på eventuelle negative mark-to-market justeringer
- Størrelsen på egenkapitalen som eventuelt elimineres av negative mark-to-market justeringer
- Belåningsgraden i selskapet
- Lengden på markedskrisen som initierte den negative mark-to-market tilpasningen

Kort sagt, størrelsen på (negativ) markedsvolatilitet, lengden på markedssammenbrudd, relativ størrelse av mark-to-market eiendeler i forhold til samlede eiendeler og status for det enkelte selskaps kapitalfinansiering er de fire elementene som vil avgjøre et selskaps sårbarhet overfor negative mark-to-market justeringer. Størrelsen på negativ markedsvolatilitet og lengden på markedssammenbrudd er eksterne faktorer som det enkelte selskap ikke har kontroll over (eksogene faktorer). Relativ størrelse av mark-to-market eiendeler versus samlede eiendeler er normalt avhengig av bransjen og er dermed kun delvis kontrollert av selskapet. Imidlertid er statusen for det enkelte selskaps kapitalfinansiering fullt ut kontrollert av selskapet innenfor rammebetingelsene som det er utsatt for.

**For å sikre at alle selskapene blir behandlet likt, er hovedforslaget derfor å ikke tillate at mark-to-market (og annen virkelig verdi) justeringer kan være en del av utbyttet. Dette vil prorarisk styrke egenkapitalen i forhold til risikoen hvert selskap er utsatt for, og er dermed et svært adekvat tiltak.**

Jo større størrelsen av mark-to-market justeringen er (størrelsen på eiendeler multiplisert med størrelsen på justering per aktivum justert for tidsperioden), jo mer påvirker det hvor mye som kan utdeles som utbytte:

- En positiv mark-to-market (eller annen virkelig verdi) justering som del av en positiv egenkapital vil stoppes fra å inngå som del av utbytte, og vil dermed fungere som en buffer mot negative justeringer dersom markedet snur.
- En negativ mark-to-market (eller annen virkelig verdi) justering vil vise hvor mye av egenkapitalen som er i fare hvis nåværende vurderinger av fremtidige verdier av mark-to-market verdier er sanne.

**Hvor stor er risikoen for å tape skatteinntekter som følge av mark-to-market bokføring?**

Dette er et retorisk spørsmål da svaret er enten 0% eller 100%.

Hvis mark-to-market eiendelen er i landet i det aktuelle selskapet, er svaret 0%, det vil si at det ikke foreligger tap av skatteinntekter for skattemyndighetene. Årsaken til dette er at

mark-to-market regnskapet i dette tilfellet bare vil fungere som et tidsforsinket fradrag. Det urealiserte elementet vil gå over til et realisert element på et fremtidig tidspunkt uansett, og da er det ingen fremtidig gevinst eller tap lenger for skattemessige formål.

Hvis mark-to-market eiendelen derimot er i et annet land, i et tilknyttet selskap eller annen enhet (hvis derivater brukes til å skjule tilknytningen) som belaster det innenlandske selskapet varer, tjenester eller kontraktsmessige oppfyllelser (for eksempel en derivatkontrakt) gjennom en mark-to-market kontrakt, så er svaret nesten alltid et 100% tap av skattepotensialet. Årsaken til dette er at uansett hva skatteraten er innenlands, vil mark-to-market inntektselementet i skatteparadiset (se figur 1 ovenfor) nesten alltid være et fullt fradragsberettiget element i selskapet i normalskattelandet. Hele den potensielle skatteinntekten er dermed tapt gjennom fradraget som er motsatt av mark-to-market inntekten i skatteparadiset. Det er lett å lage kontraktuelle arrangement som gjør til at inntekter som først er overført til skatteparadiser forblir i skatteparadiset.

Hvis det er få mark-to-market eiendeler i utlandet, det vil si at de fleste mark-to-market eiendelene er innenfor landets grenser, er det nok å endre mark-to-market regnskapsreglene slik at disse justeringene ikke er en del av inntekten, er registrert i en egen del av egenkapitalen og ikke er en del av utbytte. Hvis mange av mark-to-market eiendelene er utenfor landet, er det nødvendig å bruke mekanismer som kildeskatt eller omvendt kreditfradrag til å enten beskatte mark-to-market inntekten (kildeskatt) eller å redusere verdien av mark-to-market fradraget i selskapet innenlands (omvendt kreditfradrag).

