



# Skjult eierskap på Oslo Børs

*En analyse av omfanget av anonyme investorer*

**Martin Garsjø og Per Henrik Seglem**

**Veileder: Guttorm Schjelderup**

Masterutredning i Finansiell økonomi og Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

## Forord

Denne utredningen er gjennomført som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Arbeidet med utredningen er gjennomført høsten 2016, og utgjør 30 studiepoeng av våre hovedprofiler i Finansiell økonomi og Økonomisk styring.

I de senere år har det blitt økt fokus på skjult eierskap og konsekvenser av hemmelighet. For å håndtere problemet har internasjonale organisasjoner lansert tiltak som skal fremme åpenhet og informasjonsutveksling mellom land. Panama Papers-avsløringen våren 2016 var likevel en smertelig påminnelse på hvor stort omfanget av skjult eierskap er. Denne problematikken har vært til inspirasjon for oss og vårt arbeid med utredningen. Arbeidet har til tider vært krevende, men vi sitter samtidig igjen med økt forståelse og interesse for debatten om skjult eierskap.

Vi håper at leseren finner utredningen interessant, og at utredningen kan bidra med ny innsikt i debatten om skjult eierskap i Norge.

Vi ønsker å takke alle som har bidratt med innspill, råd og tilbakemeldinger til vår utredning. Vi ønsker særlig å takke vår veileder, Guttorm Schjelderup, for gode innspill, oppfølging og konstruktive tilbakemeldinger. Vi retter også en stor takk til Skatteetaten og Øystein Hungerholt i VPS for tilgang til data og for god hjelp underveis. Videre ønsker vi å takke Tax Justice Network for god veiledning og et hyggelig samarbeid. Avslutningsvis ønsker vi å takke forelesere, medstudenter og alle som har bidratt til fem lærerike og minneverdige år ved Norges Handelshøyskole.

Bergen, 19.12.2016

---

Martin Garsjø

---

Per Henrik Seglem

## Sammendrag

Denne masterutredningen gjør rede for skjult eierskap på Oslo Børs. Skjult eierskap er et problem med konsekvenser for investorer, selskaper og samfunnet. Vi ser både på bruken av forvalterkonti og hvilke land som er registrert på utenlandske investorer i aksjonærregisteret. Dette bruker vi som en proxy på skjult eierskap, og belyser omfanget av anonyme eiere av aksjer på Oslo Børs.

Vår analyse av bruken av forvalterkonti viser at 25,2 prosent av markedsverdien på Oslo Børs er forvalterregistrerte aksjer, noe som tilsvarer verdier for 488 milliarder norske kroner. Andelen for utenlandskregistrerte selskaper er større enn for norske ASA. Bruken viser seg likevel å være selskaps-spesifikk, og 43 av 181 selskaper har en andel forvalterregistrerte aksjer på over 30 prosent. Store selskaper er i større grad eksponert for forvalterkonti enn mindre selskaper. I tillegg finnes det mer informasjon om de største forvalterregistrerte aksjonærene i mindre selskaper, da de oftere passerer flaggegrensene enn aksjonærer i større selskaper.

Videre i utredningen peker vi på at andelen utenlandsk kapital har en høyere grad av hemmelighet enn norsk kapital. Det medfører at utenlandsk kapital vil kunne ha en negativ påvirkning på transparensen i eierstruktur. Registrerte land med størst andel investeringer i Norge er USA, Storbritannia, Luxembourg og Belgia. Vi finner at omtrent 21,5 milliarder norske kroner er registrert på land som kan ansees som skatteparadis. Ettersom dette er informasjon registrert i første ledd i aksjonærregisteret er det grunn til å tro at kapitalen med opphav fra slike land i realiteten er mye større.

Blant bransjer på Oslo Børs finner vi at tre av dem skiller seg ut med store andeler forvalterkonti, samt store andeler utenlandske investorer med tilhørende høy sekretessscore. De tre mest utsatte bransjene for skjult eierskap er *forbruk*, *konsum* og *material*.

Utredningen er viktig som et fundament for diskusjonen om skjult eierskap i Norge. Den viser hvilke områder på Oslo Børs som er mest utsatt for skjult eierskap, både gjennom forvalterkontoordningen og sekretessscore på utenlandsk kapital. Dette kan benyttes som grunnlag for utarbeidelsen av tiltak mot skjult eierskap, deriblant det nye registeret over reelle eiere.

---

# Innholdsfortegnelse

<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>6</b>
1.1 MOTIVASJON .....	6
1.2 PROBLEMSTILLING .....	7
1.3 FORMÅL .....	8
1.4 AVGRENSNING .....	8
1.5 OPPGAVENS STRUKTUR .....	8
<b>2. INTERNASJONAL OG NASJONAL DEBATT OM SKJULT EIERSKAP.....</b>	<b>10</b>
2.1 INTERNASJONAL DEBATT.....	10
2.2 NASJONAL DEBATT.....	11
<b>3. RAMMEVERK FOR INVESTERINGER PÅ OSLO BØRS.....</b>	<b>16</b>
3.1 FINANSIELLE INSTRUMENTER.....	16
3.2 REGISTRERING I VPS.....	16
3.3 FLAGGEPLIKT OG HANDEL.....	17
<b>4. METODER FOR Å SKJULE SEG.....</b>	<b>19</b>
4.1 AKTØRER .....	20
4.2 FORVALTERREGISTRERING.....	23
4.2.1 Innsyn i forvalterregistrerte aksjer.....	25
4.2.2 Aksjonærrettigheter for forvalterregistrerte aksjer.....	27
4.3 ANDRE METODER .....	29
4.3.1 Investeringskonto .....	29
4.3.2 Skatteparadis, sekretesse og komplekse selskapsstrukturer .....	30
<b>5. KONSEKVENSER AV SKJULT EIERSKAP.....</b>	<b>34</b>
5.1 KONSEKVENSER FOR INVESTORER.....	34
5.2 KONSEKVENSER FOR SELSKAP.....	37

---

5.3	KONSEKVENSER FOR SAMFUNN OG KONTROLLMYNDIGHETER .....	38
<b>6.</b>	<b>TAX JUSTICE NETWORK – FINANCIAL SECRECY INDEX .....</b>	<b>41</b>
6.1	OM TJN .....	41
6.2	OM FSI .....	41
6.2.1	<i>Landrapport – Norge</i> .....	45
<b>7.</b>	<b>METODE OG DATA .....</b>	<b>47</b>
7.1	METODE OG DESKRIPTIV ANALYSE .....	47
7.2	DATA .....	47
7.2.1	<i>Datasett</i> .....	47
7.2.2	<i>Primær- eller sekundærdata</i> .....	49
7.2.3	<i>Validitet</i> .....	49
7.2.4	<i>Rensing av datasett</i> .....	49
7.2.5	<i>Bearbeiding av data</i> .....	50
<b>8.</b>	<b>ANALYSE .....</b>	<b>53</b>
8.1	I HVILKEN GRAD BIDRAR ADGANGEN TIL FORVALTERREGISTRERING TIL SKJULT EIERSKAP? .....	53
8.2	HVILKET OPPRINNELSESLAND ER REGISTRERT PÅ UTENLANDSKE INVESTORER, OG HVOR TRANSPARENTE ER DISSE? .....	59
8.3	I HVILKE SEKTORER PÅ OSLO BØRS ER OMFANGET STØRST? .....	66
<b>9.</b>	<b>AVSLUTNING .....</b>	<b>70</b>
9.1	KONKLUSJON .....	70
9.2	SVAKHETER VED ANALYSEN .....	71
9.3	FORSLAG TIL VIDERE ARBEID .....	72
	<b>LITTERATURLISTE .....</b>	<b>73</b>
	<b>APPENDIKS .....</b>	<b>81</b>

# 1. Innledning

## 1.1 Motivasjon

I de senere år har det blitt et stadig større fokus på hemmelighold i finanssektoren. Økt kapitalflyt på tvers av landegrensener, der land har ulike lover og regler, bidrar til å skape et tåkete bilde av transaksjoner og kapitalens opphav. Skatteparadisenes rolle i denne tåkeleggingen blir ofte dokumentert gjennom media, hvor Panama Papers-avsløringen i april 2016 er et godt bevis på at mange verdsetter anonymitet (Aale, Strøm, Torset, Bjørnstad, & Staveland, 2016). Internasjonale organisasjoner som EU, OECD<sup>1</sup> og FATF<sup>2</sup> har utgitt flere rapporter og anbefalinger som bygger opp om et ønske om mer åpenhet og transparens i finansmarkedet, særlig når det kommer til å identifisere reelle eiere i selskaper.

Norge har fått kritikk fra flere hold for å ikke gjøre nok på dette området, blant annet av Tax Justice Network og nevnte FATF. I hovedsak rettes kritikken mot muligheten til å forvalterregistrere aksjebeholdninger i børsnoterte selskaper i Norge (Financial Secrecy Index, 2015). Ved forvalterregistrering er det forvalterens navn som oppføres som eier av aksjene i selskapenes aksjeeierregister, og dermed vil den reelle aksjeeierens identitet holdes skjult for omverdenen. Denne ordningen benyttes i utstrakt grad av utenlandske investorer, men er også tilgjengelig for nordmenn i utenlandskregistrerte selskaper på Oslo Børs. Selv om norske myndigheter har adgang til å kreve innsyn i hvem som er reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer er det i praksis vanskelig da det ofte er flere ledd av forvaltere og informasjonsflyten er lite tilfredsstillende (Økokrim, 2015).

I Tax Justice Networks rapport *Skjulte eiere* skriver de at «*skjult eierskap er et alvorlig samfunnsproblem som legger til rette for skatteunndragelser, miljøkriminalitet og økonomisk kriminalitet. Når det er mulig å skjule eierskap, reduseres eller elimineres også muligheten for kontroll*» (Jacobsen & Ringstad, 2014, s. 3). I tillegg til å tilrettelegge for kriminelle aktiviteter medfører skjult eierskap økte informasjonskostnader og lavere tillit for både investorer, selskaper og myndigheter.

---

<sup>1</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development.

<sup>2</sup> Financial Action Task Force.

---

Den norske debatten om hemmelighet i finansmarkedet har ført til et stortingsvedtak fra 5. juni 2015 på at det skal opprettes et register som skal «sikre åpenhet om eierskap i norske selskap» (Finanskomiteen, 2015). Hvordan dette registeret skal utformes er enda ikke avgjort.

I vår masterutredning ønsker vi å presentere et oppdatert bilde på omfanget av skjult eierskap på Oslo Børs.

## 1.2 Problemstilling

Vår overordnede problemstilling er som følger:

*Hvor problematisk er skjult eierskap på Oslo Børs?*

Denne problemstillingen vil vi svare på ved hjelp av tre forskningsspørsmål:

### 1. I hvilken grad bidrar forvalterkontoordningen til skjult eierskap?

Med dette spørsmålet ønsker vi å belyse hvor stor andel av Oslo Børs som eies gjennom forvalterkonti. I Norge er det eier i første ledd som føres inn i aksjonærregisteret, uavhengig av om det er direkteregistrering<sup>3</sup> eller gjennom forvalter. Verdipapirsentralens (heretter VPS) egen definisjon på skjulte eiere er investorer som bruker forvalterkonti (Hungerholt, 2016). Dette spørsmålet vil derfor danne et bilde på den største utfordringen knyttet til skjult eierskap. Videre vil dette gi et grunnlag for analyse av utenlandsk eierstruktur i neste spørsmål.

### 2. Hvilket opprinnelsesland er registrert på utenlandske investorer, og hvor transparente er disse?

Dette spørsmålet vil belyse hvilke land som er registrert på investorer i norske børsnoterte allmennaksjeselskap. I tillegg til forvalterkontoordningen kan utlendinger investere direkte gjennom eget selskap. I praksis kan direkteregistrering være vel så skjult, da det bak første ledd i investeringskjeden kan være et stort nettverk av ulike selskaper og selskapsformer som hindrer innsyn i reell eier<sup>4</sup> (Jacobsen & Ringstad, 2014). Ved å få en oversikt over

---

<sup>3</sup> Både privatpersoner og virksomheter kan opprette en VPS-konto i eget navn/selskapsnavn.

<sup>4</sup> Tax Justice Network – Norges definisjon av reell eier, basert på FATF: «Den fysiske personen som direkte eller indirekte har en endelig kontrollerende eierskapsinteresse i selskapet» (Jacobsen & Ringstad, 2014).

aksjebeholdningenes registrerte opphavsland kan vi vurdere hvor skjult disse er. Her vil vi bruke Tax Justice Network (heretter TJN) sin *Financial Secrecy Index* (heretter FSI) som et mål på hemmelighold.

### 3. I hvilke sektorer på Oslo Børs er omfanget størst?

I det siste spørsmålet tar vi utgangspunkt i de to foregående spørsmålene og vurderer om det er enkelte sektorer på Oslo Børs som er særlig utsatt for skjult eierskap.

## 1.3 Formål

Gjennom vår masterutredning ønsker vi å gi et objektivt og oppdatert bilde på hvor stort problem skjult eierskap er på Oslo Børs. Grunnlaget for analysen vil være faktiske tall på forvalterregistrerte aksjebeholdninger fra VPS, utenlandske investorers registrerte land fra Skatteetatens aksjonærregister og de respektive lands sekretessescore<sup>5</sup> fra TJNs FSI.

## 1.4 Avgrensning

Skjult eierskap og forvalterregistrering er en problemstilling som treffer flere ulike finansielle instrumenter, deriblant aksjer, obligasjoner, derivater og verdipapirfundsandeler. For å begrense oppgavens omfang vil vi kun belyse problemstillinger knyttet til aksjer.

I Norge er det flere handelsplasser for aksjer. Den største er Oslo Børs og de to andre er Oslo Axess og Merkur Market<sup>6</sup>. I tillegg er det mulig å handle aksjer i unoterte selskaper. Med hensyn til datasett og omfang velger vi å avgrense oppgaven til å gjelde aksjer i selskaper notert på Oslo Børs.

## 1.5 Oppgavens struktur

Utredningen er delt inn i ni kapitler, inkludert denne innledningen. Kapittel 2 gjør rede for utviklingen i debatten om skjult eierskap internasjonalt og nasjonalt frem til i dag. Kapittel 3

---

<sup>5</sup> Sekretesse kjennetegnes ved «sterke restriksjoner på innsyn, tilslørende selskaps- og truststrukturer og manglende offentlige registre» (NOU 2009: 19, s. 22). Sekretessescore beskrives i kapittel 6.2 Om FSI.

<sup>6</sup> Uregulert markeds plass for små og mellomstore selskaper som ikke tilfredsstiller kravene for notering på Oslo Børs eller Oslo Axess. Denne markeds plassen ble lansert i januar 2016 (Oslo Børs, 2016).



beskriver rammeverket for aksjeinvesteringer på Oslo Børs. I kapittel 4 beskriver vi relevante aktører samt ulike metoder for å skjule seg. Videre i kapittel 5 ser vi på konsekvensene av skjult eierskap for investorer, selskap og samfunn. I kapittel 6 presenterer vi Tax Justice Networks *Financial Secrecy Index*, og går nærmere inn på de vurderinger som er gjort spesifikt på Norge. Kapittel 7 beskriver de metoder som er benyttet i utredningen, i tillegg til at vi gir en beskrivelse av datasettene som vil legge grunnlaget for analysen. Kapittel 8 inneholder analyse og er delt inn i ett delkapittel for hvert forskningsspørsmål. For hvert forskningsspørsmål presenterer vi den deskriptive statistikken, før vi gir en mer inngående drøftelse av resultatene. Til slutt vil i kapittel 9 konkludere og svare på hovedproblemstillingen vår. Vi presenterer også begrensninger ved utredningen og fremmer forslag til videre arbeid.

## 2. Internasjonal og nasjonal debatt om skjult eierskap

På dagens internasjonale og nasjonale agenda har skjult eierskap blitt viet mye plass gjennom økt forståelse for drivere bak og konsekvenser av dette. Økt globalisering og tettere integrasjon mellom land har gjort den internasjonale debatten til en stor del av den nasjonale debatten. Det har resultert i en rekke organisasjoner, utvalg og rapporter der målet har vært å utarbeide universelle løsninger som skal beskytte integriteten til det internasjonale finansmarkedet.

### 2.1 Internasjonal debatt

På 1960-tallet ble det mer vanlig med aktiviteter og strukturer som hadde til hensikt å skjule eierskap, profitt eller ulovlig kapitalflyt mellom land. Blant annet fikk flere kolonistater sin uavhengighet fra sent 1950-tallet og utover på 60-tallet. Politisk og økonomisk ustabilitet i de nye statene førte til at bemidlede mennesker ønsket å flytte penger ut av landet. Vestlige land la til rette for dette gjennom kreative metoder for kapitalflukt. Samtidig ble det opprettet stadig flere multinasjonale selskaper med avdelinger over hele verden. Dette førte til større kapitalflyt mellom land og økte muligheter for å skjule og flytte penger fra ulovlig virksomhet (Joly & Baker, 2008). Den internasjonale debatten om skjult eierskap har fulgt utviklingen av de økonomiske handelsavtalene tett i både EU og EØS, OECD og Schengen. EØS er basert på prinsippet om «de fire friheter», der den ene er *fri bevegelse av kapital* (Utenriksdepartementet, 2015). Fri bevegelse av kapital over landegrensene har ført til tettere samarbeid, men også økt kompleksitet og større mulighet for økonomisk kriminalitet gjennom skjult eierskap.

FATF, som ble stiftet i 1989 og hvor Norge har vært medlem siden 1991, er en viktig bidragsyter i den internasjonale debatten. Organisasjonen kommer med anbefalinger om tiltak for å bekjempe hvitvasking og terrorfinansiering til sine medlemsstater. I 2012 la de frem sine hittil siste oppdaterte anbefalinger og standarder knyttet til utarbeidelsen av et sikkert og transparent internasjonalt finanssystem. I forlengelsen av disse anbefalingene ble EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv<sup>7</sup> vedtatt i 2015. Direktivet følger opp anbefalingene fra

---

<sup>7</sup> (EU) 2015/849.

---

FATF, men går i tillegg lenger på visse områder. Blant annet inneholder direktivet skjerpede krav om informasjon om reelle rettighetshavere<sup>8</sup> for banker, forvaltere og andre juridiske personer. Det inneholder også krav om tilgangen til informasjon om disse, herunder at denne skal kunne gjøres tilgjengelig i et sentralt register for relevante myndigheter og rapporteringspliktige (Finansdepartementet, 2016). Ukraina har vedtatt å opprette et slikt register der eierskapsgrensen er satt til ti prosent. I Danmark er det utviklet et lignende system der eierskap over fem prosent skal være offentlig tilgjengelig, tilsvarende det første innslagspunktet i de norske flaggepliktreglene<sup>9</sup> (Finanskomiteen, 2015). Etttersom trenden med skatteplanlegging i multinasjonale selskaper er økende har OECD opprettet internasjonale standarder som skal tette igjen hullene i regelverket. Initiativet heter BEPS<sup>10</sup> og behandler blant annet internprising, informasjonsutveksling og skatteavtaler (OECD, 2016).

Debatten om skjult eierskap ble senest aktualisert i Panama Papers-avsløringen i april 2016. En rekke medier fra ulike land avslørte funnene i over 11 millioner lekkede dokumenter fra advokatfirmaet Mossack Fonseca. Her ble det avdekket hvordan kriminelle, statsoverhoder og politikere ved hjelp av flere hundre banker kjøper seg hemmelighold og gjemmer penger i skatteparadis. DNB i Luxembourg hjalp blant annet sine egne kunder med å opprette selskaper på Seychellene som kunne bli brukt til å skjule penger (Aale et. al., 2016). Dette viser at selv med økt fokus på økonomisk kriminalitet, har det internasjonale samfunnet en lang vei å gå mot et rettferdig, transparent og robust finansmarked.

## 2.2 Nasjonal debatt

Gjennom både frihandelsavtalen EFTA<sup>11</sup> og EØS-avtalen har Norge vært en del av den internasjonale debatten i lengre tid. I utredningen *Utenfor og innenfor - Norges avtaler med EU* beskrives de føringer EU legger på Norges lovgivning slik:

---

<sup>8</sup> Reelle rettighetshavere er «den eller de fysiske personene som i siste instans eier eller kontrollerer et selskap som er kunde hos de rapporteringspliktige, eller som en transaksjon gjennomføres på vegne av» (Finansdepartementet, 2016).

<sup>9</sup> Norske flaggepliktsregler forklares nærmere i *kapittel 3.3 Flaggeplikt og handel*.

<sup>10</sup> Base Erosion and Profit Shifting.

<sup>11</sup> European Free Trade Association.

*«Innenfor rammene av avtalene (EØS, Schengen med flere) er Stortinget i realiteten ikke lenger selv lovgiver, men må nøye seg med å gjennomføre regler som er utformet i EU. Selv om dette bare dekker en del av Stortingets lovgivning, er det en betydelig del, og den er stadig økende. Når Stortinget selv gir lover må man videre passe på at de nasjonale reglene ikke kommer i motstrid med EU/EØS-retten, og dersom det skjer vil domstolene som hovedregel måtte gi EU/EØS-reglene forrang» (NOU 2012: 2, s. 821).*

Problematismen av skjult eierskap ble behandlet i Norge allerede i 1957, da aksjeloven ble modernisert og oppdatert med blant annet krav om at alle aksjer skulle være innført i en aksjeprotokoll. Den skulle inneholde opplysninger om eiers navn, stilling og bopel i tillegg til antall aksjer. Enhver aksjeeier i selskapet hadde rett til å gjøre seg kjent med aksjeprotokollens innhold. I nyere tid har registeret flere ganger blitt utredet på spørsmål knyttet til offentlig innsyn og dets innhold, der i blant forvalterregistrering for både nordmenn og utlendinger.

Adgangen til forvalterregistrering ble første gang regulert i forbindelse med opprettelsen av VPS i 1985. Finansdepartementet hadde to år tidligere nedsatt et utvalg som skulle se nærmere på overgangen til et papirløst system, der opprettelsen av VPS var grunnpilaren i dette systemet. Før 1985 var alle aksjonærer<sup>12</sup> pliktet til å registrere seg med eget navn i aksjeeierregisteret. Praksis blant utlendinger var imidlertid å registrere seg gjennom forvaltere, og siden dette var en etablert praksis åpnet utvalget for at utlendinger kunne få begrenset adgang til å investere gjennom forvalterkonti. I denne sammenheng ble det også fremmet et forslag som gikk ut på at forvalterregistrerte aksjer ikke kunne utøve sin stemmerett (NOU 2005: 13). Departementet sluttet seg til utvalgets vurdering<sup>13</sup>.

Forvalterregistrering ble på nytt tema i utvalget som skulle se på behovet for revisjon av aksjeloven både i 1992 og 1996. I begge utredningene ble det gitt uttrykk for at eksisterende forvalterregistreringsadgang var utilfredsstillende, men at det var mange kompliserte spørsmål som burde utredes i et eget utvalg. Verdipapirsentrallovutvalget fra år 2000 gjennomgikk på generelt grunnlag en rekke fordeler og ulemper knyttet til

---

<sup>12</sup> Både nordmenn og utlendinger.

<sup>13</sup> Ot.prp. nr. 84 (1984-1985).

---

forvalterregistrering i norske selskaper. Utvalget la vekt på at forvalterregistrering dekket et reelt behov for utenlandske investorer på Oslo Børs. Blant annet ble det trukket frem at utenlandske investorer kan nyttiggjøre seg av forvalters erfaring og kunnskap om nasjonale markeder og rettssystemer, noe som vil redusere investorens praktiske arbeid. Der forvalter opererer i flere land, trenger investor kun å forholde seg til en forvalter. Dette ble et stadig mer tungtveiende argument i et globalt marked der investorer i større grad investerer på tvers av landegrensene. Det ble også lagt vekt på at utenlandske investorer allerede var kjent med forvalterregistrering fra sitt hjemland og at de ville verdsette et system som var likt deres eget. Ulempene som ble trukket frem var at forvalterregistrering reduserer muligheten til å holde oversikt over eierstruktur i norsk næringsliv. Dette kunne føre til problemer for en rekke kontrollmyndigheter som skattemyndigheter og Finanstilsynet, men også for en aktør som Oslo Børs. Finansdepartementet sluttet seg til utvalgets vurderinger der de la særlig vekt på at utenlandske investorer har betydning for likviditeten i det norske verdipapirmarkedet. Videre ble det trukket frem behovet for likestilling mellom norske og utenlandske investorer for å sikre like rammevilkår. Det burde derfor foreligge tungtveiende grunner mot forvalterregistrering for at det ikke skulle åpnes for dette også for nordmenn. Likeledes hvis det fantes tungtveiende grunner mot forvalterregistrering burde det vurderes å innføre et forbud mot dette. I kapittel 9 i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) presiserer Finansdepartementet at problemstillingen knyttet til forvalterregistrering av aksjer lå utenfor utvalgets mandat og at dette bør utredes nærmere (NOU 2005: 13).

Forvalterregistreringsutvalget ble nedsatt i april 2004, og kom med sin utredning i juni 2005. Utvalgets mandat var å vurdere om det burde åpnes for forvalterregistrering av aksjer for nordmenn i norske selskaper, samt gjøre rede for fordeler og ulemper knyttet til forvalterregistrering kontra direkteregistrering. Argumentene for og imot forvalterregistrering var stort sett de samme som ble fremmet i 2000. Utvalget konkluderte med at det ikke burde gis adgang for at innenlandske investorer kunne la sine aksjebeholdninger i norske selskaper forvalterregistreres. De anbefalte heller ikke at utlendingers adgang til forvalterregistrering skulle snevres inn (NOU 2005: 13).

Hensynet til likviditeten på Oslo Børs som et argument for å beholde adgangen til forvalterregistrering har blitt trukket frem helt siden ordningen ble opprettet. I denne sammenheng har også andre regulatoriske forhold på Oslo Børs blitt drøftet. En studie fra BI i 2011 viser at andelen utenlandske investorer økte fra rundt 20 prosent i 2002 til mer enn 40 prosent i 2007. Dette førte til en prisøkning på norske aksjer som tilsvarer en reduksjon i

kapitalkostnader på over en prosent per år. Den økte utenlandske eierandelen resulterte i høyere likviditet, som fører til at estimatet på en prosent reduksjon i årlige kapitalkostnader er konservativt (Farbrot, 2011). Argumentet om utenlandsk påvirkning på likviditeten trekkes også frem av Finans Norge i en høringsuttalelse fra 2013. De presiserer at Oslo Børs må fremstå som utadrettet og opprettholde god kontakt med utenlandske investormiljøer. Flere internasjonale selskaper har valgt Oslo Børs som noteringssted på grunn av børsens spisskompetanse på områdene energi og offshore, skipsfart og sjømat (Digranes & Hovland, 2013).

I etterkant av utredningen i 2005 har forvalterregistrering og andre investeringskanaler med anonymitetsfokus blitt problematisert i en rekke forum. Norge har i lengre tid vært et foregangsland hva gjelder åpenhet, hvor selskapers årsregnskap publiseres i Brønnøysundregisteret. Et annet eksempel er at en fritt kan søke i skattelistene hvert år. Det foreligger likevel et forbedringspotensial, noe TJNs FSI<sup>14</sup> fra 2015 understreker. Av 92 stater som ble vurdert havnet Norge på en 53. plass der 92 er best. Indeksen måler hemmelighold på en rekke dimensjoner, som så blir vektet mot hvor mye landet eksporterer av finansielle tjenester, målt i andel av global eksport. For Norge sin del ble utlendingers mulighet til å investere anonymt gjennom forvalterkonti trukket frem som spesielt negativt. Isolert på hemmelighold, havner Norge på 82. plass av i alt 92 stater, der 92. plass tilsvarer *minst* hemmelighold (Tax Justice Network, 2015). Adgangen til forvalterregistrering ble indirekte også poengtert av FATF da de kom med kritikk av Norge for ikke å ha informasjon om utenlandske eiere (FATF, 2014). Det viser at det fortsatt er et stykke igjen til et samfunn med full åpenhet om eierstruktur.

På bakgrunn av internasjonale anbefalinger og EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv vedtok Stortinget den 5. juni 2015 at det skal opprettes et register over reelle eiere. I den forbindelse deltok TJN på en åpen høring, der det i vedtaket fremkommer at regjeringen vil avvente deres utredning på forslag til utforming av nytt eierregister (Finanskomiteen, 2015). Utredningen *Åpent eierskap* ble gitt ut i oktober 2015 i et samarbeid mellom TJN, Finans Norge og IKT-Norge. Denne rapporten fremhever tre prinsipper som må være styrende i utformingen av det nye eierregisteret:

---

<sup>14</sup> TJNs FSI forklares nærmere i *kapittel 6*.

- 1) «Alle eiere skal registreres, inkludert aksjeeiere og andre stemmeberettigede, styreleder, styremedlemmer, daglig ledelse, familieeierskap, signatur/prokura, eiere av truster.
- 2) Eiere må registreres entydig.
- 3) Registeret må være åpent og tilgjengelig for enhver» (Hemsett & Jacobsen, 2015, s. 13-17).

Av tiltak rettet mot forvalterregistrering nevnes det:

*«A 15. Innhente førstegangs input fra forvaltere så langt som mulig om egentlige eiere bak forvalterkontoene ved registerets oppstart. Dette bør gjentas 12 måneder etter, og da inkludere eierskifter som har skjedd i mellomtiden. Hyppigheten av innhentingene bør deretter økes i takt med at tilfredsstillende internasjonale teknologiske løsninger og rapporteringsrutiner er kommet på plass, for eksempel kvartalsvis eller enda hyppigere.*

*A 16. Norge bør sette begrensninger på antall forvalterledd som det skal være tillatt å benytte. På sikt bør tillatte forvalterledd komme ned på to ledd (Støttes av Tax Justice Network – Norge).*

*A 17. Norge bør forby truster å investere gjennom forvaltere (Støttes av Tax Justice Network – Norge)» (Hemsett & Jacobsen, 2015, s. 20).*

Skjult eierskap har parallelt med behandlingen i Stortinget vært aktualisert i norsk presse. Flere journalister har gransket eierstrukturer, deriblant to journalister som i prosjektet *Skattejakten* i Dagens Næringsliv nøstet opp i selskapsstrukturene til John Fredriksen (Sundnes & Sæter, 2012). Høsten 2015 kulminerte debatten om skjult eierskap i norske selskaper da aksjonærregisteret ble offentliggjort på nett. Kommunal Rapport hadde i lengre tid jobbet med å få innsyn i Skatteetatens register, og fikk til slutt gjennomslag for dette av fylkesmannen (Pedersen, 2016). I ettertid har kommersielle aktører som *aksjeeiere.no* gjort det mulig å søke i aksjonærregisteret direkte på nett. Informasjonen som er tilgjengelig er informasjon som Skatteetaten sitter på 31. desember foregående år (Mediebruket AS, 2016).

Som følge av økt fokus på skjult eierskap i en rekke forum ble Hvitvaskingslovutvalget nedsatt i februar 2015. Utvalget leverte høsten 2015 sin første delrapport til Finanstilsynet (NOU 2015: 12). Den andre og siste delutredningen avgis innen desember 2016, og vil revidere nåværende hvitvaskingslov med særlig fokus på tiltak mot skjult eierskap.

### 3. Rammeverk for investeringer på Oslo Børs

En stor andel skjulte eiere i Norge befinner seg i selskaper på Oslo Børs, som i slutten av 2015 hadde en markedsverdi på 1 840 milliarder kroner. Omsetningen i 2015 var på 1 155 milliarder (Oslo Børs, 2016). Selskapet Oslo Børs AS<sup>15</sup> er den eneste tilbyderen av regulerte markeds plasser for notering og handel av verdipapirer i Norge. Internasjonalt er disse markeds plassene kjent for å være ledende for selskaper innen sektorene energi, sjømat og shipping. Oslo Børs er eid av Oslo Børs VPS Holding, som også tilbyr registrering av eierskap og oppgjør gjennom VPS og Oslo Market Solutions (Oslo Børs, 2016). Vi vil i dette kapitlet ta for oss relevante regler ved registrering, handel og aksjonærrettigheter for aksjer i Norge, samt redegjøre for mulighetene til innsyn i eierstruktur.

#### 3.1 Finansielle instrumenter

Felles for verdipapirhandelloven (vphl.) og verdipapirregisterloven (vprl.) er formålet om at de skal legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv handel i og registrering av finansielle instrumenter. I vphl. § 2-2 er finansielle instrumenter definert som omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Omsettelige verdipapirer består blant annet av aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. Som nevnt i avgrensningen er det *aksjemarkedet* i Norge vi vil ha fokus på, da dette relativt sett er et likvid marked med omfattende investeringer fra privatpersoner og selskaper fra inn- og utland. Av børsforskriften § 4 fremgår det at det kun er aksjer utstedt av allmennaksjeselskap eller tilsvarende utenlandsk selskap som kan noteres på Oslo Børs.

#### 3.2 Registrering i VPS

I henhold til vprl. § 2-1 (1) skal alle aksjer og tegningsrettigheter i allmennaksjeselskap innføres i et verdipapirregister, som i Norge er VPS. Det følger av dette at privat- eller selskapsrettslige investorer som ønsker å investere i selskaper som er notert i Norge, må ha en VPS-konto. Kontoen kan registreres på den enkelte eier eller gjennom forvalter på en forvalterkonto jf. vprl. § 6-2. Selve opprettelsen og avslutningen av kontoen i VPS, i tillegg

---

<sup>15</sup> Selskapet Oslo Børs AS eier markeds plassene Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market.



---

til registrering av transaksjoner og andre rettigheter, gjøres av en kontofører. Kontoføreren er godkjent av VPS, og er som oftest en bank, megler eller verdipapirforetak. I aksjeeierregisteret i VPS er det altså kontofører som behandler forespørsler og endringer på vegne av enkeltstående investorer eller forvaltere. I registeret fremgår enten enkeltstående investorens navn eller forvalters navn (VPS, 2016).

Det stilles i allmennaksjeloven (asal.) § 4-4 krav til at allmennaksjeselskap uten opphold skal opprette et aksjeeierregister i et verdipapirregister. Videre følger det at aksjeeierregisteret skal inneholde opplysning om aksjeeiernes navn, fødselsdato og adresse, eller – for juridiske personer – foretaksnavn, organisasjonsnummer og adresse. Aksjeeierregisteret føres i VPS og oppdateres automatisk ved at selgers konto nedskrives med antall aksjer solgt og kjøpers konto tillegges antall kjøpt.

### 3.3 Flaggeplikt og handel

Reglene om flaggeplikt reguleres av vphl. § 4-3. Det fremgår av første ledd at dersom en investorens andel av aksjer og eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under 5, 10, 15, 20, 25, 1/3, 50, 2/3 og 90 prosent av aksjekapitalen skal vedkommende melde dette til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker. Etter vphl. § 4-3 (2) likestilles stemmerettigheter til aksjer med aksjer. Det innebærer at det må flagges når vedkommendes andel av bare stemmerettigheter, eller summen av aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter passerer en flaggegrense (Finanstilsynet, 2015). I praksis sendes flaggemeldingene til Oslo Børs, og vises direkte på deres oversikt på [newsweb.no](http://newsweb.no). Bestemmelsene om flaggeplikt skal sikre at markedet informeres der det skjer vesentlige endringer i eierstruktur i børsnoterte selskaper. Dette skal bidra til at markedet er mest mulig transparent og at markedsaktørene får lik informasjon til lik tid.

Norske flaggepliktregler gjelder for aksjer tatt opp til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat jf. vphl. § 4-1. Norge anses som hjemstat for utstedere som nevnt i § vphl. 5-4 annet til fjerde ledd. På bakgrunn av denne definisjonen har Oslo Børs en hjemstatsliste som presiserer om Norge er hjemstat eller ikke. Der Norge kun er vertsstat

gjelder hjemstatens lovgivning. Oslo Børs oppdaterer kontinuerlig hjemstatslisten for noterte selskaper.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Se <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Noterte-selskapers-hjemstat> for komplett liste.

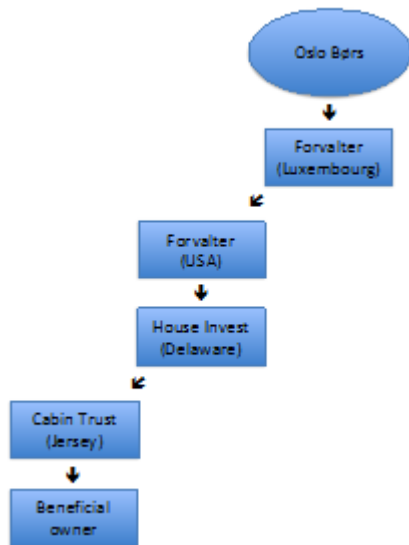
---

## 4. Metoder for å skjule seg

Reguleringen av aksjemarkedet på Oslo Børs har relevans for hvordan man kan skjule seg. Dette legger føringer på hvordan en må tilpasse seg for å oppnå anonymitet. Økt grad av globalisering og digitalisering har forenklet hverdagen for investorer. I praksis kan man investere over hele verden med få tastetrykk. Det fører til økt kompleksitet i samspillet mellom verdens finansmarkeder. Kompleksiteten gjør det vanskeligere for aktører å innhente informasjon om eierskap, som videre fører til økt anonymitet. Dette forsterkes også av et stort tilbud av tjenester som er rettet mot anonymisering av eierskap. Banker, forvaltere og andre kommersielle aktører er klar over investorers preferanse for anonymitet og kan bistå med tilrettelegging av dette gjennom flere investeringskanaler. Metodene for å skjule eierskapet på Oslo Børs er flere, og mange av dem er tett knyttet sammen. Ofte går metodene ut på å bruke kompliserte selskaps- og organisasjonsstrukturer i samspill med ulike lands lover og regler, som gjør det vanskelig å nøste opp i reelt eierskap (Jacobsen & Ringstad, 2014). I dette kapittelet vil vi begynne med et visuelt eksempel for å beskrive hvor intrikat koblingene mellom de ulike metodene for å skjule seg er. Videre gjør vi rede for tilbydere av tjenester med anonymitetsfokus, samt de mest vanlige metodene som kan brukes for å skjule eierskapet i Norge.

### *Eksempel*

Eksempelet som beskrives her er et tenkt eksempel og gir et overblikk over hvordan eierstruktur *kan* se ut. Vi ser i figur 4.1 en mulig bakenforliggende eierstruktur i aksjer på Oslo Børs. En forvalter fra Luxembourg står som eier i aksjeeierregisteret. Eierandelen er igjen eid av en underforvalter i USA. Forvalteren i USA har investert på vegne av et investeringsselskap i delstaten Delaware, USA. Delaware kjennetegnes av gunstige regler for skallselskap og strenge sekretesseregler. Investeringsselskapet er igjen eid gjennom en trust på Jersey. Den som står oppført som juridisk eier er trustforvalter, som gjerne har taushetsplikt. Personen som i siste ledd nyter godt av trustens midler – reell eier – kan være lokalisert i hele verden. Alle leddene i denne kjeden, som hver for seg kan sikre reell eier anonymitet, gjør det praktisk umulig å finne ut av identiteten til den reelle eieren.



Figur 4.1: Eksempel på investorkjede i flere ledd.

## 4.1 Aktører

I tilfeller der en ønsker å skjule sitt eierskap er ofte første steg å kontakte en profesjonell aktør som kan bistå i planleggingen. Årsaken til at profesjonelle aktører ofte benyttes er høy grad av kompleksitet. En må gjerne tilpasse seg lover og regler i flere land, ha kjennskap til hvordan reglene påvirker hverandre, samtidig som en alltid er oppdatert på endringer i disse. Til dette kreves det mye ressurser og spesialisert kunnskap på flere områder. Dette ble også nevnt av OECD i 2006, da de presiserte hvilken rolle advokater, skatterådgivere og finansielle institusjoner spiller i forhold til å unngå internasjonale lover (OECD, 2006). Det er viktig å understreke at aktører som tilbyr slike tjenester ikke nødvendigvis gjør noe ulovlig, men at de i visse tilfeller utfordrer regelverket og opererer i en etisk gråsoner. Det å benytte seg av tjenesten er i seg selv heller ikke ulovlig, og for mange er hensikten å forenkle hverdagen. Mange investorer vil foretrekke å være anonyme, for slik å verne om sine investeringsstrategier. I skattemessig forstand må det skilles klart mellom skatteunngåelse og skatteunndragelse. Skatteunngåelse eller skatteplanlegging er, innenfor visse rammer, lovlig, men kan likevel ansees som uetisk ovenfor fellesskapet. Skatteunndragelse er derimot ulovlig og bør behandles på en helt annen måte.

### *Advokater, regnskapsførere, revisorer og meglere*

Ifølge norske skattemyndigheter ble 7,5 milliarder norske kroner i perioden 2004 til 2009 overført fra Norge til skatteparadis gjennom klientkonti i seks advokatkontorer. Advokater nevnes ofte som profesjonelle aktører som kan bistå med slik planlegging ettersom de har

---

inngående kunnskap om det juridiske rammeverket, samtidig som de treffes av en sterk taushetsplikt. I 2013 ble Norges lov om advokaters konfidensialitet endret, slik at skattemyndigheter nå har lettere tilgang til informasjon om klientkonti (Jacobsen & Ringstad, 2014). Advokaters taushetsplikt i andre land står fortsatt sterkt, og trekkes ofte frem som en av årsakene til begrenset innsyn. I Økokrims trusselvurdering fra 2015-2016 trekkes advokater, regnskapsførere, revisorer og meglere frem som potensielle aktører som kriminelle kan benytte seg av. De kan være involvert i alt fra mindre rådgivning, til mer aktiv deltakelse i tilrettelegging og utførelse av kriminaliteten. Økokrim nevner at denne trenden er økende og at det er unormalt at profesjonelle aktører ikke er involvert (Økokrim, 2015).

### *Formuesforvaltere*

Formuesforvaltere er en gruppe profesjonelle aktører som har fått mer oppmerksomhet de siste årene, men som er mindre kjent i Norge. I London finnes *Society for Trust and Estate Practitioners* (Step) som utdanner studenter til å bli profesjonelle formuesforvaltere. I dag finnes det en akseptert global standard der en sertifiseres i trust-regler, bedriftsrett, forvaltning, finans og regnskap (STEP, 2016). Sosiologen Brooke Harrington begynte i 2007 på sertifiseringsprogrammet for å skaffe seg økt innsikt i dette miljøet som bidro til sosioøkonomiske ulikheter. Hun beskriver formuesforvaltere som aktører som kommer tett på klienten på flere plan, og der en ofte sitter på mye sensitiv informasjon. Arbeidet kan ligne arkitekters arbeid – begge grupper designer komplekse multifunksjonelle strukturer. De finansielle strukturene består av økonomiske ressurser som kobles gjennom organisatoriske enheter, truster, bedrifter og stiftelser. Parallelt med at eksterne forhold endres må strukturene kontinuerlig oppdateres for å tilpasse seg disse. En stor del av jobben krever høy grad av konfidensialitet, og en formuesforvalter fra De britiske Jomfruøyer beskrev yrket sitt slik: «*We're a bit like the consigliere in The Godfather*» (Harrington, 2016). Typiske selskaper som er tilknyttet privat formuesforvaltning er ulike typer partnerskap, samt selskaper med begrenset ansvar for eiere. Det kan være hybridløsninger som kombinerer begrenset ansvar for eiere med stor grad av fleksibilitet i forhold til organisering og skatteplanlegging. Selskapene tilbyr ofte fond, men også andre investeringsmuligheter. Eksempler på dette kan være *LLC*<sup>17</sup>, *LLP*<sup>18</sup>, *LP*<sup>19</sup>, *GmbH*<sup>20</sup> og Trust Company. Blant annet

---

<sup>17</sup> Limited liability company.

<sup>18</sup> Limited liability partnership.

har skotske *LPs* blitt trukket frem som problematiske fordi de ikke er pålagt å offentliggjøre årsrapporter eller hvem som eier selskapene. Mange av disse opererer med ansiktsløse «general»- eller «limited partners» (Tax Justice Network, 2015).

### *Andre tilretteleggere*

Formuesforvaltere kommer tett på klienten på en rekke områder og kan anees som generalister. De benytter seg av flere spesialister og skreddersyr formuesforvaltningen etter klientens preferanser. Blant spesialister finnes det tilbydere og agenter som bistår i registreringsprosessen av selskaper i hele verden. Et eksempel er det britiske selskapet *CFS International Formations* som tilbyr blant annet ferdiglagde strukturer i Storbritannia og utlandet. I Storbritannia tilbyr de «limited»- og partnerstrukturer, samt stiftelser. Med enkle tastetrykk kan man velge mellom selskapsstrukturer eller bankkonti i over 24 utenlandske jurisdiksjoner, blant annet Luxembourg, Seychellene, Nederland, Panama, Delaware med mer. Som tilleggsteneste tilbys «nominees»<sup>21</sup> som vil stå som ansvarlig i selskapets papirer, men som ikke vil legge seg opp i driften av selskapet (*CFS International Formations Limited*, 2016).

### *Banker og forvaltere*

Adgangen til å forvalterregistrere aksjer er tidligere blitt trukket frem som problematisk fordi den reduserer informasjonen om reelt eierskap. I Norge er det ofte banker som opptrer som forvalter av aksjer. Finanstilsynet regulerer praksisen og legger føringer for hva som skal oppgis i kundeforholdet mellom klient og forvalter. Utgangspunktet er at forvalter skal kjenne til reell eier i siste ledd, uavhengig av hvor mange ledd eierskapet går gjennom. Dette skal sikres gjennom avtaler i hvert ledd. Problemet ved praksisen oppstår i de tilfeller der forvalter i første ledd godkjenner forvalterregistrering av aksjer, selv om det kan være usikkert hvem som er reell eier. Dette behandles nærmere i kapittel 4.2.

Tallene i tabell 4.1 er hentet fra Finanstilsynets konsesjonsliste<sup>22</sup> og viser de ti landene med flest godkjente forvaltere av aksjer. Vi ser at landene Storbritannia, Luxembourg, USA og

---

<sup>19</sup> Limited partnership.