## 8. Hvordan kan risikoen reduseres?

Som mange som kom fram i SEC-studiet informerte SEC om: det handler om informasjon. Uten informasjon er det vanskelig å vite hva som skjer, og når man ikke vet hva som skjer, er det umulig å ta de riktige avgjørelsene.

Først og fremst er det derfor at instrumenter som utvidet land-for-land rapportering som Publish What You Pay Norge og andre organisasjoner arbeider for, må vedtas i så mange land som mulig for å sikre at myndighetene vet hva som skjer og kan måle effektene.

For det andre er det viktig at risikoen for konkurs begrenses så mye som mulig. Derfor har denne rapporten en egen del om hvordan man endrer mark-to-market bokføring slik at inntekter og utbytte ikke påvirkes av negative markedsjusteringer.

Sist, men ikke minst, er det viktig at land som er utsatt for store mark-to-market fradrag gjør de nødvendige tiltak for å stoppe skattelekkasjen, og bruker skattemekanismer som kildeskatt eller omvendt kreditfradrag<sup>31</sup> for å redusere eller eliminere effekten av disse grenseoverskridende kapitalfluktinstrumentene.

### Ikke påvirke resultatregnskapet

Hvis mark-to-market ikke er tillatt som en del av inntjeningen, betyr det at det kun er realisert inntekt til og med regnskapsavslutningen som reflekteres i resultatregnskapet. Dette vil behandle alle selskaper likt. Gjeldende praksis med å ha urealisert gevinst eller tap i resultatregnskapet behandler selskaper forskjellig, da lengden på urealiserte gevinster og tap som påvirker inneværende års inntjening, vil variere fra selskap til selskap. For standardisering og normalisering er derfor ett av de beste forslagene å ta urealiserte gevinster og tap ut av inntekter for å sikre at resultatregnskapet for selskaper er sammenlignbare for året de er avlagt.

31\_ "Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadiser. Beskatning over landegrensene og Omvendt Kreditfradrag"/PWYP Norway, Mai 2017 / [http://www.publishwhatyoupay.no/publications,\(link Mai 2017\)](http://www.publishwhatyoupay.no/publications,(link Mai 2017))

### Separat del av egenkapitalen

Ved å ha effekten av mark-to-market (og andre virkelig verdi) justeringer i en egen del av egenkapitalen, gir den investor mer informasjon enn i dag. Årsaken til dette er at det blir sammenlignbart på tvers av selskaper hvor mye hver enkelt selskaps nåværende status er avhengig av status quo av fremtidige markeder (og dermed fremtidig realisert inntjening). Investorer med forskjellig syn på utviklingen eller de underliggende markedene vil dermed ha bedre informasjon for å basere sine investeringsbeslutninger på.

### Ikke del av utbyttet (ingen kontantstrømeffekt)

Sist, men ikke minst, for å redusere risikoen må vi definere hva risikoen er. Alle som vet litt om systemrisiko vil vite dette allerede, men det er ikke felles kunnskap, derfor ber vi leseren ha tålmodighet med følgende forklaring ment for den ikke-profesjonelle leseren. Systemrisiko er risikoen for sammenbrudd av et helt marked (eller finansielt system), i motsetning til risiko knyttet til en enkelt enhet, gruppe eller komponent i det markedet (eller det finansielle systemet). Ethvert selskap har en viss risiko for konkurs. Dette kan skyldes sviktende etterspørsel / økt konkurranse, paradigmeskift / forstyrrende teknologier, økende kostnader som ikke kan hentes tilbake i markedet, ledelsens aktivitet / inaktivitet, manglende finansiering eller tidseffekter. Hvis et selskap går konkurs, og dette ikke påvirker hele markedet eller det finansielle systemet, så utgjør dette selskapet ingen systemrisiko. Men hvis konkursen til et selskap eller en gruppe selskaper ville være så stor at det faktisk utgjør en risiko for sammenbrudd av hele markedet eller det aktuelle finansielle systemet, da utgjør dette selskapet eller gruppen av selskaper en systemrisiko. Singulære selskaper som er så store eller så innebygde i et marked eller et finansielt system at de utgjør denne risikoen alene kalles ofte "for store til å mislykkes" (too big to fail) selskaper.