<sup>20</sup> Gesellschaft mit beschränkter Haftung.

<sup>21</sup> Nominees er personer som låner ut sitt navn til både styreverv og/eller eier av selskapet. Dette gjør at den reelle eieren kan skjule sin identitet.

<sup>22</sup> Hentet fra Konsesjonsregisteret 18. november 2016.

Sveits skiller seg ut med et stort antall forvaltere. Utover denne listen er det flere forvaltere som befinner seg i land som karakteriseres som skatteparadis<sup>23</sup>, for eksempel Guernsey, Bermuda, Jersey, Hong Kong og Liechtenstein.

Land	Antall forvaltere med konsesjon
Storbritannia	35
Luxembourg	32
USA	26
Sveits	23
Norge	13
Sverige	12
Nederland	12
Frankrike	10
Danmark	9
Belgia	6

Tabell 4.1: Topp ti land med antall godkjente forvaltere (Finanstilsynet, 2016).

## 4.2 Forvalterregistrering

Forvalterregistrering av aksjer er aktuelt i to tilfeller der det skilles på nordmenn og utlendinger, samt norskregistrerte og utenlandskregistrerte selskaper. Utlendinger kan forvalterregistrere aksjer i alle selskaper på Oslo Børs, mens nordmenn kun kan forvalterregistrere aksjer i utenlandskregistrerte selskaper. Per 7. oktober 2016 var 37 av totalt 181 selskaper<sup>24</sup> på Oslo Børs utenlandskregistrerte.

Forvalterregistrering for utenlandske selskaper på Oslo Børs reguleres av vprl. § 6-3, der både utlendinger og nordmenn kan forvalterregistrere aksjer. I vprl. § 6-3 (1) fremgår det at det skal presiseres i verdipapirregisteret at kontoen er en forvalterkonto og hvem som forvalter den. Alle forvaltere må godkjennes av Finanstilsynet, der departementet kan gi forskrift om godkjennelse og tilbakekall av godkjennelse av forvalter. Videre følger det bestemmelser som gir forvalter fullmakt til å råde over beholdninger på kontoen med

<sup>23</sup> Jurisdiksjoner med strenge sekretessregler (NOU 2009: 19). Se definisjon i *kapittel 1.4* og videre omtale i *kapittel 4.2*.

<sup>24</sup> Se *kapittel 7.2.1 Datasett*.

bindende virkning for investor, og en presisering om at aksjer som tilhører forvalter ikke registreres på konto som forvaltes av vedkommende.

Norske selskaper treffes av asal. § 4-10 om forvalterregistrering som representerer et unntak fra hovedregelen i asal. § 4-4. Der står det at bank eller annen godkjent forvalter kan føres inn i aksjeeierregisteret på vegne av *utenlandsk* aksjeeier når aksjene er opptatt til handel på norsk regulert marked. Utenlandsk aksjeeier er definert som selskap registrert i utlandet, med mindre selskapets hovedkontor befinner seg her i riket, samt utenlandsk statsborger som ikke er bosatt her i riket. Som i verdipapirregisterloven stilles det i asal. § 4-10 (2) krav til at aksjeeierregisteret skal inneholde opplysninger om forvalterens navn og adresse samt at denne er forvalter av aksjene. Det skal også til enhver tid opplyses om hvor mange aksjer forvalteroppdraget omfatter. Hvor mange ulike aksjeeiere forvalteroppdraget omfatter fremkommer derimot ikke. Der det i aksjeeierregisteret presiseres at forvalter er forvalter av aksjene, merkes denne med «*nom*», slik at det er tydelig at den ikke er reell eier av aksjebeholdningen. I sitt eget register har forvalter oversikt over aksjebeholdningen til sine kunder. Det medfører at transaksjoner mellom kunder av samme forvalter ikke går gjennom aksjeeierregisteret i VPS, men gjennom forvalters interne systemer. Godkjent forvalter kan i praksis fungere som kontofører også (NOU 2005: 13).

I relasjon til forvalterregistrering og flaggepliktsreglene vil det i praksis være lite forskjell på dette og direkteregistrering. Utgangspunktet er vphl. § 4-3 (1) der vedkommende skal melde flagging uavhengig av om aksjene er forvalterregistrert eller ikke (Finanstilsynet, 2015). I utredningen fra 2005 nevner utvalget:

*«På bakgrunn av at forvalteren ikke er eier av de aksjer vedkommende forvalter, er det aksjeeieren som har flaggeplikt etter verdipapirhandelloven. Tilsvarende påhviler verdipapirhandellovens regler om tilbud- og meldeplikt aksjeeieren uavhengig av hvorvidt vedkommende har registrert sitt aksjeinnehav gjennom en forvalter. Flaggeplikten omfatter alle aksjonærene i selskapet uavhengig av nasjonalitet og bosted, eller i hvilket marked den flaggepliktige transaksjonen foretas» (NOU 2005: 13, s. 19).*

Det synes derfor ikke å foreligge en direkte fordel ved forvalterregistrering knyttet til flaggeplikt og handel. Det bør likevel presiseres at mye av handelen kan skje under første innslagspunkt på fem prosent. Her vil ikke reglene om flaggeplikt ha relevans og investorer



---

kan kjøpe seg opp anonymt gjennom forvalter. I tillegg vil det være mulig å benytte seg av anonymitet der en kjøper seg opp i hvert intervall, så lenge ikke øvre eller nedre grense i intervallet brytes. Anonymitetseffekten synes i dette tilfellet å være noe redusert da en allerede har flagget en eller flere ganger.

#### 4.2.1 Innsyn i forvalterregistrerte aksjer

##### *Innsyn for investorer*

For investorer vil flaggepliktsmeldingene kunne fremstå som et øyeblikksbilde av aksjeandelen til forvalterregistrerte eiere, dersom forvalterregistrert investor handler videre uten å passere flaggegrensene. Det fremgår av asal. § 4-5 at aksjeeierregisteret skal være tilgjengelig for enhver. Dette suppleres av vprl. § 8-2 (1) nr. 5 der alle med hjemmel i lov har rett til å få utlevert opplysninger som finnes i verdipapirregisteret. I aksjeeierregisteret vil det, som nevnt, ikke fremgå hvem som er reell eier bak forvalterkonto, kun at aksjene er forvalterregistrert, navnet på forvalter og hvor mange aksjer forvalteroppdraget omfatter. For andre investorer vil det således være begrenset informasjon tilgjengelig om den forvalterregistrerte aksjeandelen.

Oslo børs vektlegger på sine hjemmesider hvor viktig informasjon av god kvalitet er for noterte selskaper: «*Relevant, samlet og oppdatert informasjon skaper interesse og tillit – og er en forutsetning for likviditet*» (Oslo Børs, 2014). I sin *Investor Relations*-anbefaling fra 2014 beskriver Oslo Børs hvilke punkter av investorinformasjon som bør være tilgjengelige. Anbefalingen erstatter ikke lovgivningen på området, men går i visse tilfeller lenger enn det som er påkrevd av lov. Om informasjon som bør være tilgjengelig om aksje- og egenkapitalbevisiere står det:

- «*En oversikt over de 20 største eierne, som også gir informasjon om hvilke som er registrert på forvalterkonto (nomineekonto). Listen bør holdes oppdatert løpende, eller oppdateres på månedsbasis som et minimum.*»
- «*Med utgangspunkt i hvor stor andel av aksjene som er registrert på forvalterkonto, anbefaler vi at selskapet vurderer om det er hensiktsmessig å publisere en reell eieroversikt basert på de 20 største eierne jevnlig og minst en gang i året*» (Oslo Børs, 2014, s. 7).

Punktene ovenfor er ment for å være en veiledning til hva slags informasjon selskaper bør ha tilgjengelig om eierstruktur. For investor vil slik informasjon være av verdi for deres investeringsbeslutninger. I praksis har de fleste selskap noe av denne informasjonen tilgjengelig, men det er til dels store forskjeller på hvor mange eiere som er oppført, samt hvor oppdatert informasjonen er. Det er mangelfull informasjon om hvilke eiere som er registrert på forvalterkonto, og de færreste selskap har en oversikt over reelle eiere.

### *Innsyn for selskapet*

Selskapene har etter asal. § 4-10 (1) siste setning mulighet til å vedtektsfeste at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres. En slik ordning foregår ved at VPS legger føringer på at alle aksjer må være direkte registrert. Dersom selskapet velger en slik løsning vil det øke verdien av selskapets aksjonærregister. Dette er imidlertid lite brukt i praksis, og nærmere juridiske vurderinger av dette faller utenfor oppgavens omfang.

Det fremgår av asal. § 4-10 (4) at dersom selskapet eller en offentlig myndighet krever det, plikter forvalteren å gi opplysninger om hvem som eier de aksjer oppdraget omfatter, og om hvor mange aksjer hver enkelt eier. Eier av aksjene er her reell eier, slik at selskapet kan nå ut til disse med aktuell og relevant informasjon. Det er imidlertid en rekke praktiske problemstillinger knyttet til reelt eierskap. Vurderinger av dette følger under i *innsyn for kontrollmyndigheter*.

### *Innsyn for kontrollmyndigheter*

I vprl. § 6-3 (4) fremgår det at forvalter plikter å gi opplysninger om de reelle eierne i samme omfang som VPS plikter å gi opplysninger etter § 8-2. Tilsvarende som for selskap, stiller asal. § 4-10 (4) krav til forvalter om å oppgi hvem som eier aksjene samt hvor mange aksjer hver enkelt eier dersom offentlig myndighet krever det. Eksempler på offentlige myndigheter som kan kreve innsyn er Økokrim, Finanstilsynet og Skatteetaten. Der myndighetene krever innsyn må de kontakte forvalter som er pliktig til å fremskaffe relevant informasjon. Det er Finanstilsynet som regulerer forvalterkontoordningen i praksis, og som godkjenner forvaltere på bakgrunn av gitte krav. Kravene som stilles er blant annet at det registreres opplysninger om eiers fulle navn eller foretaksnavn, fødselsnummer, organisasjonsnummer, D-nummer eller annen identitetskode, fast adresse og statsborgerskap eller registreringsland for juridisk person (Finanstilsynet, 2016). I veiledningsskrivet til søknad om tillatelse til å være forvalter, uttaler Finanstilsynet følgende om reelt eierskap og forvalterregistrering i flere ledd:

---

*«I tilfeller hvor det foreligger forvalterregistrering i flere ledd, dvs. at forvalterens kunde ikke er den reelle eier av de finansielle instrumentene, vil forvalteren måtte påse at det foreligger en legal basis for at «kunder i hvert ledd» er forpliktet til å oppgi identiteten til sine respektive kunder på forespørsel fra forvalteren. Dette vil bl.a. forutsette at det foreligger forhåndssamtykke fra kundene i de tilfeller hvor en eller flere underforvaltere er underlagt sekretessebestemmelser» (Finanstilsynet, 2016).*

Dette er krav som stilles, slik at offentlig myndigheter som krever innsyn i forvalterregistrerte aksjer faktisk får den informasjonen de etterspør. Om forvalters plikt til å ha oppdatert informasjon om underforvaltere og transaksjoner mellom disse, ble det i utredningen fra 2005 sagt følgende:

*«En slik plikt vil i praksis være vanskelig å oppfylle, og i enkelte tilfeller vil den antakelig umuliggjøres av taushetspliktrekler og regler om banksekretesse. Det nevnes at forvalteren i praksis ofte ikke vet om oppdragsgiver er den egentlige eier av aksjene som er registrert på vedkommende. Videre er det lite sannsynlig at forvalteren gjøres kjent med transaksjoner som skjer i eventuelle underledd» (NOU 2005: 13, s. 59).*

I tillegg til forvalterkontoens anonyme natur, problematiseres dette ytterligere ved at leddene av eierskap kan gå gjennom selskapsstrukturer, truster og skatteparadis som gjør bildet mer komplekst. Dette forklares senere i oppgaven.

#### **4.2.2 Aksjonærrettigheter for forvalterregistrerte aksjer**

Aksjonærrettigheter er betegnelsen på rettigheter som tilhører den enkelte eier av aksjer i et selskap. Vi skiller mellom forvaltningsrettigheter, disposisjonsrettigheter og økonomiske rettigheter (Woxholth, 2009). Forvaltningsrettigheter omfatter utøvelsen av rettigheter på generalforsamling, herunder stemmeretten. Det er stemmeretten for forvalterregistrerte aksjer vi ser nærmere på her.

I asal. § 4-2 stilles innføring i aksjeeierregisteret som vilkår for utøvelse av eierrettigheter. Ettersom det er forvalter som er registrert i aksjeeierregisteret mister reell eier stemmeretten. Dette suppleres av asal. § 4-10 (3) der det fremgår at forvalter ikke kan utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å motta utbytte eller andre utdelinger på de aksjer

forvalteroppdraget omfatter, herunder tildeling av nye aksjer ved kapitalforhøyelse. Dette innebærer at investor gjennom forvalterregistrering av aksjer gir avkall på muligheten til å stemme på generalforsamling. Dersom investor ønsker å bruke stemmeretten, må eierskapet omregistreres til en VPS-konto i eget navn som nevnt ovenfor. Forvalterregistreringen må da oppheves, og selskapene stiller gjerne krav til hvor mange dager dette må gjøres i forkant av generalforsamling (DNB ASA, 2016). Det knytter seg derimot usikkerhet til om midlertidig flytting av aksjer fra forvalterkonto til eget navn gir rett til å stemme. Hvis intensjonen bak flyttingen av aksjene kun er ment for å oppnå stemmerett på generalforsamling, før en så omregistrerer til forvalter i etterkant, synes det å være uklart om en har stemmerett eller ikke, jf. de tre eksemplene nedenfor.

I innkalling til generalforsamling er praksis blant selskap på Oslo Børs å informere om forholdet mellom stemmerettighet og forvalterkonto. Under gir vi tre eksempler på innkalling til generalforsamling i 2016.

Statoil ASA sendte følgende innkalling til generalforsamling:

*«Dersom aksjer er registrert i VPS på en forvalter, jf. allmennaksjeloven § 4-10, og den reelle aksjeeieren ønsker å avgi stemmer for sine aksjer, må den reelle aksjeeieren omregistrere aksjene på en separat VPS-konto i den reelle aksjeeierens navn forut for avholdelse av generalforsamlingen. Hvis eieren kan godtgjøre å ha tatt slike skritt og at vedkommende har en reell aksjeeierinteresse i selskapet, kan eieren etter selskapets beslutning stemme for aksjene. Beslutninger om stemmerett for aksjeeiere og fullmektiger treffes av møteåpner, hvis beslutning kan omgjøres av generalforsamlingen med alminnelig flertall» (Statoil ASA, 2016).*

Dette taler for at Statoil kan reservere seg mot at aksjeeiere som nylig har flyttet sine eierandeler fra forvalter til eget navn for å stemme på generalforsamling, og ikke synes å ha en reell eierinteresse i selskapet kan nektes stemmerett (UiO, 2016).

DNB ASA sendte denne innkallingen til generalforsamling: *«Forvaltere kan ikke møte eller avgi stemme på generalforsamlingen for aksjer som er registrert på særskilt nominekonto. I slike tilfeller må den enkelte aksjeeier overføre aksjene til en konto i sitt eget navn for å kunne møte og stemme» (DNB ASA, 2016).* Det fremgår av dette at aksjeeier midlertidig kan flytte aksjer til egen konto for å oppnå stemmerett. I motsetning til i Statoil stilles det her ikke krav om at eier må ha langsiktig og reell eierinteresse i selskapet. Etter

---

generalforsamling vil eier kunne flytte aksjene tilbake til en forvalterkonto.

Yara International ASA sendte følgende innkalling til generalforsamling: «*Den reelle aksjeeieren må medbringe en skriftlig bekreftelse fra forvalteren på at aksjeeieren er den reelle aksjeeier, samt en erklæring fra aksjeeieren selv på at han er den reelle eier av aksjene*» (Yara International ASA, 2016). Utsagnet viser at Yara lempet mer på kravene enn de foregående selskapene, ettersom aksjeeier nå kun trenger en skriftlig bekreftelse fra forvalter på at en er reell eier for å oppnå stemmerett. Prosessen her synes å være vesentlig enklere enn for aksjeeiere i Statoil. Reelt sett kan det virke som praksis hos Yara strider mot kravet om at eierskapet skal innføres i aksjeeierregisteret, ettersom det her er forvalter som er oppført som eier, uavhengig av skriftlig bekreftelse og erklæring.

Forarbeider og juridisk litteratur trekker i retning av at det ikke er mulig å stemme der aksjene er forvalterregistrert, men det gis ikke noe klart svar på problemstillingen ettersom vurderingene er noe uklare (UiO, 2016). Utsagnene ovenfor viser også at det er betydelige praktiske forskjeller i markedet knyttet til vurderingen av stemmerett og forvalterregistrering. En konsekvens av dette er at det ved forvalterregistrering foreligger usikkerhet om en har stemmerett eller ikke, og om praksis for midlertidig flytting av aksjer.

Uavhengig av juridiske vurderinger og praksis i markedet fremstår det som tydelig at dersom aksjeeier vil stemme på generalforsamling må en bekrefte eget navn og at en er reell eier av aksjene. Dette reduserer anonymiteten til eiere av forvalterregistrerte aksjer i de tilfeller der eier ønsker å utøve aktivt eierskap.

## 4.3 Andre metoder

### 4.3.1 Investeringskonto

Flere banker tilbyr i dag noe de kaller for kapitalforsikring med investeringsvalg. Produktet kalles ofte for investeringskonto, og har flere likhetstrekk med forvalterkonto. DNB, Netfonds og Nordnet er eksempler på aktører som tilbyr produktet som har til hovedhensikt å gi privatinvestorer utsatt skattefordel<sup>25</sup>. I praksis er det kunden selv (forsikringstaker) som forvalter kapitalen og det er kunden som bærer risikoen. Det spesielle med denne

---

<sup>25</sup> Gevinst beskattes kun ved uttak fra kontoen.

organiseringen er at kontoen inneholder en dødsfallforsikring på en prosent av forsikringsverdien som tilfaller den eller de som er begunstigede i avtalen, i tillegg til verdien av kontoen. Det betales som regel en forsikringspremie månedlig eller årlig. Det er disse to faktorene som gjør at produktet formelt havner inn under livsforsikring. Tilbydere av dette produktet har ulike føringer på hvilke investeringer man kan foreta. For eksempel er det ikke lov til å belåne investeringene eller short-selge<sup>26</sup>. Noen tilbydere legger også restriksjoner på kjøp av enkeltaksjer<sup>27</sup>. Det finnes ingen øvre grense for kjøp av aksjer gjennom en investeringskonto, men i praksis er det livsforsikringssekskapet som står som formell eier i aksjeeierregisteret. Norske myndigheter har innsynsrett, men for andre investorer vil innehavere av disse kontiene fremstå som anonyme. Det er i midlertid visse begrensninger knyttet til denne kontoen. Blant annet er det kun privatpersoner som kan opprette konto, og de vil heller ikke ha stemmerett på generalforsamling (DNB Livsforsikring AS, 2015).

#### **4.3.2 Skatteparadis, sekreterie og komplekse selskapsstrukturer**

Definisjonen av et skatteparadis er noe uklar. I dagligtale er det et ord som gjerne brukes om avgrensede geografiske områder med lavt skattenivå. I utredningen *Skatteparadis og utvikling* fra 2009 nevner utvalget at det er kombinasjonen av sekreterie og tilnærmet nullskattevilkår som kjennetegner et skatteparadis. Skatteparadis betegnes også som «lukkede jurisdiksjoner» der sekretessreglene er utformet på en slik måte at de hindrer innsyn i informasjon. Dette kan være alt fra mer overordnede regler til den direkte pålagte taushetsplikten som påhviler hver enkelt ansatt (NOU 2009: 19). Vi bruker begrepene skatteparadis eller sekreterie jurisdiksjon videre i utredningen.

Som et symbol på omfanget av skjult eierskap i skatteparadis, nevnes ofte kontorbygningen «Ugland House» på Caymanøyene med rundt 18 000 registrerte selskaper. President Obama uttalte følgende under en debatt i 2008: «*That's either the biggest building or the biggest tax scam on record*» (Obama, 2008). Et mindre kjent eksempel på et skatteparadis er øystaten Cook Islands. Staten ligger i Stillehavet, nordøst for New Zealand med naturlig geografisk isolasjon fra andre steder. Det betyr at dersom en ønsker å få utlevert informasjon om truster

---

<sup>26</sup> Short-selge vil si å låne aksjer som så selges, for deretter å kjøpe tilbake aksjene til (forhåpentligvis) en lavere pris senere.

<sup>27</sup> For eksempel tillater ikke Nordnet at en kjøper Nordnet-aksjen.

eller andre selskapsstrukturer på Cook Island, må en sende kyndige fagfolk på en lengre reise. Saken vil så behandles med utgangspunkt i lokale lover og regler, og som ikke nødvendigvis favoriserer utenlandske myndigheter som krever utlevering av informasjon (Harrington, 2015). I studien *The Price of Offshore* av TJN, ble det anslått at det fantes mellom 21 000 og 32 000 milliarder dollar i private, finansielle verdier i skatteparadis<sup>28</sup> i 2010. De finansielle verdiene var eid av «rike individer» og utelot verdier i eiendom og yachter (TJN–Norge & Changemaker, 2012). I etterkant av Panama Papers-avsløringen har EU-landene vedtatt at det skal opprettes et register over skatteparadis. Landene må først bli enige om definisjonen av et skatteparadis, men skal etter planen være ferdige med registeret i løpet av 2017 (Torset, 2016).

Definisjonen av et skatteparadis er ikke absolutt, og en rekke andre land enn de klassiske skatteparadisene kan ha innslag av sekretesseregler som isolert ligner de en finner i skatteparadis. Det finnes også land med løsninger som muliggjør gjennomstrømming av overskudd og kapital, og der dette sluses inn i land med lavt skattenivå. Dette har til hensikt å undergrave skattegrunnet både i kildestaten<sup>29</sup> og hjemstaten<sup>30</sup> ved hjelp av mellomliggende selskap. Ofte er dette holdingselskap med begrenset aktivitet og virksomhet i gjennomstrømningsstaten. Det legges da til grunn at gjennomstrømmingsselskapet er hjemmehørende i det enkelte land etter skatteavtalen, og at selskapet er rettmessig eier av inntektene (NOU 2009: 19). Nederland er blant landene som nevnes som en slik gjennomstrømningsstat, med et bredt nettverk av skatteavtaler med skatteparadis. Det er viktig å understreke at denne metoden ikke er ulovlig, men kun et eksempel på muligheten internasjonale selskaper har til å minimere selskapsskatten. Da Barack Obama la frem forslag til tiltak mot skatteparadis i 2009, ble det pekt på at en tredjedel av alt overskudd opptjent i utlandet av amerikanske selskaper kom fra lavskattelandene Bermuda, Nederland og Irland (NOU 2009: 19).

Problemet med skatteparadisene er at regler og systemer legger til rette for komplekse selskapsstrukturer som muliggjør ulovlig virksomhet. Årsaken til at slike strukturer tillates kan være flere, blant annet et ønske om at samfunnet skal fungere gjennom et næringsliv

---

<sup>28</sup> Etter TJNs definisjon av skatteparadis.

<sup>29</sup> Den staten inntekten skriver seg fra (Skatteetaten, 2015).

<sup>30</sup> Staten hvor person eller selskap er skattepliktig bosatt i (Skatteetaten, 2015).

som sikrer arbeidsplasser og tilgang til viktige ressurser i andre land (TJN–Norge & Changemaker, 2012). En vanlig modell i skatteparadisene er «ring-fencing». Det vil si at utenlandske selskaper og deres eiere favoriseres på bekostning av lokale innbyggere- og selskaper. Akerlof, Spence og Stiglitz viste at privat informasjon hemmer effektive markeder. Det er denne private informasjonen skatteparadisene selger til utlendinger gjennom et lovverk der de økonomiske realitetene skjules (Schjelderup, 2016). Eksempler på dette kan være at profesjonelle stråmenn tillates å opptre som aksjonærer og styremedlem i utenlandske selskaper. Blant annet hadde tre stråmenn på Seychellene 4000 styreverv hver i selskaper eid av norske DNB-kunder (Carlsen, 2016). Det er også vanlig med restriksjoner på at utenlandske selskaper ikke kan drive lokal virksomhet i skatteparadisene, men der de til gjengjeld får gunstige skattereduksjoner. Det er dette som gjør at selskaper i skatteparadis omtales som skall-selskaper eller postboks-selskaper. Selskapene registreres ofte som holdingselskap, der de mottar utbytte fra patenter og gevinster ved salg av aksjer i datterselskaper (Schjelderup, 2016). Utenlandske selskaper i skatteparadis tillates også i visse tilfeller å bruke selskapsforkortelser fra andre land, noe som gjør det lettere å skjule selskapets virkelige opprinnelse (Schjelderup, 2011).

«Round tripping» er et begrep som brukes om en sekvens aktiviteter der en person eller et selskap flytter penger ut av et land og inn i ett eller flere selskaper i skatteparadis. Videre investeres pengene tilbake til hjemlandet, der vedkommende nå synes å være en utenlandsk investor (Jacobsen & Ringstad, 2014). Fordelene er at det kan foreligge gunstige skattereduksjoner for utlendinger, eller at en kan forvalterregistrere aksjer i norske ASA på Oslo Børs<sup>31</sup>.

### *Trust*

En selskapsstruktur som ofte nevnes i sammenheng med skatteparadis er «truster». En trust er en spesiell form for stiftelse, der det kan være vanskelig å se koblingen til reelle eiere. I utredningen *Skatteparadis og utvikling* defineres trust på følgende måte:

*«En trust er en formuesmasse der den formelle og legale eier av midlene («trustees» eller forvalterne), har forpliktet seg til gjennom avtale å råde over formuen til beste for de som etter stiftelsesgrunnlaget (stiftelsesavtalen eller trustavtalen/«trust deed»),*

---

<sup>31</sup> Se kapittel 4.2 Forvalterregistrering.



---

*er utpekt til å nyte godt av trustens midler («beneficial owners» eller benefisielle/tilgodesette eiere» (NOU 2009: 19, s. 38).*

I praksis vil det si at det formelle eierskapet holdes av forvalter som utøver eierrådighet – i samsvar med stiftelsesforutsetningene – på vegne av tilgodesett eier (NOU 2009: 19). Flere formelle ledd av eierskap, i tillegg til forvalteres taushetsplikt medfører at reelt eierskap ofte er skjult.

Eksemplene ovenfor viser noen strukturer som muliggjør anonymisering av eier. Fellesnevneren for strukturene er at de tilbys i skatteparadis og/eller land med strenge sekretesseregler. Alternativt fungerer skatteparadisene som endestasjon for selskapsstrukturer i andre land, der informasjon om reell eier tilsløres eller holdes hemmelig. Dersom disse strukturene brukes i kombinasjon med flere lag av forvalterkonti, vil det være tilnærmet umulig å finne reell eier av aksjer på Oslo Børs.

## 5. Konsekvenser av skjult eierskap

Skjult eierskap er, som tidligere nevnt, problematisert en rekke ganger i nasjonale og internasjonale rapporter og utredninger. En fellesnevner i disse er at skjult eierskap tilslører koblinger mellom investorer, selskap og andre aktører. Dette medfører at aktører kan bedrive kriminelle handlinger med lav risiko for å bli avslørt. Et annet poeng er at strenge sekretesseregler i skatteparadis forhindrer andre stater å få tak i informasjonen de trenger for å straffeforfølge kriminelle. Videre fører skjult eierskap til mangelfull og asymmetrisk informasjon<sup>32</sup>. Dette kan påvirke beslutningene som tas, der resultatet blir en mindre gunstig allokering av ressurser. I tilfeller der en innhenter informasjon for å rette opp i dette, foreligger det ofte betydelige transaksjonskostnader<sup>33</sup>. Videre i kapittelet gjør vi rede for de ulike konsekvensene av skjult eierskap. Først ser vi nærmere på konsekvenser for investor, deretter for selskap, før vi til slutt ser på konsekvenser for samfunn og kontrollmyndigheter. Noen av konsekvensene vil gjelde flere aktører.

### 5.1 Konsekvenser for investorer

«Kunnskap er makt», er et velkjent sitat fra den britiske filosofen Francis Bacon fra 1597. I aksjemarkedet er det ingen tvil om at informasjon og kunnskap er verdifullt. Selv et lite informasjonsfortrinn kan bety enorme forskjeller mellom de som vinner og de som taper i dette markedet – eksemplifisert ved at innsidehandel er særskilt regulert. Informasjonsasymmetri mellom ulike aktører er et brudd på frikonkurransmodellens forutsetninger, og vil kunne ha betydning for tilbud og etterspørsel av aksjer, direkte kostnader for markedsovervåkning og andre markedsfriksjoner (Osmundsen, 2002).

#### *Markedseffisiens*

Teorien om markedseffisiens går ut på at aksjekurser fullt ut reflekterer all tilgjengelig informasjon om aksjens fundamentale verdi. Man skiller mellom sterk, semi-sterk og svak form. Ved sterk form reflekterer aksjekursen all offentlig og privat informasjon, inkludert innsideinformasjon (Fama, 1970). Dersom denne hypotesen er korrekt, vil ingen ha incentiv

---

<sup>32</sup> Aktører sitter på ulik informasjon.

<sup>33</sup> Foreligger en friksjon eller markedssvikt i leveransen, for eksempel avtale-, informasjons- og søkekostnader.

til å analysere ny informasjon fordi denne informasjonen allerede vil være reflektert i aksjekursen. Det paradoksale i denne teorien, også kalt effisiens-paradokset, er at markedet er effisient nettopp fordi det er mange som ikke tror at det er det. For at aksjekurser skal reflektere ny og relevant informasjon må det være tilstrekkelig med investorer som analyserer dette og agerer på bakgrunn av at de mener den nye informasjonen er positiv eller negativ for aksjen (Grossman & Stiglitz, 1980). Endringer i eierforhold er informasjon som beviselig påvirker aksjekurser, og vil derfor være av verdi for investorer (Becker, 2012). NOU 2005: 13 eksemplifiserer utlendingers adgang til å skjule oppkjøps- og nedsalgsstrategier, og at forvalterregistreringsadgangen reduserer informasjonsverdien til aksjonærregisteret. Mangelfull informasjon om eierstruktur drar i retning av at teorien om markedseffisiens ikke gjelder, i hvert fall på sterk form. Det skaper også asymmetrisk informasjon ved at skjulte eiere vet om seg selv i tillegg til alle ikke-skjulte, mens de som ikke skjuler seg vet kun om hverandre.

### *Lavere tillit til markedet og økt usikkerhet*

Åpenhet muliggjør kontroll og skaper tillit. Dette er hovedårsaken til at skattematene i Norge publiseres hvert år (Skatteetaten, 2016). På samme måte vil åpenhet i finanssektoren bidra til å skape tillit, noe Oslo Børs poengterer på deres egen hjemmeside: «*For at det skal være tiltro til markedsplassens integritet er det en forutsetning at prisdannelsen i de noterte papirer er korrekt og at alle i markedet har lik informasjon*». For å sikre et mest mulig velfungerende marked bruker Oslo Børs store ressurser på markedsovervåkning (Oslo Børs, 2016). Likevel har de ikke innsynsrett i hvem som står bak en forvalterkonto (Sættem, 2015). Markedsovervåkingen på Oslo Børs bekrefter problemet knyttet til forvalterkonto i rapporten *Skjulte eiere*, der de uttaler følgende:

*«I de fleste land er det ikke nødvendigvis et krav at investorer må fremstå med eget navn. Stort sett er det egentlig bankene som fremstår som eiere. Hvem som er bakenforliggende eiere er en sak mellom kundene og bankene. Når det gjelder de største utenlandske eierne, kan de være like skjult i Norge som alle andre steder i verden, fordi det er bankene som fremstår som eiere. Dette kan også gjelde nordmenn som er bosatt i utlandet eller som har selskaper i utlandet»* (Jacobsen & Ringstad, 2014, s. 19).

Manglende informasjon om eierstruktur bidrar til å øke usikkerheten for investor. For eksempel gjør skjult eierskap det vanskeligere å avsløre ulovlig innsidehandel, noe som kan

svekke tilliten til markedet (Svarva, 2016). Redusert tillit betyr økt risiko, noe investorer må få betalt for å påta seg hvis man skal investere i et selskap. Denne betalingen skjer gjennom høyere avkastningskrav og lavere aksjekurser (Gjedebo & Øverland, 2006). Et annet eksempel på risikoøkende faktorer knytter seg til stemmerett på generalforsamlinger<sup>34</sup>. En investor av litt størrelse vil se på det som problematisk hvis andre kan kjøpe seg opp anonymt, omregistrere andelen, for slik å oppnå stemmerett og påvirke avstemningen på generalforsamling. Skjulte eierstrukturer gjør det også vanskelig å kontrollere at internprisingen<sup>35</sup> i selskaper skjer etter prinsippet om armlengdes avstand<sup>36</sup>. «Stålmannen-saken», hvor gründeren Wolfgang Schmitz tappet Nordic Intertrade for 320 millioner kroner, er et eksempel på dette. Her benyttet Schmitz seg av selskaper på Kypros og Isle of Man for å sende fiktive fakturaer til selskapet over en lengre periode (Jacobsen & Ringstad, 2014). Denne saken er et godt eksempel på potensiell risiko skjult eierskap medfører for investorer.

Et av hovedargumentene som brukes for å forsvare forvalterregistrering av aksjer er at ordningen bidrar til å tiltrekke seg utenlandsk kapital. Dette argumentet ble trukket fram ved både opprettelsen av VPS i 1985 og i NOU 2005: 13. Som nevnt i kapittel 2.2 la også Finansdepartementet særlig vekt på at utlendinger var viktig for likviditeten i det norske markedet, da de vurderte fordeler og ulemper ved forvalterkontoordningen. Det ble lagt vekt på at utlendinger er vant til forvalterkonti fra sine hjemland, samtidig som det å bruke forvalter reduserer det praktiske arbeidet knyttet til registreringer, utbetalinger og emisjoner. Per 31. desember 2015 eide utlendinger 36,8 prosent av den totale markedsverdien på Oslo Børs, og er derfor den største kategorien av eiere foran stat og kommune med 33,5 prosent (Oslo Børs, 2016). Hvis utlendinger ville valgt å investere andre steder dersom de ikke hadde adgang til å forvalterregistrere aksjer, kunne dette resultert i en reduksjon i likviditeten på Oslo Børs. Mer åpenhet, ved avskaffelse av forvalterkontoordningen, ville således indirekte økt likviditetspremien investorer krever (NBIM, 2010). En mulig løsning på problemet som fremmer åpenhet om eierstruktur, samtidig som ordningen opprettholdes, er at det stilles krav til forvaltere om å holde offentlige lister over reelle eiere.<sup>37</sup> Selv om argumentet om økt

---

<sup>34</sup> Se kapittel 4.2.2 *Aksjonærrettigheter for forvalterregistrerte aksjer*.

<sup>35</sup> Prisen på varer og tjenester ved transaksjoner mellom tilknyttede selskap (KPMG, 2016).

<sup>36</sup> «At prisene som settes på konserninterne transaksjoner skal være i samsvar med det to uavhengige parter ville ha avtalt i sammenlignbare situasjoner» (KPMG, 2016).

<sup>37</sup> Register over reelle eiere er vedtatt i EU og Stortinget i 2015. Se kapittel 2.2 *Nasjonal debatt*.

---

likviditet ikke går på skjult eierskap i seg selv, går det på å opprettholde en ordning som bidrar til å skjule eierstrukturen på Oslo Børs.

## 5.2 Konsekvenser for selskap

### *Kontakt med aksjonærer*

Ofte ønsker selskaper å komme i kontakt med sine eiere. Spesielt gjelder dette i forhold til generalforsamlinger, men det kan også være aktuelt ved andre anledninger. For eksempel er det naturlig å kontakte eksisterende aksjonærer i forbindelse med emisjoner eller andre restruktureringsplaner. Dersom selskapet krever innsyn, har forvaltere etter lov opplysningsplikt om hvem som er eier av aksjene.<sup>38</sup> I praksis foreligger det ofte mangelfull informasjon om reelle eiere hos forvaltere. Som et resultat av dette finnes det i dag aktører som tilbyr produkter som skal gjøre rede for reelt eierskap. VPS tilbyr et slikt produkt til selskap som ønsker å finne ut hvem som står bak de ulike forvalterkontiene i aksjonærlistene. Produktet er et samarbeid med *Richard Davis Investor Relations* som er et London-basert analysemiljø. I produktbeskrivelsen gir Investor Relations-kontakten i Höegh LNG en kommentar hvor han påpeker at produktet hjelper dem til å holde tett kontakt med aksjonærmassen i selskapet (VPS, 2016). Noen ganger vil produktet kunne tilføre kunden informasjonsverdi, mens informasjonen andre ganger vil være mangelfull. Hvis det var tilfellet at kommersielle aktører kunne tilby kunder 100 prosent transparens om eieres reelle identitet, ville ikke problematikken med forvalterkonto og skjult eierskap vært et tema. Uavhengig av kvaliteten på produktet, må selskaper betale penger for å få tilgang til dette. Dette er en transaksjonskostnad som knytter seg direkte til redusert informasjon på grunn av forvalterkontoordningen. Selskap med en stor andel anonyme eiere vil ha en mer tid- og ressurskrevende oppgave med å komme i kontakt med disse.

### *Konkurransesvridning*

En annen konsekvens av skjult eierskap går på konkurransen mellom ulike selskaper. For å ha et velfungerende næringsliv er det viktig at selskaper treffes av mest mulig like konkurransevilkår. Selskapet som er det mest innovative og produktive burde tenkes å være det som også er mest lønnsomt. Dagens system gjør det mulig for multinasjonale selskaper å

---

<sup>38</sup> Se kapittel 4.2.1 *Innsyn for selskap*.

tilpasse sine aktiviteter etter ulike lands lover og regler. Dette bidrar til en konkurransevridning fra innovasjon og produktivitet til minimering av skatt. I hovedsak går dette på å flytte overskudd fra høyskatteland til lavskatteland gjennom internprising og tynn kapitalisering<sup>39</sup>. Skjult eierskap gjør det også vanskeligere å vurdere om transaksjoner følger prinsippet om armlengdes avstand.

### 5.3 Konsekvenser for samfunn og kontrollmyndigheter

Norge som land er avhengig av at det er god likviditet i aksjemarkedet på Oslo Børs. Dette sikres som nevnt ved et robust og transparent marked der investorer har tillit til markedsplassen og kontrollmyndighetene. Utenlandske investeringer kanaliseres ofte gjennom aksjemarkedet på Oslo Børs, og disse er viktig for å opprettholde og utvikle dagens velferdssamfunn. Samtidig er en del av investeringene skjult gjennom ulike investeringskanaler. Et sentralt moment ved skjult eierskap er at det skapes en informasjonsasymmetri som gjør det mulig å skjule ulovlig virksomhet. Økokrim nevner i sin trusselvurdering fra 2015-2016 at *«områder med svak transparens tiltrekker seg lovbrudd og utgjør drivere for kriminalitet»* (Økokrim, 2015, s. 6). Dette kan skade velferdssamfunnet gjennom reduserte skatter, menneskerettighetsbrudd, miljøskader og andre konsekvenser av kriminell aktivitet.

#### *Tilsløring av koblinger mellom investor, selskap og offentlige ansatte og/eller politikere*

En konsekvens av skjult eierskap er at forbindelser til individer med beslutningsmyndighet tåkelegges. Dette kan være problematisk i etterprøvingen og kvalitetssikringen av habilitetsvurderinger, ettersom offentligheten ikke kjenner til vedkommendes egeninteresse. Problemet ligger i at offentlig ansatte og politikere med private næringsinteresser kan utnytte sin stilling til å berike seg selv. Dette kan for eksempel være gjennom selskaps- og bransjereguleringer som gir økonomiske fordeler. Panama Papers avslørte blant annet at den islandske statsministeren hadde tilknytning til et utenlandsk selskap på De britiske Jomfruøyene, og som ingen visste om. Etter de islandske bankenes kollaps i 2008 fremsatte statsministerens selskap et krav på konkursboet. Samtidig var statsministeren og myndighetene i forhandlinger om oppgjøret med andre kreditorer (Aale et al., 2016). Et

---

<sup>39</sup> Tynn kapitalisering kan sees på som en skattemotivert tilpasning av egenkapital og lån (Falck-Ytter, 2005).

---

annet problem med skjult eierskap knytter seg til prosessen rundt offentlige anbud. Der det kun er to tilbydere og disse i virkeligheten har samme eier, kan det skapes en fiktiv konkurranse som er til gunst for den skjulte eieren.

### ***Skatteunndragelse- og unngåelse***

Multinasjonale selskaper benytter seg av skatteplanlegging for å minimere selskapsskatten. Selv om dette i utgangspunktet er lovlig, er det i en etisk gråsoner. I 2013 ble det uttalt følgende i G20-deklarasjonen<sup>40</sup>: «*Profits should be taxed where economic activities deriving the profits are performed and where value is created*» (Jacobsen & Ringstad, 2014, s. 10). Samtidig fører praksisen til kapitalflyt på tvers av land som gjør at ulovlig skatteunndragelse kan bli vanskeligere å oppdage. Globalisering og økt grad av konserndannelse har gjort internprising til et av de viktigste internasjonale skattespørsmålene. Prisen påvirker den skattepliktige inntekten og har relevans for størrelse på beskatning og hvor beskatningen inntreffer. Ifølge Skatteetaten skulle 14 milliarder kroner fra multinasjonale selskaper i Norge i 2012 og 2013 vært skattlagt (Finansdepartementet, 2014). Skjult eierskap fører også til skatteunndragelser av personlige skattytere i Norge. Økt fokus på skatteunndragelser samt muligheten til frivillig retting av skjulte formuer og inntekter, førte i første halvår 2016 til 206 ferdigbehandlede saker med samlet vedtak på åtte milliarder kroner i formue og 263 millioner i inntekt (Ørvik, 2016). Ved både skatteunndragelse og skatteunngåelse er konsekvensen at velferdssamfunnet får reduserte skatteinntekter som kunne vært brukt til fellesgoder og utjevning av inntektsforskjeller.

### ***Innsidehandel***

Både Oslo Børs og Finanstilsynet har utviklet retningslinjer som skal redusere muligheten til å bedrive ulovlig innsidehandel. Reglene som regulerer dette er gitt i verdipapirhandelloven. For at kontrollmyndighetene skal oppdage innsidehandel er det nødvendig å kjenne til investorers identitet, selskapsverv og andre koblinger til bedrifter. Dersom identitet eller koblingene går gjennom flere lag av selskapsstrukturer kan det gjøre det vanskeligere å oppdage ulovlig innsidehandel.

---

<sup>40</sup> En institusjon bestående av finansministre og sentralbanksjefer fra 20 store land.

### *Hvitvasking, korrupsjon og annen kriminell aktivitet*

I sin trusselvurdering fra 2015-2016 nevner Økokrim som en økende trend at økonomisk kriminalitet utføres av organiserte kriminelle og profesjonelle medhjelpere. De ser også en økt trussel for at norske banker vil bli brukt som mellomledd, både for transitt, for å tilsløre midlers opprinnelse og til oppbevaring av utbytte for utenlandske kriminelle. Adgangen til informasjon om reelle eiere, eierstruktur og transaksjoner er av stor betydning for innsatsen mot kriminaliteten (Økokrim, 2015). Graden av hvor skjult eierskapet er påvirker informasjons- og søkekostnadene. Informasjonsinnhenting kan kreve store ressurser både i form av tid og penger, samtidig som det ikke er gitt at en får tak i ønsket informasjon. Omsetningen fra kriminell virksomhet og korrupsjon hvitvaskes og bringes inn i den lovlige økonomien. Dette kamufleres oftere gjennom transaksjoner som fremstår som reelle i det offentlige rom, men som i realiteten er fiktive. Økokrim ser en økt trend av at penger fra ulovlig virksomhet i utlandet – gjerne skatteparadis – investeres i ulønnsomme og urealistiske prosjekter i Norge. Det gjør at kriminelle får hvitvasket oppgjøret, samtidig som de oppnår kredittverdighet (Økokrim, 2015). I 128 av de 150 største og mest kjente tilfellene av politisk korrupsjon i verden, ble korrupsjonsutbetalingene utført gjennom selskapsstrukturer som skjulte eierskapet – mange av disse med koblinger til skatteparadis (Willebois, Halter, Harrison, Park, & Sharman, 2011).

### *Menneskerettighetsbrudd og miljøskader*

Der det er skjult eierskap kan det tenkes at aktører i mindre grad bryr seg om overholdelse av menneskerettigheter og miljøregler, ettersom deres omdømme ikke påvirkes direkte. Økt åpenhet om eierstruktur kan derfor ha en preventiv effekt på aktivitet som bryter med disse reglene. I tilfeller der det foreligger brudd på menneskerettighetene vil det være vanskeligere for de som er rammet å stille de egentlige eierne til ansvar hvis eierskapet er skjult (Jacobsen & Ringstad, 2014). Dette gjelder også der det er begått miljøkriminalitet og en har behov for å sanksjonere de som har begått lovbruddet. Skjulte eiere kan da tappe selskaper for ressurser slik at det ikke er midler igjen til å betale bøtene.



---

## 6. Tax Justice Network – Financial Secrecy Index

I vår analyse skal vi bruke TJNs FSI som et mål på hvor skjult eierstrukturen er på Oslo Børs. Dette gjør vi ved å bruke personlige og selskapsrettslige investorers registrerte land i norske ASA, der vi tillegger hvert enkelt land en sekretessscore beregnet av TJN. Under følger en mer detaljert beskrivelse av hva som ligger til grunn for indeksen generelt og sekretessscore.

### 6.1 Om TJN

TJN Norge er en del av et større internasjonalt nettverk kalt *Global Alliance for Tax Justice*. Dette nettverket ble stiftet i 2003, og har forgreininger til alle kontinenter. Deres hovedformål er å jobbe for global skatterettferd. Dette innebærer å fremme åpne, demokratiske og transparente skattesystemer. Blant annet informerer de om skadelige effekter av hemmelighold i finanssektoren, stimulerer og gir støtte til forskning og debatt, samt oppfordrer til nasjonal og internasjonal kampanjeaktivitet (Tax Justice Network - Norge, 2016).