Regnskapsprinsipper er retningslinjer som gjør at alle selskapene oppfører seg på samme måte. Det betyr at hvis et selskap påvirkes, påvirkes alle selskaper med samme omstendigheter på samme måte. Derfor kan regnskapsprinsipper utgjøre en systemrisiko dersom de skaper et miljø som samtidig setter alle selskaper overfor de samme farene.

Dette er tilfelle med mark-to-market bokføring (og andre virkelig verdi metoder), da det tar hensyn til fremtidig informasjon i avslutningen av dagens bøker eller tar i bruk dagens informasjon om fremtidig verdi av omløpsmidler eller anleggsmidler i avslutningen av bøkene. Igjen vil vi understreke at vi ikke er imot mark-to-market regnskap eller argumenterer for at samfunnet skal gå tilbake til historisk kost regnskap. Vi er kun ute etter å skape en debatt om hvordan man kan redusere risikoen knyttet til mark-to-market regnskap og fremme policy forslag til slik risikoreduksjon. En av de viktigste elementene er å sikre at det ikke er mulig å gi utbytte ut av et selskap basert på urealisert inntjening (fortjenesterisiko). Det er derfor viktig å beholde informasjon som mark-to-market og annen virkelig verdi bokføring gir til investorer, samtidig som man reduserer mest mulig den systemrisikoen mark-to-market (og annen virkelig verdi) bokføring uvegerlig bidrar til.

Ved å ha mark-to-market (og annen virkelig verdi) justeringer registrert i en egen del av egenkapitalen, er det mulig å se hvor mye egenkapital som er basert på realisert inntjening og hvor mye som er basert på inntjening som ennå ikke er realisert. Ved å unngå å la mark-to-market (og annen virkelig verdi) justeringer påvirke inntjeningen, vil den delen av egenkapitalen i balansen være tilstrekkelig til å gi investor oversikt over hvordan tidligere års egenkapital har blitt påvirket av verdijusteringer som ikke kunne forsvares med basis i fremtidige observasjoner. Over tid kan dette bidra til bedre og mer nøyaktige verdier og justeringsretningslinjer som kan forbedre fremtidige regnskap og redusere systemrisiko.

En av de umiddelbare tiltakene, inntil man har mer nøyaktige verdier og justeringsretningslinjer, ville imidlertid være å sikre at urealiserte verdireguleringer fra mark-to-market (og annen virkelig verdi) bokføring registreres i en egen del av egenkapitalen som

ikke kan gis utbytte fra. Målet må være at ingen del av egenkapitalen skal være en del av utbyttet dersom den er avhengig av fremtidige hendelser. Det kan hevdes at dette bare skulle være for selskaper som var "for store til å mislykkes", men dette ville være urimelig mot investorer i andre selskaper. Hvorfor bør bare "for store til å mislykkes" selskaper beskyttes mot den systemrisikoeffekten av regnskapsretningslinjer som mark-to-market (og andre virkelig verdi) justeringer? Bare i den utstrekning man ønsker å negativt diskriminere disse selskapene, bør man vurdere denne typen ulike regulatoriske tiltak.

### Konklusjon

Det beste ville være å behandle alle selskaper likt, det vil si at ingen del av urealisert egenkapital bør være en del av utbytte. Dette vil sikre at det ikke er til nytte for selskaper å spekulere i urealisert inntjening, dvs. at ulike ledelsesteam ikke kan dra nytte av ulik politikk med hensyn til måling av virkelig verdijusteringer. Så lenge det ikke kan gis utbytte med basis i slike verdijusteringer, at disse verdijusteringene vises separat i egenkapitaldelen av balansen og ikke påvirker inneværende års inntjening, så vil de fleste negative virkninger av ulike verdsettelsesmetoder og forskjeller i posisjonene som ulike selskaper har blitt eliminert og status på avslutningsdagen vil være sammenlignbar, mye mer enn med de nåværende regnskapsretningslinjene.

## 9. Den beste løsningen – doing the right thing

Fiks resultatregnskapet, fiks svakheten i egenkapitalen og fiks skattehullet.

Mark-to-market er flere forskjellige ting, og den optimale løsningen er å håndtere hver av svakhetene separat.

Før noen spesifikke tiltak nevnt ovenfor blir implementert, er det viktig å:

- Begrense mark-to-market regnskap til definerte aktivaklasser der det er nok likviditet og publiserte markedspriser, uten unntak. Dette vil begrense muligheten for selskapenes ledelse til å legge til grunn sine egne forutsetninger i deres mark-to-market justeringer.
- For andre selskaper enn finansinstitusjoner ha derivater i en egen skattebase<sup>32</sup> slik at derivater ikke blandes med mark-to-market justeringer.

Etter at aktivaklassene er klart definert og derivater ikke er en del av markeds-tilpasningsjusteringer, sørg for at

- mark-to-market justeringer ikke er en del av inntjeningen, det vil si at den er registrert som en egenkapitaljustering i balansen.
- mark-to-market justeringen holdes i en egen del av egenkapitalen for å forbedre informasjonen til investorer.
- den separate delen av egenkapitalen kan ikke benyttes til å dele ut utbytte, det vil si at hvert selskap har en buffer mot markedstilpasningsjusteringer (det er ikke nok bare å opplyse om beløpene for slike eiendeler som selskapene har).
- det er nedskrivningsmekanismer for variasjoner som går utover normale markedsfluktasjoner som sperrer variasjonen over tid for at ekstraordinært store markedsbevegelser ikke får den umiddelbare effekten av å slette egenkapitalen i sentrale institusjoner.

Opprett en proxybeskatning ved bruk av kildeskatt for å beskatte mark-to-market fortjenesteelementet, det vil si overskuddselementet som går over kostnadselementet i eksempelet i figur 1 ovenfor.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> «Beskyttelse mot derivatmisbruk»/ PWYP Norway, Desember 2011/ [http://www.publishwhatyoupay.no/sites/all/files/1006b-PWYP\\_DerivativesReport\\_NOR\\_DOWNLOAD\\_1.pdf](http://www.publishwhatyoupay.no/sites/all/files/1006b-PWYP_DerivativesReport_NOR_DOWNLOAD_1.pdf) (link Mai 2017)

<sup>33</sup> "Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadis. Beskatning over landegrensene og Omvendt Kredittradrags" / PWYP Norway, Mai 2017 / <http://www.publishwhatyoupay.no/publications> (link Mai 2017)



## 10. Den nest-beste løsningen: omvendt kreditfradrag alene

Hvis det ikke er noe ønske om å fikse resultatregnskapet og egenkapitalen, må man i det minste rette opp skattebehandlingen fordi den i det minste styrker samfunnet selskapene er avhengige av, slik at det er bedre forberedt på å hjelpe industrien når og om et marked faller sammen og skader en eller flere bransjer.

Siden skattemyndighetene kan ønske seg å målrette seg mot mer enn mark-to-market justeringer, er en meget effektiv skattemekanisme for grenseoverskridende ikke-transaksjonelle kontantstrømmer den omvendte kreditfradragmetoden som er omtalt i PWYP Norges rapport «Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadis. Beskatning over landegrensene og omvendt kreditfradrag». I stedet for å lage en spesifikk kildeskatt for hver bestemt ikke-transaksjonell kontantstrøm, kan reguleringsmyndighetene finne det lettere å skape en skattemekanisme som dekker hele klassen av skatteproblemer knyttet til ikke-transaksjonelle kontantstrømmer. I dette tilfellet er omvendt kreditfradrag ideell, da det er en meget robust skattemekanisme for denne klassen av skatteomgåelses- og skatteunndragelsesmekanismer.

Hvorfor er dette den nest beste løsningen? Mens omvendt kreditfradrag er en meget robust mekanisme som det er svært vanskelig å komme seg rundt, tillater det ikke en variert tilnærming til de ulike ikke-transaksjonelle kontantstrømmene. Hvis det er et ønske om å målrette beskatningsmekanismene mot de ulike undergruppene av ikke-transaksjonelle kontantstrømmer, er kildeskatter bedre enn en "gjør det alt-i-en-gang" -mekanisme som omvendt kreditfradrag. Når det er sagt, så er omvendt kreditfradrag ideell til å bringe det enkelte selskap tilbake til det skattenivå som hadde vært dersom selskapene ikke benyttet lav- eller nullskatteland i konsernstrukturen.