### 6.2 Om FSI

FSI ble sist publisert i november 2015 og bygger videre på indeksene fra 2009, 2011 og 2013. Indeksen er en politisk nøytral rangering, og skal fungere som et verktøy for å forstå global kapitalflyt og kapitalflukt<sup>41</sup>, skatteparadis og finansiell sekreterie (Tax Justice Network, 2015).

Indeksen kombinerer kvalitative og kvantitative data for å måle påvirkningen hvert enkelt land har på den globale finansielle sekretessen. De kvalitative dataene baseres på jurisdiksjonenes lover, reguleringer og bidrag for å øke informasjonsflyt og transparens i finansmarkedene. Dette gir en sekretessscore for hver jurisdiksjon. Typiske kjennetegn ved land som har en høy sekretessscore er at de er lite transparente, lite villige til informasjonsdeling og at de ikke følger internasjonale normer for bekjempelse av økonomisk

---

<sup>41</sup> Store overføringer av kapital til annen valuta på grunn av mistillit til den valuta som forlates (Meinich, 2014).

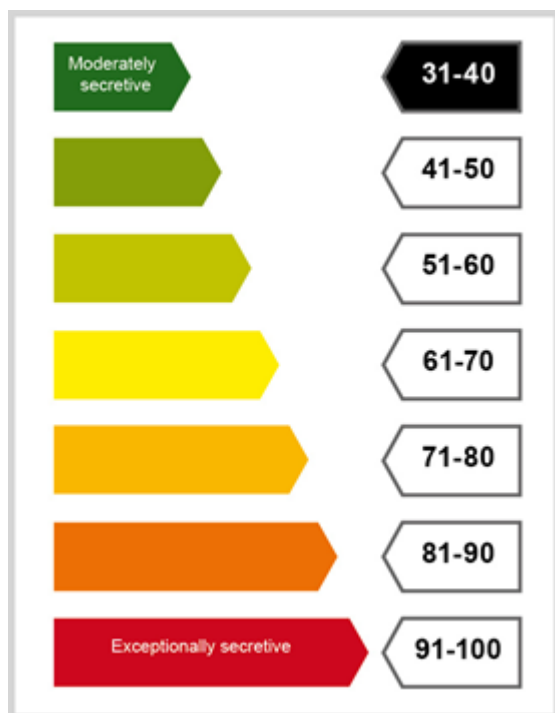
kriminalitet. De kvantitative dataene baseres på landenes aktivitet i det globale finansmarkedet (Tax Justice Network, 2015). Figur 6.1 viser et utdrag fra topp 15 land i FSI 2015, der vektingen baseres på sekretessscore og andel av global finansaktivitet.

FSI 2015 - FINAL RESULTS					
RANK	Jurisdiction	FSI Value	Secrecy Score	Global Scale Weight	
1	Switzerland	1 466,1	73	5,625	
2	Hong Kong	1 259,4	72	3,842	
3	USA	1 254,8	60	19,603	
4	Singapore	1 147,1	69	4,280	
5	Cayman Islands	1 013,2	65	4,857	
6	Luxembourg	817,0	55	11,630	
7	Lebanon	760,2	79	0,377	
8	Germany	701,9	56	6,026	
9	Bahrain	471,4	74	0,164	
10	United Arab Emirates (Dubai)	440,8	77	0,085	
11	Macao	420,2	70	0,188	
12	Japan	418,4	58	1,062	
13	Panama	415,7	72	0,132	
14	Marshall Islands	405,6	79	0,053	
15	United Kingdom	380,2	41	17,394	

Figur 6.1: Viser topp 15 land i FSI 2015 (Tax Justice Network, 2015).

Indeksens rangering bidrar til både å lage et bilde av de ulike jurisdiksjonenes grad av hemmelighold, men også hvor stor påvirkning disse har på verdensøkonomien. Det har blitt argumentert for at land med mye global finansiell aktivitet blir «straffet» med en høy total FSI verdi. TJN poengterer at land som har høy grad av kapitalflyt gjennom landet, har et ekstra ansvar for å sørge for åpenhet og transparens i verdensøkonomien (Tax Justice Network, 2015). I vår oppgave vil vi kun vektlegge landenes sekretessscore, da vi kun ønsker å vurdere deres påvirkning på Norge.

Figur 6.2 viser hvordan TJN har definert grad av sekretesse ved syv intervaller. Fargekoden går fra grønn til rød, der grønn er moderat sekretesse og rød er ekstrem sekretesse. Tallene angir sekretessscore. I FSI 2015 spenner scoren fra i underkant av 31 til 87. I analysen går vi nærmere inn på enkeltland for å beskrive intervallene, samtidig som vi slår sammen alle land med score på 61 og oppover (gul-rød), og kaller disse for sekretesse jurisdiksjoner. Landene har fargekoden gul og har et stort potensiale for mer transparens (Tax Justice Network, 2015). Bakgrunnen for at vi slår sammen land med score på 61 og oppover er at mange av disse har likhetstrekk med hensyn til sekretesse. I tillegg er det hensiktsmessig da flere av landene ikke har investeringer på Oslo Børs i første ledd.



Figur 6.1: Sekretesseintervaller (Tax Justice Network, 2015).

Sekretesse vurderes etter 15 nøkkelindikatorer på hemmelighold som igjen grupperes inn i 4 dimensjoner. Indikatorene får en verdi i det åpne intervallet mellom 0 og 1, som indikerer *ingen* til *full* transparens. Summen av alle indikatorverdier divideres på antall nøkkelindikatorer<sup>42</sup>, som gir en totalverdi mellom 0 og 1 (Tax Justice Network, 2015). Det vil si at verdien 1 tilsvarer 100 prosent transparens (null sekretesse), og motsatt. I denne sammenheng er det viktig å understreke at landene kan ha enkeltindikatorer som gir utslag på den totale scoren i den ene eller andre retningen. Total score behøver således ikke reflektere sekretessen i alle dimensjoner. Som en konsekvens av dette vil vi der det er hensiktsmessig beskrive påvirkningen enkeltindikatorer har for ett land eller grupper av land. Indeksen baserer seg på tilgjengelig data per 31. desember 2014, og gir derfor et øyeblikksbilde av sekretessen i de enkelte land. I visse tilfeller er det supplert med data og forskning som er gjort i 2015. Flere land har fått lavere sekretessscore enn tidligere på grunn av samarbeid og deltakelse i åpenhetsinitiativer. Dette reflekterer ikke nødvendigvis landenes implementering av de vedtak som er gjort, samt landenes sekretessepraksis på selskap- og individnivå. I utarbeidelsen av indikatorene har TJN tillagt indikatorene skjønnsmessige vurderinger der det har vært nødvendig. Der det har vært mangelfulle svar

<sup>42</sup> Totalt 15 indikatorer.

eller ukjent informasjon om indikatorer, er det gitt en høy indikatorverdi (Tax Justice Network, 2015).

Et generelt trekk ved hele indeksen synes å være at mange land scorer lavt på transparens i dimensjon 1 og 2. Her foreligger det et vesentlig forbedringspotensial. For dimensjon 3 og 4 scorer landene stort sett høyere på transparens.

### *Dimensjon 1 – kunnskap om reelle eiere*

Her er det viktig å poengtere at det er stor forskjell på juridisk<sup>43</sup> og reell<sup>44</sup> eier. Denne dimensjonen består av *tre* indikatorer. Den første måler om banker plikter å føre kontroll over reelle eiere av bankkonti, og om denne informasjonen deles med myndigheter.<sup>45</sup> Den andre indikatoren går ut på om land krever at det føres et register over interessenter i stiftelser og andre organisasjoner. Den siste indikatoren måler om jurisdiksjonen krever at selskaper må melde inn og holde oppdaterte lister over reelle eiere (Tax Justice Network, 2015). Mange land får en transparensverdi på 0 i denne indikatoren. Dette er noe av årsaken til vedtaket i det fjerde hvitvaskingsdirektivet om at alle land skal opprette et eget register over reelle eiere.<sup>46</sup>

### *Dimensjon 2 – selskapers åpenhet*

Selskaper har en sterk posisjon i samfunnet, og bidrar stort til internasjonale pengestrømmer gjennom investeringer og handel. Derfor argumenteres det for at selskaper burde ha en høyere standard for åpenhet enn bare å dele informasjon med myndigheter. Denne dimensjonen består av *tre* indikatorer. Den første går ut på om selskaper er pliktig til å offentliggjøre lister over juridiske og reelle eiere på internett. Den neste indikatoren måler om selskapers regnskaper er offentlig tilgjengelig, og den siste vurderer om selskaper rapporterer finansielle data fordelt på landene de opererer i (Tax Justice Network, 2015).

---

<sup>43</sup> Eier som står som juridisk eier i selskapets papirer eller aksjonærregister. Ofte banker eller (trust)forvaltere. Se *figur 4.1* og *kapittel 4.1 Aktører*.

<sup>44</sup> Fysisk person som indirekte eller direkte har endelig kontrollerende eierskapsinteresse i selskapet. Se *kapittel 1.2*.

<sup>45</sup> Måler banksekretesse.

<sup>46</sup> Se *kapittel 2.1 Internasjonal debatt*.

---

### *Dimensjon 3 – effektivitet i skatte- og finansreguleringer*

Kompleksitet i skatte- og finansreguleringer kan bidra til økt hemmelighold. Dette gjelder både innad i en jurisdiksjon, men også når lover og regler er ulike på tvers av landegrensler. Denne dimensjonen består av *fire* indikatorer. Den første vurderer om et lands myndigheter krever at finansielle institusjoner og selskaper må rapportere utbetalinger til utlendinger. Land som samler inn slik informasjon kan lettere bistå med relevant informasjon til utlendingers lokale myndigheter. Den andre indikatoren måler et lands organisatoriske og tekniske kapasitet for innsamling av skatt. Den tredje indikatoren vurderer om et land bidrar til å forenkle skatteunndragelse og oppfordrer til skattekonkurranse. Den siste indikatoren vurderer om et land tilbyr skadelige organisasjonsformer hvor hensikten er å forhindre informasjonstilgang. Blant annet trekkes skallselskaper og *LLCs* frem som skadelige organisasjonsformer (Tax Justice Network, 2015).

### *Dimensjon 4 – internasjonale standarder og samarbeid*

Den økte globaliseringen krever at land må samarbeide og dele informasjon om hverandres skattebetalere, hvis man ønsker et effektivt skattesystem og forhindre økonomisk kriminalitet. Denne dimensjonen består av *fem* indikatorer som måler lands bidrag til anti-hvitvaskingsinitiativer, automatisk informasjonsutveksling, bilaterale avtaler, internasjonale konvensjoner og internasjonale juridiske samarbeidsavtaler for å forhindre og avdekke kriminalitet (Tax Justice Network, 2015).

## **6.2.1 Landrapport – Norge**

I forskningsspørsmål 2 ønsker vi å bruke Norge som et referansepunkt på graden av hemmelighold i investeringer fra andre land. Vi beskriver her de viktigste vurderinger som er gjort på Norge med hensyn til sekretesse i FSI.

Norge gis en sekretessescore på 38,5. Dersom vi rangerer landene fra høyest til lavest score, havner Norge på en 82. plass av 92 jurisdiksjoner. Sekretessescore er lav sammenlignet med mange andre land, men naboland som Sverige, Finland og Danmark vurderes til å ha lavere sekretesse enn Norge. For Norges del trekkes nøkkelindikatorene 3<sup>47</sup>, 4<sup>48</sup> og 6<sup>49</sup> frem som

---

<sup>47</sup> Krav til at selskaper må melde inn og føre oppdaterte lister over reelle eiere.

<sup>48</sup> Krav til selskaper om å offentliggjøre lister over juridiske og reelle eiere på internett.

<sup>49</sup> Krav til at selskaper rapporterer finansielle data fordelt på landene de opererer i.

særlig problematiske, der score er 0 på hver indikator. Det vil si at myndighetene i Norge har manglende eller mangelfulle krav til selskaper om å fremskaffe informasjon som vil bedre transparensten i eierstrukturen. Indikatorene hører til dimensjon *en* og *to* som er gjengangere hva gjelder lite transparensten (Tax Justice Network, 2015).

Indikator 3 begrunnes med at Norge ikke har detaljerte og oppdaterte lister over reelle eiere. Som svar på dette skal nå et oppdatert register over reelle eiere utarbeides.<sup>50</sup> Score i indikator 4 settes på bakgrunn av at det ikke finnes krav om at selskaper må offentliggjøre lister over eiere på internett. I indikator 6 legges det vekt på at Norge ikke krever at selskaper har land-for-land-rapportering (heretter LLR) av aktiviteter i utlandet annet enn for utvinning- og skogsindustri. LLR gjaldt ikke for land der selskapene hadde støttfunksjoner (Tax Justice Network, 2015). Som en oppfølging av anbefalingene i *NOU 2014: 13 Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*, og BEPS-rapporten fra 2015 ble det tidligere i år fremmet et forslag i Stortinget om revidering av ligningsloven. Det nevnes blant annet at LLR også skal gjelde støttfunksjoner i tredjeland, samt store flernasjonale konsern (Finansdepartementet, 2016).

Et mer generelt moment som trekkes frem for Norges del er Oljefondets investeringer i selskaper med lite åpenhet. Blant disse nevnes investeringer i Credit Suisse, Tesco og Formel 1 (Tax Justice Network, 2015). Det amerikanske senatet har konkludert med at aksjene i Formel 1 holdes av et eierløst selskap på Jersey (Schjelderup, 2016). Slike investeringer kan gi uheldige signaleffekter på Norges kamp mot skjult eierskap og kriminalitet.

---

<sup>50</sup> Se kapittel 2 *Internasjonal og nasjonal debatt*.

## 7. Metode og data

### 7.1 Metode og deskriptiv analyse

Vårt formål med oppgaven er å gi et øyeblikksbilde på omfanget av skjult eierskap på Oslo Børs. Vi har derfor valgt å benytte oss av deskriptiv analyse av forvalterkonti for alle selskaper på Oslo Børs, samt deskriptiv analyse av registrerte land til investorer i norske ASA. Deskriptiv statistikk skal gi en systematisk beskrivelse av størrelse og sammensetning av en populasjon (Bjørnstad, 2015). Vi benytter oss av tabeller og grafer for å kvantifisere omfanget av forvalterkonti etter markedsverdi. Selskapene grupperes også på bransje. I tillegg ser vi nærmere på bruken av forvalterkonti hos de største aksjonærene i hvert selskap. Tabeller med total utenlandsk eierandel i norske ASA samt fordeling på land, gir oss en oversikt over investeringer fra de respektive landene og deres andel av total markedsverdi. Videre benytter vi dette som grunnlag for å gjøre kvalitative vurderinger av de landene med størst andel investeringer på Oslo Børs, og bruker dette som et mål på skjult eierskap.

### 7.2 Data

#### 7.2.1 Datasett

Analysen i utredningen baseres på tre ulike datasett. Det ene er fra VPS, det andre er fra Skatteetaten og det siste er laget basert på informasjon fra selskapenes hjemmesider.

#### *Verdipapirsentralen*

Data fra VPS er hentet ut fra verdipapirregisteret, og er organisert som tverrsnittsdata per 7. oktober 2016. Totalt inneholder datasettet 181 selskaper og egenkapitalbevis. Dataene er på selskapsnivå og inneholder alle selskaper registrert på markedsplassen Oslo Børs.<sup>51</sup> Videre gir datasettet oss informasjon om selskapets bransje, antall investorer, antall investorer registrert på forvalterkonti og prosentandel av total aksjeholdning som er registrert på forvalterkonti.

---

<sup>51</sup> Norskregistrerte allmennaksjeselskap, utenlandskregistrerte selskaper og egenkapitalbevis.

Bransjeinndelingen på Oslo Børs er basert på GICS<sup>52</sup>. Denne inndelingen er laget av MSCI og Standard & Poor's og består av 11 bransjer. Disse er videre delt inn i flere undergrupper for en mer detaljert inndeling (Oslo Børs, 2016). Variabelen «bransje» i datasettet til VPS inneholder informasjon om hovedbransje.

### *Skatteetaten*

Data fra Skatteetaten er registerdata hentet ut fra RF-1086 Aksjonærregisteroppgaven<sup>53</sup> og verdipapirregisteret fra VPS. Datasettet er på både selskap- og aksjonærnivå og inneholder informasjon om alle norske allmennaksjeselskap som er registrert i enhetsregisteret per 31. desember 2015. Fra RF-1086 er informasjonen hentet fra post 19 - selskapsidentifikasjon og post 20 - aksjonærinformasjon. Selskapene er identifisert med organisasjonsnummer. Aksjonærene er identifisert med fødselsnummer, D-nummer, organisasjonsnummer, VPS-kontonummer eller løpenummer. Annen informasjon er type aksjonær, aksjonærens landkode, aksjeklasse og antall aksjer eid ved inngangen og utgangen av året. Fra verdipapirregisteret inneholder datasettet informasjon om ISIN-landkode og type konto.

En viktig presisering er at variabelen «landkode» fra RF-1086 ikke nødvendigvis er nasjonaliteten til den enkelte investor. Ved direkteregistrering er landkoden investorens egen nasjonalitet eller selskapets registrerte land. På forvalterregistrerte aksjebeholdninger er det *forvalterens* registrerte land som fremkommer. Siden det kun er investorer i første ledd som registreres i aksjonærregisteret, vil denne variabelen gi et mangelfullt bilde på reelle investorers opphavsland. Likevel er den nyttig i vurderingen av utlendingers grad av hemmelighold da den gir informasjon om hvilke land investorer velger å investere i fra. Utlendinger som ønsker å skjule sin identitet vil velge land som har et lovverk som sikrer anonymitet.

### *Selskapenes hjemmesider*

Data fra selskapenes egne hjemmesider inneholder en oversikt over de største aksjonærene i hvert selskap. Disse er kopiert inn i en tabell med informasjon om selskap, navn på aksjonær, aksjebeholdning, total eierandel, nasjonalitet og type konto.

---

<sup>52</sup> Global Industry Classification Standard.

<sup>53</sup> Leveres inn hvert år av alle norske aksje- og allmennaksjeselskap til Skatteetatens aksjonærregister.



---

Det er ikke et krav at selskaper må publisere en oversikt over selskapenes aksjonærstruktur. Likevel er det en generell praksis, men med ulik grad av oppdatering. Noen selskaper oppdaterer månedlig, mens andre kun i årsrapporten. Det er også ulik praksis på hvor mange aksjonærer som blir offentliggjort. Vi har brukt siste oppdaterte aksjonærlistene. Datasettet ble laget 23. november 2016. Av 180 selskaper<sup>54</sup> som var registrert på Oslo Børs denne dagen var det 13 selskaper som ikke hadde offentliggjort lister over selskapets største aksjonærer.

### 7.2.2 Primær- eller sekundærdata

Ved innsamling av data skiller man på hovedkategoriene primære og sekundære datakilder. Primærdata er data som er samlet inn selv, for eksempel gjennom en spørreundersøkelse til egen forskning. Sekundærdata er data som allerede eksisterer, og som er samlet inn av andre (Mogstad & Nisted, 2016). Våre datasett er hentet inn fra henholdsvis VPS, Skatteetaten og selskapenes egne hjemmesider, og kan således karakteriseres som sekundærdata. Ved bruk av sekundære datakilder er det spesielt viktig å vurdere dataenes kvalitet med hensyn til validitet (Hansen, 2016).

### 7.2.3 Validitet

Validitet måler i hvilken grad man kan trekke gyldige slutninger ut i fra resultatene til en studie (Dahlum, 2016). Våre datasett inneholder faktiske tall VPS og Skatteetatens respektive datasystemer, og vurderes som pålitelige kilder. Vi vurderer derfor dataene vi benytter i vår analyse som valide.

### 7.2.4 Rensing av datasett

#### *Data fra VPS*

Vi har ikke foretatt noen rensing av dette datasettet, da det ikke inneholder duplikater. Dataene var allerede aggregert på selskapsnivå.

#### *Data fra Skatteetaten*

Datasettet inneholdt opprinnelig 8 700 907 rader. Først fjernet vi 3 053 661 observasjoner, da disse var duplikater. Årsaken til disse duplikatene kan skyldes feil i koblingen mot

---

<sup>54</sup> Dette datasettet inneholder ett selskap mindre enn datasettet fra VPS da Havfisk ble strøket fra Oslo Børs 15. november 2016 grunnet oppkjøp.

dataene fra VPS. I datasettet er flere aksjonærer i samme selskap fordelt over flere rader med ulike ISIN-landkoder. En aksjonær kan bare være registrert i ett land. Variabelen «type konto» fra VPS inneholdt også duplikater. Da vi fjernet duplikatene gjorde vi en kvalitetssikring av antall aksjer per selskap i datasettet mot antall aksjer i selskapenes årsrapport for 2015.

Datasettet inneholder data fra alle norske allmennaksjeselskap registrert i enhetsregisteret<sup>55</sup>. Dette registeret inneholder 221 selskaper per 2015. Da vi ønsker å fokusere på børsnoterte selskaper, har vi fjernet 102 av disse og sitter igjen med 119 allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs.

Vår analyse vil baseres på data på selskapsnivå og aksjonærenes landkode. Vi har derfor aggregert datasettet på disse to variablene, og fjernet ytterligere rader. Totalt har vi fått datasettet ned fra 8,7 millioner til 2 218 rader. Variablene vi bruker fra det opprinnelige datasettet er organisasjonsnummer, landkode og antall aksjer per 31. desember 2015.

## 7.2.5 Bearbeiding av data

Datasettene er bearbeidet ved bruk av Excel. Størrelsen på datasettet fra Skatteetaten gjorde at vi måtte bruke tilleggsprogrammet PowerPivot i Excel, før vi kunne aggregere variablene ved hjelp av formler og pivottabeller.

### *Data fra VPS*

Datasettet gir informasjon om omfang av forvalterregistrerte aksjer på selskapsnivå. Da vi ønsker å se på omfanget totalt for alle selskapene på Oslo Børs, har vi valgt å legge til selskapenes markedsverdi. Vi har derfor lagt til totalt antall aksjer per selskap og aksjekurs per 7. oktober 2016. Videre hadde 24 selskaper verdien «ukjent» i bransjevariabelen. Disse var egenkapitalbevis og eiendomsselskaper. Disse ble da fordelt på henholdsvis «Egenkapitalbevis» og «Eiendom». Dette er i tråd med GICS. Vi har også lagt til en variabel

---

<sup>55</sup> Enhetsregisteret i Brønnøysund samordner opplysninger om næringslivet og offentlige etater.

---

for selskapsstørrelse. Her har vi brukt Nordnet Bank sin inndeling på store, middels og små selskaper.<sup>56</sup> Vedlegg A.1 inneholder en oversikt over bransjeinndeling og selskapsstørrelse.

### *Data fra Skatteetaten*

Det rensede datasettet gir oss informasjon om hvor mange aksjer som er eid i hvert selskap fordelt på ulike land. For å kunne se på markedsverdier har vi lagt til aksjekurs nærmest mulig 31. desember 2015. I selskaper som har både A- og B-aksjer notert på Oslo Børs, brukte vi gjennomsnittet av disse to aksjekursene. Aksjekurs er hensyntatt eventuelle aksjesplitter eller reverserte aksjesplitter. Som nevnt, inneholder datasettet kun børsnoterte norske allmennaksjeselskap. Det vil si at hverken utenlandskregistrerte selskaper eller egenkapitalbevis på Oslo Børs er inkludert. Vi bruker samme bransjeinndeling og selskapsstørrelse som i datasettet fra VPS.

Hovedhensikten med dette datasettet er å gi et bilde på den utenlandske aksjonærandelen, og graden av transparens for disse landene. Som nevnt i kapittel 7.2.1 gir landkoden oss informasjon om registrert land i første ledd og vi kan derfor ikke si med sikkerhet hvilken nasjonalitet den reelle eieren har. Den største delen av utenlandsk eierandel vil være eid gjennom forvalterkonti, men vi skiller ikke på direkteregistrerte og forvalterregistrerte aksjer i dette datasettet. For å vurdere hvor skjult ulike land er har vi lagt til ulike lands sekretessscore fra *FSI*. Vedlegg A.2 viser en oversikt over landenes sekretessscore.

Videre er datasettet bearbeidet med flere ulike beregninger. En mye brukt beregning i datasettet er «vektet sekretessscore» der vi vekter ulike lands aksjeandeler for å finne en score som impliserer graden av transparens i aksjonærstrukturen for et enkelt selskap, bransje, selskapsstørrelse, etc. For å illustrere beregningen bruker vi energibransjen som eksempel:

- Først summerer vi markedsverdien av den utenlandske eierandelen i energibransjen.
- Deretter beregner vi markedsverdien av et lands andel i et selskap i energibransjen, og deler på den totale utenlandske eierandelen i bransjen.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> I hovedsak er listen fordelt slik at store selskaper har en markedsverdi over 10 mrd, middels selskaper har en verdi på mellom 1 og 10 mrd, mens små selskaper har en verdi på under 1 mrd. Omsetningen på aksjen vil også kunne spille inn på fordelingen. Overgangene mellom store, middels og små selskaper vil kunne være flytende på grunn av aksjens kursutvikling, emisjoner og lignende.

<sup>57</sup> Ekskludert Norge.

- Denne multipliseres med sekretessscoren til det respektive landet.
- Til slutt summeres disse tallene for alle utenlandske land for alle selskap i energibransjen.

### *Datasett på selskapenes største aksjonærer*

Datasettet gir informasjon om de største aksjonærene i selskapene, og vil bli brukt til å vurdere hvor mange forvalterregistrerte aksjonærer som har en eierandel over den laveste flaggegrensen på fem prosent. Bearbeidingen av dette datasettet har vært å innhente listene over største aksjonærer fra alle selskap på Oslo Børs. De fleste selskapene gir informasjon om type konto. Der hvor type konto mangler, har vi sjekket navnet mot konsesjonsregisteret for å identifisere forvalterkonti. 13 av selskapene på Oslo Børs publiserer ikke lister over de største aksjonærene. Disse er da ikke inkludert i datasettet. Vi har også lagt til selskapsstørrelse, hvor vi bruker samme inndeling som i de to andre datasettene.

## 8. Analyse

Formålet med dette kapittelet er å vurdere i hvilken grad skjult eierskap på Oslo Børs er et problem. Vi vil ta utgangspunkt i datasettene presentert i kapittel 7. I første delkapittel vil vi vurdere omfanget av forvalterkonti. I neste delkapittel vil vi analysere den utenlandske aksjonærstrukturen. Til slutt vil vi vurdere om omfanget av skjult eierskap er bransjespesifikt. Alle delkapitlene vil først inneholde en deskriptiv analyse, før vi gjør en kvalitativ drøftelse av delkapittelets forskningsspørsmål.

### 8.1 I hvilken grad bidrar adgangen til forvalterregistrering til skjult eierskap?

Som nevnt tidligere er denne ordningen sterkt kritisert fra flere aktører. Denne ordningen er i hovedsak forbeholdt utlendinger, men norsk lovverk tillater nordmenn å forvalterregistrere aksjer i utenlandskregistrerte selskaper<sup>58</sup>. Økokrim mener også at det er grunn til å anta at nordmenn som ønsker å skjule sitt eierskap i norske ASA benytter slike kontoer, selv om det er ulovlig (Økokrim, 2015). For å vurdere omfanget av forvalterregistrering på Oslo Børs vil vi presentere tre ulike vinklinger. Først vil vi se på hele utvalget samlet. Deretter bryter vi det ned på selskapsnivå for å belyse selskapsspesifikke forskjeller. Til slutt ser vi på investorer som har passert den nedre grensen for flaggeplikt på fem prosent.

#### *Hele utvalget – Oslo Børs*

Tabell 8.1 viser en oversikt over antall selskaper og markedsverdi på Oslo Børs per 7. oktober 2016. Oslo Børs bestod av 181 selskaper som samlet hadde en markedsverdi på 1 935 milliarder kroner. Norskregistrerte selskaper og egenkapitalbevis stod for den klart største andelen med 144 selskaper og en total markedsverdi på 1 824 milliarder kroner.

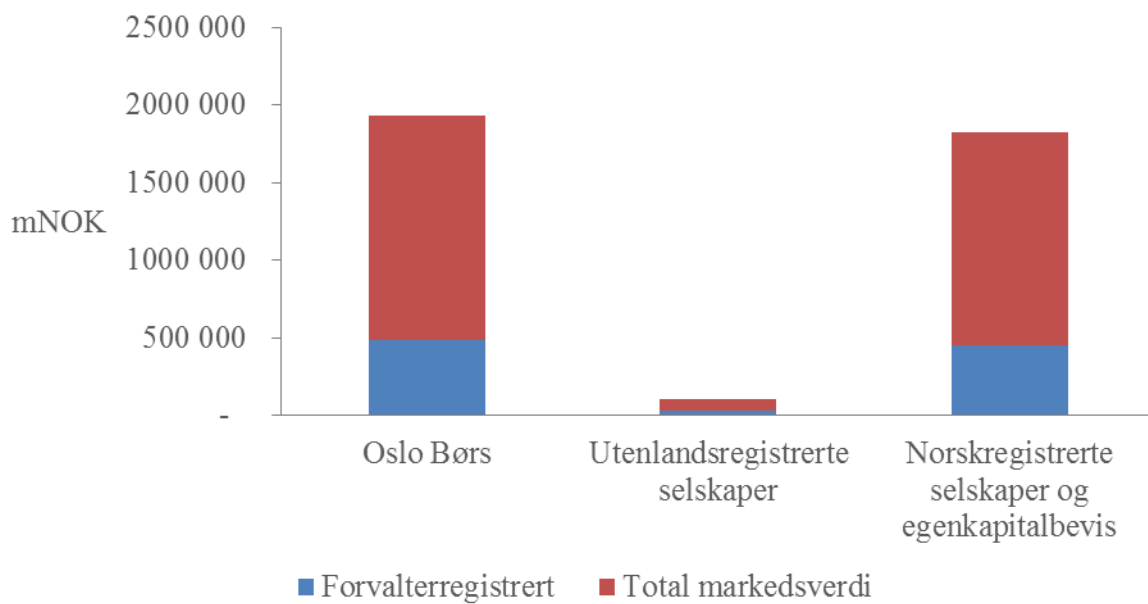
---

<sup>58</sup> Se kapittel 4.2 Forvalterregistrering.

	Oslo Børs	Utenlandsregistrerte selskaper	Norskregistrerte selskaper og egenkapitalbevis
Antall selskaper	181	37	144
Markedsverdi (mNOK)	1 935 071	110 724	1 824 347

Tabell 8.1: Antall selskaper og markedsverdi på Oslo Børs.

Figur 8.1 viser fordelingen mellom direkteregistrering og forvalterregistrering. Av total markedsverdi på Oslo Børs var verdier for 488 milliarder kroner registrert på en forvalterkonto, noe som tilsvarer 25,2 prosent. Utenlandskregistrerte selskaper hadde en forvalterregistrert andel på hele 32,9 prosent, mens norskregistrerte selskaper og egenkapitalbevis hadde en andel på 24,8 prosent.



Figur 8.1: Forvalterregistrert andel sammenlignet med total markedsverdi på Oslo Børs.

### Selskapsnivå

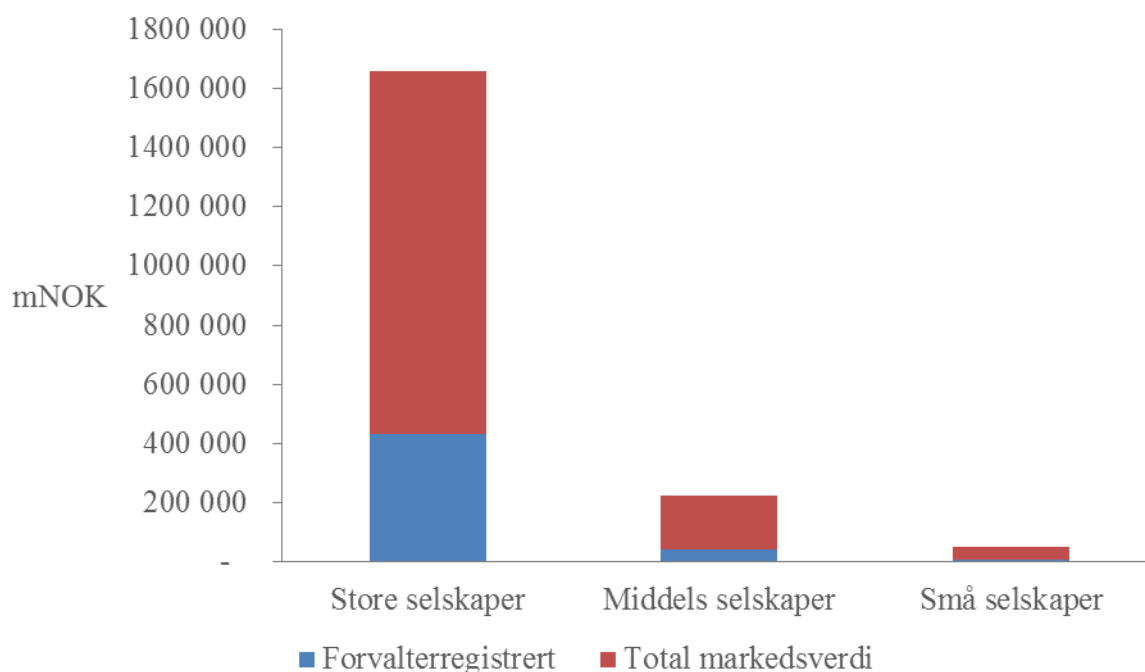
Tabell 8.2 viser fordelingen mellom store, middels og små selskaper på Oslo Børs. Den største gruppen er, naturlig nok, store selskaper som i all hovedsak er selskaper med en markedsverdi over ti milliarder kroner. Av total markedsverdi på Oslo Børs har store selskaper en andel på 85,7 prosent. Middels store selskaper har, med noen unntak, en markedsverdi

mellom en og ti milliarder kroner, og har en andel på 11,6 prosent. Gruppen med flest selskaper er de små med 91. Likevel har de bare en andel på 2,7 prosent.

Selskapsstørrelse	Store	Mid	Små
Antall selskaper	34	56	91
Markedsverdi (mNOK)	1 658 373	223 721	52 977
Andel av Oslo Børs	85,7 %	11,6 %	2,7 %

Tabell 8.2: Antall selskaper og markedsverdi på Oslo Børs fordelt på selskapsstørrelse.

I figur 8.2 ser man hvordan forvalterkonti fordeler seg på ulike selskapsstørrelser. Resultatet viser at større selskaper er mer eksponert mot forvalterkonti enn mindre selskaper. Av total markedsverdi for store selskaper er 26,2 prosent på forvalterkonti, noe som tilsvarer 434 milliarder kroner. Middels og små selskaper har en andel på henholdsvis 19,7 og 18,5 prosent.



Figur 8.2: Forvalterregistrert andel fordelt på selskapsstørrelse.

Andel forvalterkonti per selskap varierer stort. Selskapet med høyest andel har 96,1 prosent av sin markedsverdi på forvalterkonto, mens den laveste andelen er 0,01 prosent. Av den grunn har vi gruppert utvalget i fem grupper for å gi en oversikt over disse forskjellene, se tabell 8.3. Ni av 181 selskaper har en forvalterkontoandel på over 50 prosent. Disse står for

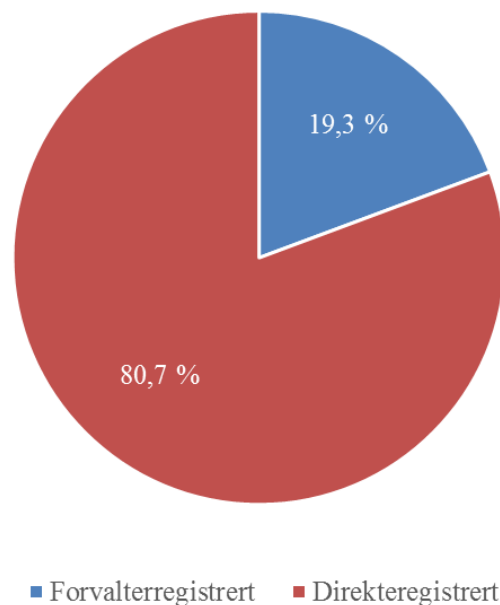
1,5 prosent av total markedsverdi på Oslo Børs. Akkumulerer man tallene ser man at hele 43 selskaper har en forvalterkontoandel over 30 prosent. Disse har en samlet verdi på 696 milliarder kroner, noe som tilsvarer nesten 36 prosent av total markedsverdi. Man ser også at de fleste selskapene har en andel som er under 20 prosent.

Selskapers andel på forvalterkonti	Over 50%	40-50%	30-40%	20-30%	Under 20%
Antall selskaper	9	15	19	26	112
Markedsverdi (mNOK)	28 665	267 889	399 007	361 020	878 490
Andel av Oslo Børs	1,5 %	13,8 %	20,6 %	18,7 %	45,4 %

Tabell 8.3: Selskapers andel på forvalterkonti fordelt på ulike intervaller.

### Aksjonærer over fem prosent eierandel

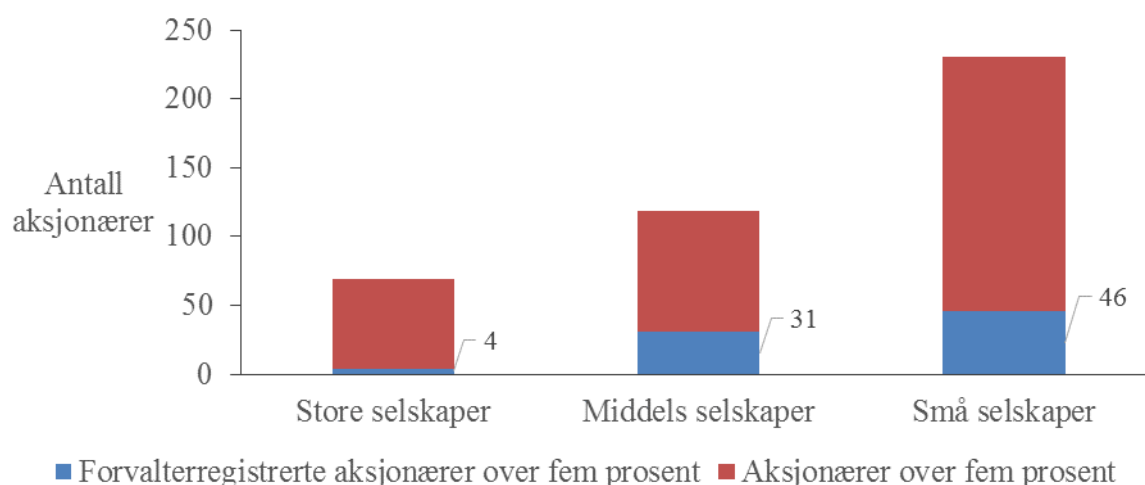
Figur 8.3 viser fordelingen mellom direkteregistrerte og forvalterregistrerte investorer med en eierandel over fem prosent. I de 167 selskapene på Oslo Børs som publiserer lister over de største aksjonærene er det totalt 419 registrerte aksjonærer som har passert denne grensen, hvor 81 av dem er forvalterregistrert. Bak disse forvalterkontiene kan det være mange privatinvestorer og selskap. Forvalterkontoen med størst eierandel har 71 prosent, men i gjennomsnitt har hver av disse forvalterkontiene en eierandel på 12 prosent. Blant den direkteregistrerte andelen har største aksjonær en eierandel på 90 prosent, mens en gjennomsnittlig direkteregistrert storaksjonær har en eierandel på 19 prosent.



Figur 8.3: Fordeling på aksjonærer med en eierandel over fem prosent.



Som vist i tabell 8.2 stiger antall selskaper omvendt proporsjonalt med kategoriene for selskapsstørrelse. En naturlig konsekvens av dette er at det totalt sett vil være flere aksjonærer som har passert fem prosent grensen for små selskap enn for store, noe som bekreftes i figur 8.4 under. Antall forvalterregistrerte eiere som har over fem prosent er også omvendt proporsjonal med selskapsstørrelse. Ser man på relative størrelser i forhold til totalt antall store aksjonærer per kategori har små og middels selskaper henholdsvis 20 og 26 prosent forvalterregistrerte storaksjonærer. Store selskap har kun en andel på 6 prosent.



Figur 8.4: Antall aksjonærer over fem prosent fordelt på selskapsstørrelse.

### Drøftelse

Tidligere i oppgaven har vi vist hvordan adgangen til forvalterregistrering bidrar til anonymitet av investorene som bruker disse kontiene. For at dette skal være et problem må vi se på i hvilket omfang disse kontiene blir brukt. Vår analyse over viser at over en fjerdedel av verdiene på Oslo Børs er eid gjennom forvalterkonti. I nominelle størrelser tilsvarer det hele 488 milliarder kroner. For utenlandskregistrerte selskaper er omfanget størst, hvor nesten 33 prosent er å finne på forvalterkonti. En naturlig forklaring på det kan være at utenlandskregistrerte selskaper har en høyere andel utenlandske investorer, selv om selskapet er notert på norsk børs. En annen forklaring kan være det faktum at nordmenn også kan benytte seg av forvalterkonti i disse selskapene. For utvalget totalt sett er forvalterkonti brukt i et slikt omfang at det i stor grad bidrar til å kamuflere eierstrukturen i selskapene på Oslo Børs.

Reglene for flaggeplikt skal, som forklart i kapittel 3.3, sikre at markedet blir informert der det skjer vesentlige endringer i eierstruktur i børsnoterte selskaper. Vår analyse finner at 19 prosent av aksjonærene som har passert den laveste grensen på fem prosent var forvalterregistrerte aksjonærer. Etter en gjennomgang av flere flaggemeldinger fra disse aksjonærene finner vi at det stort sett er selskap som tilbyr investeringstjenester som navngis i meldingene. Tjenester som tilbys er i hovedsak fond, men det er også trusters og andre investeringsstrukturer<sup>59</sup>. Informasjonen i flaggemeldingene er stort sett ikke mer inngående enn at investeringsselskapet eller deres datterselskaper har handlet aksjer med kapital de har under forvaltning, og at deres totale aksjeholdning derfor har passert en flaggepliktgrense. Etter vårt syn sikrer flaggemeldingene at markedet blir informert der det skjer vesentlige endringer i eierstruktur, men ikke nødvendigvis informasjon om hvem som er reell eier bak store aksjeposter i børsnoterte selskaper.

På selskapsnivå er det store selskaper som har størst forvalterregistrert andel med 26 prosent. Likevel er det kun fire aksjonærer i denne gruppen som har en eierandel over fem prosent. Middels og små selskaper har en lavere forvalterregistrert andel, men har flere store forvalterregistrerte aksjonærer. De mindre selskapene har således en større forvalterregistrert andel som har flagget sitt eierskap, og derfor en enda lavere andel investorer som kan karakteriseres som anonyme. I utgangspunktet vil dette dra i retning av at skjult eierskap gjennom forvalterkonti er et større problem for store selskaper enn for middels og små. En annen side av dette går på informasjonsverdien av flaggepliktmeldingene som vi diskuterte i forrige avsnitt. En rimelig antakelse er at de fleste investorene som bruker investeringsselskapene som flagges er passive investorer gjennom vanlige fondsprodukter, og således ikke kan utøve aktivt eierskap. Hvis de reelle eierne i siste ledd bruker disse selskaperes investeringsprodukter for å skjule sitt eierskap og samtidig utøve aktivt eierskap, vil problemet med skjult eierskap være minst like omfattende i små og mellomstore selskaper som i store.

---

<sup>59</sup> Et tilfeldig valgt eksempel er fra 30. april 2014 da Invesco Ltd flagget kjøp av aksjer i IDEX, og at de da eide aksjer og rettigheter til aksjer som tilsvarte over 19 prosent av selskapet (Oslo Børs, 2015). Går en inn på hjemmesiden til Invesco Ltd ser en at dette er et selskap som tilbyr investeringstjenester over hele verden gjennom fond og andre produkter som «institutional separate accounts, collective trusts, unit investment trusts, separately managed accounts, etc» (Invesco Ltd., 2016).

Omfanget ser også ut til å være selskapsspesifikt. De fleste selskapene har en forvalterregistrert andel som er under 20 prosent. Vår analyse viser at 43 selskaper har omtrent en tredjedel eller mer av sin markedsverdi på forvalterkonti.

## 8.2 Hvilket opprinnelsesland er registrert på utenlandske investorer, og hvor transparente er disse?

Som tidligere nevnt er utenlandske investorer den største gruppen på Oslo Børs. Flesteparten av disse investorene bruker forvalterkonti, men det er også noen som registrerer seg direkte i VPS. Uavhengig av registreringsform vil utenlandske investorers grad av anonymitet være et resultat av de respektive landenes lovverk og praksis for informasjonsutveksling. I kapittel 4 har vi forklart flere metoder som brukes for å skjule aksjonærens identitet. I dette kapitlet vil vi gi en oversikt over hvilke land som er representert i denne investorgruppen, og hvor skjulte disse investorene kan være.

### *Hele utvalget – børsnoterte ASA*

En oversikt over datasettet kan sees i tabell 8.4. Per 31. desember 2015 var det 119 børsnoterte norske allmennaksjeselskap på Oslo Børs. Disse selskapene hadde en total markedsverdi på 1 651 milliarder kroner. Utenlandske investorer eide 34,9 prosent av disse selskapene. For å kvantifisere hvor skjult de utenlandske investorene er bruker vi de ulike landenes sekretessscore. Vektet etter markedsverdi har den utenlandske andelen en score<sup>60</sup> på 50,2, mot Norges score på 38,5.

Børsnoterte ASA	
Total markedsverdi (mNOK)	1 650 559
Antall selskaper	119
Total utenlandsk eierandel (%)	34,9 %
Utenlandsk andel (mNOK)	575 363
Sekretessscore utenlandsk andel	50,2
Sekretessscore Norge	38,5

Tabell 8.4: Oversikt over norske børsnoterte ASA og utenlandsk andel per 31.12.2015.