## 11. Hvilke motargumenter er det – og hvorfor er de ikke gyldige?

Vi kan forutse noen motargumenter til det vi har anbefalt i denne rapporten, men selv den mest rudimentære undersøkelsen viser at disse motargumentene ikke er gyldige. Her er noen åpenbare motargumenter vi har sett på:

1. Mark-to-Market (og andre virkelig verdi) justeringer må være del av årets overskudd

Svar: Nei, fordi informasjonsverdien ligger i å ha dette som endel av egenkapitalen på avslutningstidspunktet. Informasjonsverdien av resultatregnskapet øker faktisk når virkelig verdijusteringer holdes separat som en direkte balansejustering til egen del av egenkapitalen, da størrelsen på realisert inntjening da blir så mye klarere.

2. Virkelig Verdi justeringer er endel av overskuddet og som sådan endel av utbyttegrunnlaget

Svar: Nei, virkelig verdi justeringer har ikke en rettmessig plass blant inntekter, da den ikke er endelig "opptjent". Virkelig verdijusteringer er en antagelse om fremtiden, og den tilhører fremtidig, ikke nåværende, inntjening. Grunnen til at den er regnskapsført er til orientering for investorer som ønsker å kjøpe eller selge aksjer i selskapet basert på regnskapsstatus på avslutningstidspunktet. Denne informasjonen tilhører således i sin helhet egenkapitaldelen av balansen, og som en egen del for å skille den fra innbetalt kapital og tilbakeholdt overskudd (hvor realisert fortjeneste ligger). Da urealiserte gevinster og tap hverken er innbetalt eller inntjent på avslutningstidspunktet, men del av forutsetninger om fremtiden, bør det ikke være mulig å inkludere urealisert fortjeneste i utbytte.

3. Å skattlegge mark-to-market overskudd i andre land er i konflikt med disse landenes beskatningsrett

Svar: Nei, både kildeskatt-tilnærmingen i kapittel 9 og omvendt kreditfradrag tilnærmingen i kapittel 10 gjør det mulig med skattlegging av inntekter opptjent i andre jurisdiksjoner:

- kildeskatt vil med den foreslåtte metoden kalibreres med de andre landenes skattesystem, noe som gjør at kildeskatten ikke er i konflikt med beskatning i det andre landet, kun manglende beskatning.
- omvendt kreditfradrag fordi denne skattemekanismen tar hensyn til den faktiske skattesatsen selskapet har oppnådd mot alle jurisdiksjoner der den er aktiv, og det er kun skattefradraget i det aktuelle landet som behandles på denne måten, så påvirker ikke skattemekanismen andre lands skattegrunnlag, det tar kun hensyn til manglende beskatning.

## A. Dynamisk prising – fremtiden for mark-to-market

Vi har over dekket to sider av mark-to-market mekanismen: problemene med mark-to-market bokføring og berg- og dalbaneeffektene denne bokføringen kan ha på virksomheter, samt skattelekkasjen som introduseres av mark-to-market prising og kontrakter når selgeren er i et skatteparadis, dvs. i en lav- eller nullskattejurisdiksjon.

Dette er imidlertid ikke den eneste alvorlige effekten av mark-to-market adferd. Ettersom algoritmer og kunstig intelligens øker, vil effektene på mark-to-market være omfattende. Detaljforhandlere søker nå å utnytte kunstig intelligens for å forutsi topp-prisen du er villig til å betale - også kalt dynamisk prising.

I en artikkel<sup>34</sup>, skriver Sven Brodmerkel: "It's worth remembering that the goal of dynamic pricing is to benefit the seller, not the buyer, ..."

... dynamic pricing can be designed to offer a customer the occasional bargain ...

The take-home message is that while customers might benefit occasionally, by gathering enough personalized data, the retailer's algorithms can ultimately ensure that the retailer wins overall."

Dynamisk prising introduserer et tredje område som vil ytterligere utfordre økonomien til borgere og land: en reduksjon i gjenværende disponibel inntekt på grunn av dynamisk prising. Når dynamisk prising introduserer variert pris avhengig av hva som er hver persons evne og vilje til å betale, vil onlinevirksomheter i lav- og nullskattejurisdiksjoner effektivt ta ut en større andel av borgernes disponible inntekt. Dette betyr

- lavere kapasitet til å ta ut (økte) skatter (for å kompensere for tapte skatter fra bedrifter) i hjemlandet
- lavere kapasitet til å opprettholde kjøpekraft mot bedrifter innenfor landets grenser (reduert konkurransekraft for virksomheter i hjemlandet).

Online virksomheter i landet vil ikke ha den samme effekten: disse bedriftene vil ta en andel av borgernes disponible inntekt i konkurranse med andre bedrifter, landsbaserte og multinasjonale, men er på linje med andre bedrifter i landet fordi overskuddet deres blir beskattet i landet, og derfor er den skadelige effekten av dynamisk prissetting redusert konkurransekraft for andre virksomheter (innenlands eller utenlands).

<sup>34</sup> «Dynamic pricing: Retailers using artificial intelligence to predict top price you'll pay», 27. June 2017, Sven Brodmerkel for Future Tense; <http://www.abc.net.au/news/2017-06-27/dynamic-pricing-retailers-using-artificial-intelligence/8638340> (link Juni 2017)

Igjen er det vist at det er når grenseoverskridende transaksjoner går til og fra lav- eller nullskattejurisdiksjoner at de mest skadelige effektene kommer. Derfor er innføring av skattemekanismer som tillater at bedrifter i landet konkurrerer på like vilkår med multinasjonale selskaper svært nødvendig for å stoppe den stadig mer skadelige skattekonkurransen som foregår innenfor internasjonal beskatning.

Denne og andre rapporter fra PWYP Norge viser at det er mulig å skape like vilkår mellom bedrifter i hjemlandene og multinasjonale bedrifter, men politikere må bruke den riktige kombinasjonen av instrumenter med riktig kalibrering for å få det til. Følgende rapporter fra Publish What You Pay Norge beskriver et komplett system av tiltak som vil gjøre valgene av instrumenter og kalibrering av disse lettere:

- åpenhet slik at myndighetene får større innsyn: «An Extended Country-by-Country reporting standard. A policy proposal to the EU. Volume 2».
- fjerne virkningen av skadelig derivatmisbruk: "Beskyttelse mot derivatmisbruk"
- fjerne virkningen av skadelige mark-to-market og andre virkelig verdi justeringer: «Mark-to-Market og transaksjoner utenfor markedet gir berg-og-dalbane effekter i verdensøkonomien» (denne rapporten)
- fjerne skadelige virkninger av grenseoverskridende transaksjoner: «Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadiser. Beskatning over landegrensene og omvendt kreditfradrag»

## Likte du denne rapporten?

Ta en titt på disse rapportene også. Du kan finne alle rapportene på <http://www.publishwhatyoupay.no/en/publications>



### An extended country-by-country reporting standard. A policy proposal to the EU. Volume 2

Skrevet av Richard Murphy, bearbejdet av Frian Aarsnes  
November 2013



### The Case for Windfall Taxes – a guide to optimal resource taxation

Skrevet av Frian Aarsnes, medskribent Olav Lundstøl  
November 2013



### Protection from derivative abuse

Skrevet av Frian Aarsnes  
Desember 2011



### Hvordan fjerne skatteeffekten av skatteparadiser. Beskatning over landegrensene og omvendt kreditfradrag

Skrevet av Frian Aarsnes  
Oktober 2018



Making Transparency Possible

PWYP Norge er den norske avdelingen i et globalt nettverk som består av rundt 800 organisasjoner fra omtrent 70 ressursrike land i verden. Vi arbeider for finansiell åpenhet i utvinningsindustrien slik at land kan mobilisere egenkapital for en bærekraftig utvikling.

Publish What You Pay Norway  
Brugata 1  
0186 Oslo  
Norge

[post@publishwhatyoupay.no](mailto:post@publishwhatyoupay.no)  
[www.publishwhatyoupay.no](http://www.publishwhatyoupay.no)

ISBN 978-82-93212-79-9

Publish What You Pay Norge © 2018