<sup>60</sup> Sekretessscore. Rangerer land med hensyn til åpenhet, der score på 100 tilsvarer ingen åpenhet og null transparens. Se kapittel 6.2.

### Hvilke land er registrert på utenlandske investorer?

Tabell 8.5 viser en oversikt over de ti største landene som er representert i aksjonærregisteret på Oslo Børs, eksklusiv Norge. Investorer som investerer gjennom USA og Storbritannia er klart størst, med verdier for henholdsvis 191 og 154 milliarder kroner. Luxembourg og Belgia følger på de neste plassene med verdier for henholdsvis 58 og 54 milliarder kroner. Akkumulert står disse fire landene for 79 prosent av utenlandske investeringer i børsnoterte ASA, og omtrent 28 prosent av den totale markedsverdien i disse selskapene. USA og Luxembourg har en sekretessscore som er relativt høy, mens Storbritannia og Belgia har en score som er på nivå med Norge.

Rangering	Land	Markedsverdi (mNOK)	Andel av utlenlandsk eierandel	Andel av norske børsnoterte ASA	Sekretessscore
1	USA	190 848	33,2 %	11,6 %	60,0
2	Storbritannia	154 370	26,8 %	9,4 %	40,8
3	Luxembourg	57 725	10,0 %	3,5 %	55,1
4	Belgia	53 678	9,3 %	3,3 %	40,9
5	Sverige	23 172	4,0 %	1,4 %	36,0
6	Frankrike	21 605	3,8 %	1,3 %	42,5
7	Kypros	17 552	3,1 %	1,1 %	49,8
8	Sveits	15 613	2,7 %	0,9 %	72,6
9	Danmark	8 636	1,5 %	0,5 %	30,9
10	Nederland	8 105	1,4 %	0,5 %	48,5

Tabell 8.5: Oversikt over de ti største registrerte landene på Oslo Børs.

I kapittel 6.2 beskrives land som har en sekretessscore på over 61 som sekretesse jurisdiksjoner. Dette er land som har stor grad av hemmelighold og som er attraktive for investorer som ønsker å være anonyme. Tabell 8.6 viser en oversikt over de ti største landene i denne gruppen. Totalt eies 1,3 prosent av børsnoterte ASA fra disse landene. Hovedvekten kommer fra Sveits, som også er nummer åtte på listen i tabell 8.5 med verdier for nesten 16 milliarder kroner. Verdt å merke seg i denne tabellen er at landene på toppen av denne listen også er de som har høyest sekretessscore.

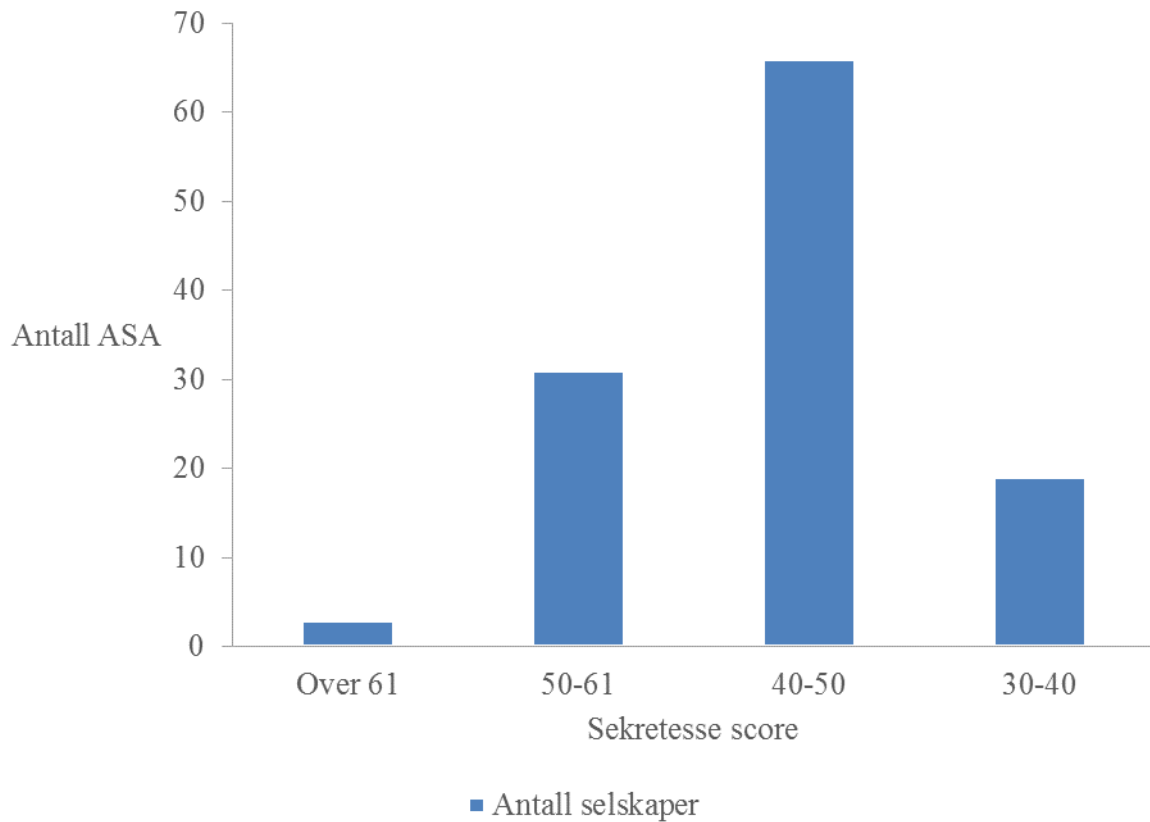
Rangering	Land	Markedsverdi (mNOK)	% av utenlandsk andel	% av børsnoterte norske ASA	Sekretessescore
1	Sveits	15 613	2,71 %	0,95 %	72,6
2	De Arabiske Emirater	2 647	0,46 %	0,16 %	77,4
3	Hong Kong	1 772	0,31 %	0,11 %	72,0
4	Liechtenstein	510	0,09 %	0,03 %	76,0
5	Jersey	250	0,04 %	0,02 %	64,9
6	Macao	144	0,02 %	0,01 %	69,8
7	Caymanøyene	141	0,02 %	0,01 %	65,2
8	Bermuda	117	0,02 %	0,01 %	66,3
9	Guernsey	105	0,02 %	0,01 %	63,6
10	Singapore	95	0,02 %	0,01 %	69,0

Tabell 8.6: Oversikt over de ti største sekretesse jurisdiksjonene på Oslo Børs.

### Selskapsnivå

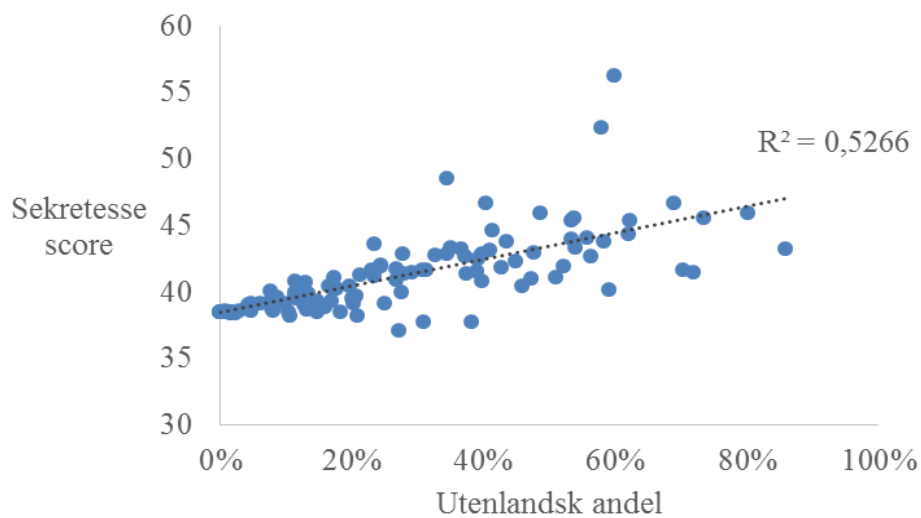
På selskapsnivå er det store forskjeller både når det kommer til andel utenlandske investorer og sekretessescore på denne andelen. Selskapet med høyest andel utlendinger har en andel på 86 prosent, mens det selskapet med minst andel har kun 0,01 prosent. I gjennomsnitt har et børsnotert ASA 26 prosent av sin markedsverdi eid av utenlandske investorer.

Figur 8.5 viser antall selskaper fordelt på ulike intervaller for sekretessescore. Det er tre selskaper som har en utenlandsk andel som har en sekretessescore på over 61, hvor den høyeste har en score på hele 68,3. I intervallet 50 til 61 er det 31 selskaper. Det er klart flest selskaper i intervallet 40 til 50 med 67 selskaper. I den laveste gruppen har vi 19 selskaper der den med lavest score har 33,3. I gjennomsnitt har et selskap en sekretessescore på utenlandsk andel på 47.



Figur 8.5: Antall selskaper fordelt på ulike intervaller for sekretessescore.

Relativt til andre land har Norge en lav sekretessescore. Figur 8.6 viser dette ved å plote total sekretessescore, inkludert norsk andel, mot utenlandsk andel i selskapet. Trenden er stigende, noe som indikerer at økt utenlandsk andel i et selskap gjør aksjonærstrukturen mindre transparent.



Figur 8.6: Plot med utenlandsk andel og total sekretessescore (inkl. norsk andel).

---

## Drøftelse

For å beskrive hvor transparente de registrerte landene i aksjonærregisteret er, bruker vi sekretessscore som et mål på skjult eierskap i den utenlandske andelen. Vår analyse viser at utenlandsk andel har en sekretessscore på 50,2 som kan ansees som relativt høyt mot Norges score på 38,5. Vi ser av figur 8.6 at total sekretessscore øker ved økt andel utlendinger. Utenlandsk andel i norske ASA er 34,9 prosent. For alle selskaper på Oslo Børs er total utenlandsk andel 36,8 prosent (Oslo Børs, 2016). Det vil si at utenlandskregistrerte selskaper har en høyere andel utenlandske eiere – noe som er naturlig. I forlengelsen av dette er det rimelig å anta at utenlandskregistrerte selskap har en høyere sekretessscore enn norske ASA. Vi ser av tabell 8.5 at av de ti største landene er det kun Danmark og Sverige som har lavere score enn Norge, hvor de har en score på henholdsvis 30,9 og 36. Disse to landene utgjør kun 5,5 prosent av den totale utenlandske eierandelen, og påvirkningen på total sekretessscore på utenlandsk andel er derfor begrenset.

USA, Storbritannia, Luxembourg og Belgia er de fire største landene med henholdsvis 33,2 prosent, 26,8 prosent, 10 prosent og 9,3 prosent andel av utenlandsk eierskap. Det er verdt å merke seg at Storbritannia, Luxembourg og USA har flest godkjente forvaltere i Norge.<sup>61</sup> Det er naturlig å anta at dette har en sammenheng med det vi finner om hvilke land kapitalen kommer fra. Landene vil ha en påvirkning på hvor skjult den utenlandske eierandelen på Oslo Børs er.

USA får en sekretessscore på 60, som kan sees på som en moderat til høy score. Det er særlig to forhold i USA som trekkes frem som negativt i kampen mot skjult eierskap og kriminalitet. For det første har de utarbeidet sin egen skattereguleringsmodell FATCA<sup>62</sup>. Modellen er ansett som strengere enn CRS-modellen<sup>63</sup> i OECD på grunn av utenlandske finansinstitusjoners ansvar for å utlevere informasjon om amerikanske statsborgere direkte til amerikanske skattemyndigheter. Kritikken har rettet seg mot modellens innretning, og neglisjering av informasjon om andre enn amerikanere. Det gjør modellen mindre egnet som et ledd i automatiske informasjonsutvekslingsavtaler. Modifiseringer i FATCA har nå gjort modellen mer åpen for innsyn også for myndigheter i andre land. Det andre forholdet som

---

<sup>61</sup> Se tabell 4.1.

<sup>62</sup> Foreign Account Tax Compliance Act.

<sup>63</sup> Common Reporting Standards.

trekkes frem som problematisk er at stater innad i USA har ulike lover og regler på reguleringen av skallselskaper og andre skadelige strukturer. Det har oppstått en slags konkurranse mellom stater om å tilby de mest gunstige reglene for slike selskaper – fordi de tjener gode penger på det. Delaware, Nevada og Wyoming er tre stater som ofte nevnes som aggressive på dette området. De tilbyr hemmelighold gjennom skallselskaper der det sjelden kreves informasjon om reell eiers identitet. Også her er det vanlig at selskapene driftes av «nominees» som står som eiere utad. Disse er ofte advokater som treffes av en streng taushetsplikt i lys av sin stilling (Tax Justice Network, 2015). Det er vanskelig å si noe om hvor mye av kapitalen fra USA som kommer fra disse statene, men der det er tilfellet vil det kunne være problematisk å få tak i ønsket informasjon om eierstruktur.

Storbritannia har en sekretessscore på 40,8, noe som er få poeng mer enn Norge. Det er likevel et par poeng som bør nevnes og som bidrar til en dypere forståelse for scoren. Storbritannia har en lang historie som en av de mektigste landene i verden, med flere kolonistater. Av disse kan det nevnes Caymanøyene, De britiske Jomfruøyer og Bermuda. I dag har disse stor grad av politisk uavhengighet, og FSI definerer dem som egne land. Båndene til den tidligere kolonimakten er fortsatt nære, og dronningen utnevner blant annet flere av statsoverhodene. De tre kronstatene Jersey, Guernsey og Isle of Man har også nær tilknytning til britiske institusjoner og lovgiving. For mange av statene er siste rettslige instans lokalisert i London<sup>64</sup>, og Storbritannia har fått kritikk for å være passive i diskusjonen om mer åpenhet. Hong Kong er en annen stat som er uavhengig fra Storbritannia, men som har tette bånd på grunn av historie og tradisjoner. Vi har tidligere nevnt utdanningen for formuesforvaltere i London og selskaper som tilbyr ferdiglagde selskapsstrukturer en kan «handle» på nett. Sistnevnte synes å være det største spørsmålsteget ved Storbritannias kamp mot skjult eierskap. Både britiske og skotske partnerstrukturer har blitt trukket frem som alvorlige eksempler på den britiske «*laissez-faire*»<sup>65</sup> reguleringen (Tax Justice Network, 2015). Dette er forhold som tilsier at noe av kapitalen fra Storbritannia kan være mer skjult enn det vi legger til grunn i denne oppgaven.

I FSI 2013 ble Luxembourg kalt «dødens stjerne» av finansiell sekretesse. Mye av årsaken til dette lå i deres aggressive kamp mot internasjonale åpenhetsinitiativ. Etter at statsminister

---

<sup>64</sup> The Judicial Committee of the Privy Council.

<sup>65</sup> «La det gå som det vil»- mentalitet (Gundersen, 2014).



---

Jean-Claude Juncker gikk av i 2013 har Luxembourg gjort en rekke endringer som har forbedret landets finansielle transparens. Landet får en sekretessscore på 55,1, men det er fortsatt forbedringspotensiale, noe *Luxleaks*<sup>66</sup> i 2014 understreker. Der ble det avslørt at flere internasjonale selskaper fikk hjelp av profesjonelle aktører i Luxembourg til å drive skatteplanlegging. Resultatet var i visse tilfeller en effektiv skattesats på mindre enn en prosent (Tax Justice Network, 2015). Dette eksempelet sier ikke nødvendigvis noe om hemmeligholdet i Luxembourg, men det faktum at de som bidro til avsløringen måtte møte i retten sier noe om sekretesselovgivningen. Luxembourgs sekretesse er primært basert på taushetsplikten til profesjonelle advokater, og kan være et hinder for informasjonsinnhenting om eierstruktur.

Belgia oppnår en sekretessscore på 40,9, og beskrives ikke som en sekretesse jurisdiksjon, men et skatteparadis. De scorer godt på flere dimensjoner knyttet til transparens. Informasjon om eierstruktur i den belgiske andelen på Oslo Børs synes å være lettere tilgjengelig og med høyere kvalitet enn de tre foregående landene. Landet trekkes frem som et skatteparadis fordi det tilbyr gunstige skattereduksjoner for selskaper med fokus på forskning og utvikling, samt begrenset skatt på dividende mottatt fra datterselskap i andre land (Tax Justice Network, 2015).

Et land med en mindre andel investeringer i Norge, men med en høy sekretessscore er Sveits. Landet har en lang historie og tradisjon for å ha strenge sekretesseregler. Sekretessen i Sveits forekommer gjerne i banksektoren, i motsetning til andre land der sekretessen ofte finnes i advokat-klient forholdet. Også her har det de siste årene vært en klar forbedring med hensyn til åpenhet om eierstruktur og andre finansielle forhold. De har deltatt i flere åpenhetsinitiativer, men har i visse tilfeller stilt særegne krav for å inngå avtaler. Dette viser at det er avvik mellom hva de internasjonale organisasjonene ønsker og hvor langt Sveits er villige til å strekke seg på området. I tillegg er det et par avgjørende momenter som gjør at Sveits får en score på 72,6. Økt fokus på hemmelighold har ført til endringer i kapitalflyten ut fra landet. Metoden kalles «sebra strategi», det vil si *hvite* penger til rike industrialiserte land, og *svarte* penger til fattige utviklingsland. Dette komplementeres av strenge sekretesseregler og straffeforfølgelse hvis en bryter disse (Tax Justice Network, 2015).

---

<sup>66</sup> Avsløring av omfattende skatteplanlegging i Luxembourg satt opp av PricewaterhouseCoopers.

Fra tabell 8.6 ser vi at flere av de andre statene har tilknytning til Storbritannia, enten historisk og eller gjennom samarbeid den dag i dag. Det viser at Storbritannia indirekte har stor påvirkning på andelen med høy sekretessscore på Oslo Børs. I forhold til skjult eierskap kjennetegnes statene i tabellen av lite samarbeidsvilje om informasjonsutveksling, ring-fencing og strenge sekretesseregler.

Fra figur 8.5 ser vi at det er store forskjeller på grad av sekretesse på utenlandsk andel i enkeltsselskap. Selskapet med lavest sekretessscore har 33,3, mens den høyeste scoren i et enkeltsselskap er 68,3. Ulikhetene i sekretessscore på selskapsnivå kan påvirke investorens valg av risikoprofil. Vi ser også at de fleste selskaper befinner seg i intervallet 40-50. Intervallet fanger bredt og synes å reflektere de største utenlandske andelene i tabell 8.5.

### 8.3 I hvilke sektorer på Oslo Børs er omfanget størst?

Oslo Børs er internasjonalt anerkjent for å være verdensledende for sektorene energi, sjømat og shipping (Oslo Børs, 2016). Dette er i stor grad et resultat av vår geografiske posisjon med lang kystlinje. På grunn av dette vil mange utenlandske investorer som ønsker seg eksponering mot disse bransjene velge å investere på Oslo Børs. I forlengelsen av dette er det rimelig å anta at de ulike bransjene på Oslo Børs vil ha ulik eksponering mot problemene reist i denne oppgaven. I dette delkapittelet skal vi først presentere deskriptiv statistikk på bransjenivå både ved forvalterkonti og utenlandsk aksjonærstruktur, før vi vurderer antagelsen om at skjult eierskap er bransjespesifikt.

#### *Forvalterkonti*

Tabell 8.7 viser bransjefordelingen på Oslo Børs. Per 7. oktober 2016 var energibransjen den klart største med hele 50 selskaper og 32,5 prosent av total markedsverdi, noe som tilsvarer 628 milliarder kroner. Andre store bransjer målt i markedsverdi er finans, telekom og konsumvare, herunder sjømatselskaper.

Av tabellen ser vi også at forvalterregistrert andel er svært forskjellig mellom ulike bransjer. På den ene enden av skalaen skiller forbruksvare-, konsumvare- og materialselskaper seg ut med over en tredjedel av sin markedsverdi på forvalterkonti. I den andre enden finner vi forsyningsselskaper, egenkapitalbevis og helsesektoren med en relativt lav andel.

Bransje	Antall selskap	Markedsverdi (mNOK)	Andel av Oslo Børs	Forvalterregistrert (mNOK)	Forvalterregistrert (%)
Forbruksvare	8	77 285	4,0 %	28 088	36,3 %
Konsumvare	10	247 006	12,8 %	87 409	35,4 %
Material	8	155 476	8,0 %	53 887	34,7 %
IT	20	46 493	2,4 %	13 385	28,8 %
Telekom	2	199 609	10,3 %	54 183	27,1 %
Finans	15	351 640	18,2 %	88 518	25,2 %
Energi	50	628 378	32,5 %	133 909	21,3 %
Industri	33	127 673	6,6 %	19 300	15,1 %
Eiendom	5	43 018	2,2 %	5 759	13,4 %
Helse	8	6 514	0,3 %	681	10,5 %
Egenkapitalbevis	19	27 308	1,4 %	2 395	8,8 %
Forsyning	3	24 671	1,3 %	496	2,0 %
<b>Totalt</b>	<b>181</b>	<b>1 935 071</b>	<b>100,0 %</b>	<b>488 011</b>	<b>25,2 %</b>

Tabell 8.7: Oversikt over antall selskap, markedsverdi og forvalterkonti fordelt på bransje.

### Utenlandsk aksjonærstruktur – børsnoterte ASA

Tabell 8.8 inneholder de samme bransjene som over, med unntak av egenkapitalbevis. Utenlandsk andel varierer stort, men sammenligner man med forvalterregistrert andel så ser vi at disse har en høy samvariasjon. Sektoren for forbruksvare har over halve markedsverdien på utenlandske hender, mens forsyningselskaper kun har en utenlandsk eierandel på omtrent 6 prosent. Andre sektorer som skiller seg ut med en stor utenlandsk eierandel er konsumvare, material og IT der alle har over 40 prosent.

Sekretessscore på utenlandsk andel varierer fra forsyningssektoren med 52,7 og industrisektoren med 43,5. Hele fem av 11 bransjer har en utenlandsk andel som har en sekretessscore på over 50.

Bransje	Antall selskaper	Markedsverdi (mNOK)	Utenlandsk andel (mNOK)	Utenlandsk andel (%)	Sekretessescore utenlandsk andel	Interaksjonsledd
Forsyning	3	19 979	1 216	6,1 %	52,7	3,2
Energi	26	458 828	125 358	27,3 %	52,4	14,3
Telekom	2	223 453	76 591	34,3 %	51,3	17,6
Konsumvare	8	181 112	85 342	47,1 %	51,1	24,1
Material	7	180 581	75 654	41,9 %	50,3	21,1
Finans	12	311 138	113 338	36,4 %	49,5	18,0
Eiendom	5	35 963	7 996	22,2 %	48,6	10,8
Forbruksvare	8	94 006	49 387	52,5 %	47,7	25,1
IT	15	39 125	16 199	41,4 %	46,4	19,2
Helse	7	4 440	802	18,1 %	44,2	8,0
Industri	26	101 934	23 479	23,0 %	43,5	10,0
Totalt	119	1 650 559	575 363	34,90 %	50,2	17,5

Tabell 8.8: Oversikt over antall selskap, markedsverdi, utenlandsk andel og sekretessescore fordelt på bransje.

### Drøftelse

I innledningen til dette delkapittelet gjorde vi en antagelse at bransjenes eksponering mot utenlandske investorer var bransjespesifikt da Norge er internasjonalt anerkjent for spesielt noen få bransjer. Vår deskriptive analyse støtter dette til en viss grad. Konsumvare (sjømat) har en høy andel utlendinger med 47,1 prosent, og de fleste av disse bruker forvalterkonti. Energibransjen har en lavere andel utlendinger og forvalterkonti enn man kunne forvente, men her påvirker den norske stat sin 67 prosent eierandel i Statoil en god del. Da shippingbransjen er fordelt på både energi og industri må disse to sees i sammenheng. Begge disse bransjene kommer relativt lavt ut på både andel utlendinger og forvalterkonti, og således vurderer vi det slik at shippingselskaper ikke er mest utsatt. En grunn til dette kan være at mange shippingselskaper har noen få familier som eier store andeler i selskapene. Foruten disse tre bransjene ser man at forbruksvare, material og IT skiller seg ut med relativt store andeler utenlandske investorer, hvor mange av disse bruker forvalterkonti.

Isolerer vi den utenlandske eierandelen for å vurdere hvor problematiske disse er, ser en at noen bransjer har en overvekt av utenlandske investorer fra land med høy sekretessescore. Forsyning, energi, telekom, konsumvare og material har alle en score på over 50. I hvilken grad denne scoren er problematisk i praksis er en vanskeligere vurdering, men relativt til Norges score på 38,5 er dette høyt.

For å vurdere hvilke bransjer som er mest utsatt for skjult eierskap må vi se både utenlandsk andel og sekretessescore på denne andelen i sammenheng. Interaksjonsleddet i tabell 8.8 viser disse to variablene multiplisert med hverandre. Tallet i seg selv gir ingen dyp innsikt,

men det gir oss en rangering og viser relative forskjeller mellom bransjer. I denne tabellen ser vi at forsyningsbransjen har høyest sekretessscore på utenlandsk andel, men siden den utenlandske andelen er ganske lav er dette ikke et stort problem. Ut fra denne listen ser vi at det særlig er tre bransjer som utmerker seg med både en høy andel utlendinger og en høy sekretessscore på denne andelen. Disse er forbruksvare, konsumvare og material. Sammenligner man denne listen opp mot tabell 8.7 ser man at dette er de samme bransjene som har høyest andel forvalterkonti.

## 9. Avslutning

### 9.1 Konklusjon

Utredningen har hatt som formål å gi et oppdatert bilde på omfanget av skjult eierskap på Oslo Børs. Vi har sett på bruken av forvalterkonti, men også på hvilke land som er registrert i første ledd på utenlandsk kapital. Bakgrunnen for problemstillingen er den senere tids aktualisering av skjult eierskap og konsekvenser av dette. Vi mener at en oversikt over potensialet for skjult eierskap er et viktig fundament for utarbeidelsen av tiltak og for debatten om et mer åpent samfunn.

Analysen på bruken av forvalterkonti viser at 25,2 prosent av markedsverdien på Oslo Børs er forvalterregistrerte aksjer, noe som tilsvarer verdier for 488 milliarder norske kroner. Dette er en investeringsmetode som Økokrim har trukket frem i sin trusselvurdering for 2015-2016 som problematisk. Andelen for utenlandskregistrerte selskaper er større enn for norske ASA. Bruken viser seg likevel å være selskapsspesifikk, og 43 av 181 selskaper har en forvalterkontoandel over 30 prosent. Vår analyse viser at store selskap er mer eksponert mot forvalterkonti enn middels og små selskap. For de største aksjonærene over fem prosent finner vi at de minste selskapene har en større andel forvalterregistrerte aksjer som har flagget informasjon om eiere. Selv om denne informasjonen ofte kan være mangelfull med hensyn til reelle eiere, kan det trekke i retning av at skjult eierskap gjennom forvalterkonti er et større problem i store selskap.

I vår analyse av andelen utenlandsk kapital i norske ASA finner vi en vektet sekretessscore på 50,2, mot Norges score på 38,5. Som en konsekvens av dette finner vi at sekretessscore, inkludert norsk andel, øker ved økt andel utlendinger. Det medfører at utenlandsk kapital vil kunne ha en negativ påvirkning på transparensen i eierstruktur. Vi finner at de registrerte utenlandske landene i aksjonærregisteret med størst andel investeringer i Norge er USA, Storbritannia, Luxembourg og Belgia. USA og Luxembourg har vesentlig høyere sekretesse enn Norge. Analysen viser at over 21 milliarder i norske ASA er registrert i land som kan betegnes som skatteparadis, deriblant Sveits.

Blant bransjer på Oslo Børs finner vi at tre av dem skiller seg ut med store andeler forvalterkonti, samt store andeler utenlandske investorer med tilhørende høy sekretessscore. De tre mest utsatte bransjene for skjult eierskap er *forbruk, konsum og material*.

---

Vår utredning finner et stort potensiale for skjult eierskap både gjennom forvalterkonti og hvilke registrerte land som er representert i den utenlandske andelen av kapitalen. Hvis en antar at reelle eiere bak disse andelene ikke er skjult, er utredningen i beste fall et eksempel på omfanget av internasjonal skatteplanlegging. Det synes å foreligge et internasjonalt systemisk problem der skadelige strukturer tillates, med konsekvenser for investorer, selskaper og samfunnet. Spørsmålet knytter seg til hvorfor dette tillates da det finnes andre investeringsalternativ som ville fremmet åpenhet og likhet, uten nevneverdige implikasjoner for investor. Et eksempel på dette er at utenlandske investorer i Norge, på lik linje med de som bruker forvalter, kunne benyttet seg av en kontofører som ville tatt seg av det praktiske arbeidet med kontoen i VPS.

## 9.2 Svakheter ved analysen

Under følger det en gjennomgang av svakheter og begrensninger ved utredningen.

### *Begrensninger ved utvalg*

Fra RF-1086 Aksjonærregisteroppgaven har vi hentet ut informasjon om norske allmennaksjeselskap i forskningsspørsmål 2. Vi har ikke sett på tilsvarende investortinformasjon i utenlandskregistrerte selskap. Landkodene gir oss kapitalens siste registrerte opphav, men sier ingenting om hvor reell eier investerer i fra. Vi har heller ikke mulighet til å skille på om investeringene stammer fra forvalterkonti, personer eller selskap. Informasjonen som ligger til grunn er hentet ut 31. desember 2015 og reflekterer ikke nødvendigvis dagens eierstruktur.

På aksjonærer over fem prosent har vi hentet inn informasjon fra selskapenes hjemmeside. En begrensning her er at antall oppgitte aksjonærer ikke er konsistent, og i noen tilfeller mangelfull. 13 selskaper hadde ingen tilgjengelig informasjon. For resterende selskaper varierte antall oppgitte aksjonærer fra 50 til 10. I tilfeller der det var oppgitt mer enn 20 aksjonærer benyttet vi oss kun av de 20 største. Det var også store forskjeller på hvor oppdatert informasjonen var. Noe av informasjonen er oppdatert i november 2016, mens den minst oppdaterte informasjonen over aksjonærer dateres tilbake til årsrapporten fra 2015. Det vil kunne forekomme avvik mellom denne informasjonen og faktisk eierstruktur i 2016. Data på forvalterkonti er datert til 7. oktober 2016.

### *Begrensninger ved metode*

Skjult eierskap er et vagt tema med lite tilgjengelig informasjon. Det har gjort det vanskelig å kvantifisere omfanget av det. Vi bruker forvalterkonti og sekretessscore som en proxy på skjult eierskap. Begge deler har blitt trukket frem som problematiske for åpenhet om eierstruktur. Det er likevel vanskelig å si noe om den direkte koblingen til skjult eierskap. I praksis brukes det flere definisjoner på reelt eierskap. Tilgjengelig informasjon om eiere kan derfor være i ulike ledd, og må analyseres på detaljnivå, noe vi ikke har hatt anledning til.

## 9.3 Forslag til videre arbeid

Vi har i denne utredningen sett på skjult eierskap i aksjer på Oslo Børs. En naturlig fortsettelse av dette vil være å se på utviklingen av skjult eierskap over tid. Dette kan sees på i sammenheng med lovendringer og andre reguleringer som har hatt til hensikt å gjøre markedet mer transparent. En kan også gå mer i dybden på enkelte selskap eller bransjer. Videre er det mulig å se nærmere på investeringer på Merkur Market. Markedsplassen ble opprettet i 2016 og er mindre regulert enn hovedlisten på Oslo Børs, noe som gjør en vurdering av eierstruktur interessant. I tillegg til aksjer kan det være mulig å se på omfanget av skjult eierskap i obligasjonsmarkedet. Fra selskapets ståsted er det essensielt å komme i kontakt med obligasjonseiere ved restruktureringsplaner, og da vil informasjon om eierstruktur være viktig.



---

## Litteraturliste

- Aale, P., Strøm, T. J., Torset, N. S., Bjørnstad, S., & Staveland, L. (2016). *Panama Papers: Aftenposten*. Hentet November 29, 2016 fra Aftenposten: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Tidenes-storste-dokumentlekkasje-avslorer-at-statsledere-og-politikere-gjemmer-bort-milliarder-54898b.html>
- Becker, C. (2012). *Nyheter: DN*. Hentet Oktober 22, 2016 fra DN: <http://www.dn.no/nyheter/2012/10/02/finanskjendiser-flytter-markedet>
- Bjørnstad, J. (2015). *Statistikk: Store Norske Leksikon*. Hentet Oktober 28, 2016 fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/statistikk>
- Carlsen, H. (2016). *Panama Papers: NRK*. Hentet Oktober 22, 2016 fra NRK: [https://www.nrk.no/urix/aftenposten\\_-tre-dnb-stramenn-satt-i-4000-styrer-hver-1.12892328](https://www.nrk.no/urix/aftenposten_-tre-dnb-stramenn-satt-i-4000-styrer-hver-1.12892328)
- CFS International Formations Limited. (2016). *CFS International Formations Limited*. Hentet November 25, 2016 fra <http://www.cfsformations.com/>
- Dahlum, S. (2015). *Validitet: Store norske leksikon*. Hentet November 13, 2016 fra Store norske leksikon: <https://snl.no/validitet>
- Digranes, J., & Hovland, A. (2013). *Høringsuttalelser: Finans Norge*. Hentet November 15, 2016 fra Finans Norge: <https://www.finansnorge.no/politikk/horingsuttalelser/horingsuttalelser-2013/eierkontrollregler-for-borser-og-verdipapirregistre/>
- DNB ASA. (2016). *Generalforsamlingsinfo: Newsweb*. Hentet Oktober 5, 2016 fra Newsweb: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=398418>
- DNB Livsforsikring AS. (2015). *Investeringskonto - forsikringsvilkår*. Bergen: DNB Livsforsikring AS. Hentet fra Forsikringsvilkår.
- Falck-Ytter, E. (2005). *Duo:UiO*. Hentet Oktober 14, 2016 fra UiO: <https://www.duo.uio.no/handle/10852/20298>

- Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. New York: Journal of Finance.
- Farbrot, A. (2011). *Forskning: BI*. Hentet Oktober 20, 2016 fra BI: <https://www.bi.no/bizreview/artikler/Nyheter-2011/utlendinger-setter-fart-pa-norsk-okonomi/>
- FATF. (2014). *Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures - Norway: FATF*. Hentet September 22, 2016 fra FATF: [www.fatf-gafi.org/topics/mutualevaluations/documents/mer-norway-2014.html](http://www.fatf-gafi.org/topics/mutualevaluations/documents/mer-norway-2014.html)
- Finansdepartementet. (2014). *Skatteetatens samfunnsoppdrag - nå og i fremtiden: Regjeringen*. Hentet November 6, 2016 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Skatteetatens-samfunnsoppdrag--na-og-i-fremtiden/id766764/>
- Finansdepartementet. (2016). *Endringer i ligningsloven, Prop. 120 L*. Oslo: Finansdepartementet.
- Finansdepartementet. (2016). *EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv: Regjeringen*. Hentet Oktober 10, 2016 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2013/mars/fjerde-hvitvaskingsdirektiv/id2433389/>
- Finanskomiteen. (2015). *Innstilling til Stortinget fra Finanskomiteen, dokument 8:57 S (2014-2015)*. Oslo: Finanskomiteen.
- Finanstilsynet. (2015). *Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4*. Hentet September 27, 2016 fra Finanstilsynet: [http://www.finanstilsynet.no/Global/Verdipapiriromradet/Investoraterferd/Veiledning\\_verdipapirhandelloven-kap-3-4\\_04-2014.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Verdipapiriromradet/Investoraterferd/Veiledning_verdipapirhandelloven-kap-3-4_04-2014.pdf)
- Finanstilsynet. (2016). *Konsesjonsregister: Finanstilsynet*. Hentet November 18, 2016 fra Finanstilsynet: <http://www.finanstilsynet.no/no/Venstremeny/Konsesjonsregister/?q=&type=98>
- Finanstilsynet. (2016). *Veiledning til søknad: Finanstilsynet*. Hentet Oktober 10, 2016 fra Finanstilsynet:

---

<http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Forvaltningsselskaper/Tilsyn-og-overvakning/Krav-til-konsesjon/Veiledning-til-soknad-om-tillatelse-til-a-sta-oppfort-som-forvalter-nominee/>

Gjedebo, C., & Øverland, O. (2006). Langsiktig kapitalforvaltning - en styreguide med hensyn til forventet avkastning og risikooppfølging. *Magma*.

Grossman, S., & Stiglitz, J. (1980). *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. The American Economic Review.

Gundersen, D. (2014). *Laissez Faire: Store Norske Leksikon*. Hentet November 13, 2016 fra Store Norske Leksikon: [https://snl.no/laissez\\_faire](https://snl.no/laissez_faire)

Hansen, T. (2015). *Sekundærdata: Nmf Norges Markedsanalyseforening*. Hentet November 5, 2016 fra Nmf Norges Markedsanalyseforening: <http://www.analysen.no/latest-news/item/sekundaerdata>

Harrington, B. (2015). *Business: The Atlantic*. Hentet November 23, 2016 fra The Atlantic: <http://www.theatlantic.com/business/archive/2015/10/elite-wealth-management/410842/>

Harrington, B. (2016). *Business: The Guardian*. Hentet November 23, 2016 fra The Guardian: <https://www.theguardian.com/business/2016/sep/21/how-to-hide-it-inside-secret-world-of-wealth-managers>

Hemsett, M., & Jacobsen, S. K. (2015). *Åpent eierskap*. Oslo: Tax Justice Network - Norge, Finans Norge og IKT-Norge.

Hungerholt, Ø. (2016). Verdipapirsentralen.

Invesco Ltd. (2016). *What we do: Invesco*. Hentet November 29, 2016 fra Invesco: <http://www.invesco.com/corporate/about-us/what-we-do>

Jacobsen, S. K., & Ringstad, P. H. (2014). *Skjulte eiere*. Oslo: Tax Justice Network - Norge.

Joly, E., & Baker, R. (2008). The issue of illicit financial flows. *Commentaire*(31/124).  
Hentet fra

<http://www.gfintegrity.org/storage/gfip/rwb%20ej%20winter%202008%20commentaire%20piece.pdf>

KPMG. (2016). *Verdt å vite: KPMG*. Hentet November 29, 2016 fra KPMG: <http://verdtavite.kpmg.no/internprising-transfer-pricing.aspx>

Mediebruket AS. (2016). *Aksjeeiere.no*. Hentet September 28, 2016 fra Aksjeeiere: <http://aksjeeiere.no/>

Meinich, P. (2014). *Kapitalflukt: Store Norske Leksikon*. Hentet Desember 3, 2016 fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/kapitalflukt>

Mogstad, L. T., & Nisted, I. (2012). *Primære og sekundære datakilder: Ndla*. Hentet Oktober 15, 2016 fra Ndla: <http://ndla.no/nb/node/93370?fag=52293>

NBIM. (2010). *Uttrykk: NBIM*. Hentet Oktober 17, 2016 fra NBIM: <https://www.nbim.no/no/apenhet/ord-og-uttrykk/#L>

NOU 2005: 13. (2005). *NOU 2005:13 Om forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper*. Oslo: Statens forvaltningstjeneste.

NOU 2009: 19. (2009). *NOU 2009: 19 Skatteparadis og utvikling*. Oslo: Departementenes servicesenter/Informasjonsforvaltning.

NOU 2012: 2. (2012). *NOU 2012: 2 Utenfor og innenfor - Norges avtaler med EU*. Oslo: Departementenes servicesenter/Informasjonsforvaltning.

NOU 2015: 12. (2015). *NOU 2015: 12 Ny lovgivning om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering*. Oslo: Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon.

Obama, B. (2008). *Politics: New York Times*. Hentet September 26, 2016 fra New York Times: <http://www.nytimes.com/2008/01/05/us/politics/05text-ddebate.html>

OECD. (2006). *Seoul declaration: OECD*. Hentet November 13, 2016 fra OECD: <http://www.oecd.org/ctp/administration/seouldeclarationoecdtaxadministratorstojoinforcesinfightingtaxnon-compliance.htm>

OECD. (2016). *BEPS: OECD*. Hentet November 24, 2016 fra OECD: <http://www.oecd.org/tax/beps/beps-actions.htm>

- 
- Oslo Børs. (2014). *IR Anbefaling: Oslo Børs*. Hentet November 25, 2016 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Oslo-Boers-IR-anbefaling>
- Oslo Børs. (2015). *Flagging: NewsWeb*. Hentet November 12, 2016 fra NewsWeb: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=376927>
- Oslo Børs. (2015). *Nyheter: Oslo Børs*. Hentet Oktober 8, 2016 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Oslo-Boers-aapner-ny-markeds plass-Merkur-Market>
- Oslo Børs. (2016). *Aksjeindekser: Oslo Børs*. Hentet November 12, 2016 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Markedsdata/Aksjeindekser>
- Oslo Børs. (2016). *Markedsovervåkning: Oslo Børs*. Hentet November 25, 2016 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking>
- Oslo Børs. (2016). *Om oss: Oslo Børs*. Hentet Desember 1, 2016 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers>
- Oslo Børs. (2016). *Om oss: Oslo Børs VPS*. Hentet Oktober 24, 2016 fra Oslo Børs VPS: <http://www.osloborsvps.no/Oslo-Boers-VPS/Om-konsernet>
- Oslo Børs. (2016). *Årsstatistikk: Oslo Børs*. Hentet November 29, 2016 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk>
- Osmundsen, P. (2002). Når noen vet mer enn andre. *Magma*.
- Pedersen, O. (2016). *Historien bak aksjonærregisteret: Kommunal Rapport*. Hentet September 15, 2016 fra Kommunal Rapport: <http://kommunal-rapport.no/2016/05/historien-bak-apningen-av-aksjonaerregisteret>
- Schjelderup, G. (2011). *Secrecy Jurisdictions*. Bergen: Norwegian School of Economics.
- Schjelderup, G. (2016). *Skatteparadis: Store Norske Leksikon*. Hentet Oktober 25, 2016 fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/skatteparadis>

- Schjelderup, G. (2016). *Tid for tiltak: NHH*. Hentet November 1, 2016 fra NHH: <https://www.nhh.no/forskning/forskningsnytt/arkiv-forskningsartikler/2016/april/tid-for-tiltak/>
- Skatteetaten. (2015). *Lignings ABC: Skatteetaten*. Hentet November 12, 2016 fra Skatteetaten: [http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Rettskilder/Handboker/Lignings-ABC\\_old/Kapitler/U/?mainchapter=134000&chapter=134000#x134000](http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Rettskilder/Handboker/Lignings-ABC_old/Kapitler/U/?mainchapter=134000&chapter=134000#x134000)
- Skatteetaten. (2016). *Person: Skatteetaten*. Hentet Oktober 9, 2016 fra Skatteetaten: <http://www.skatteetaten.no/no/Person/Skatteoppgjor/Sok-i-skatteliste/Omskattelist-for-inntektsaret/?chapter=5000#kapitteltekst>
- Statoil ASA. (2016). *Generalforsamlingsinfo: Newsweb*. Hentet Oktober 5, 2016 fra Newsweb: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=399168>
- STEP. (2016). *Advanced certificates: STEP*. Hentet November 23, 2016 fra STEP: <http://www.step.org/qualifications/advanced-certificates>
- Sundnes, T., & Sæter, K. (2012). *Skattejakten: SKUP*. Hentet Oktober 26, 2016 fra SKUP: [http://www.skup.no/metoderapporter/2012/2012-35\\_Skattejakten.pdf](http://www.skup.no/metoderapporter/2012/2012-35_Skattejakten.pdf)
- Svarva, O. (2016). *Nyheter: Folketrygdfondet*. Hentet November 24, 2016 fra Folketrygdfondet: [http://www.folketrygdfondet.no/nyheter/velfungerende-finansmarkeder-utviklingstrekk-sett-fra-en-institusjonell-investors-stated-article697-176.html](http://www.folketrygdfondet.no/nyheter/velfungerende-finansmarkeder-utviklingstrekk-sett-fra-en-institusjonell-investors-stasted-article697-176.html)
- Sættem, J. (2015). *Norge: NRK*. Hentet September 15, 2016 fra NRK: [https://www.nrk.no/norge/enormt-skjult-eierskap-i-norge\\_-\\_kan-gjore-korrupsjon-vanskeligere-a-avsløre-1.12163657](https://www.nrk.no/norge/enormt-skjult-eierskap-i-norge_-_kan-gjore-korrupsjon-vanskeligere-a-avsløre-1.12163657)
- Tax Justice Network - Norge. (2016). *Om oss: Tax Justice Network*. Hentet September 27, 2016 fra Tax Justice Network: [http://taxjustice.no/om\\_oss/](http://taxjustice.no/om_oss/)
- Tax Justice Network. (2015). *Financial Secrecy Index - Narrative Report on Belgium*. Tax Justice Network.

- 
- Tax Justice Network. (2015). *Financial Secrecy Index - Narrative Report on Luxembourg*. Tax Justice Network.
- Tax Justice Network. (2015). *Financial Secrecy Index - Narrative Report on Norway*. Tax Justice Network.
- Tax Justice Network. (2015). *Financial Secrecy Index - Narrative Report on Switzerland*. Tax Justice Network.
- Tax Justice Network. (2015). *Financial Secrecy Index - Narrative Report on United Kingdom*. Tax Justice Network.
- Tax Justice Network. (2015). *Financial Secrecy Index - Narrative Report on United States*. Tax Justice Network.
- Tax Justice Network. (2015). *Financial Secrecy Index 2015 - Methodology*. Tax Justice Network.
- TJN-Norge & Changemaker. (2012). *Skjult*. Oslo: Tax Justice Network - Norge/Changemaker.
- Torset, N. (2016). *Økonomi: Aftenposten*. Hentet November 12, 2016 fra Aftenposten: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Snart-kommer-EUs-svarteliste-for-skatteparadiser---se-hvilke-land-som-kan-havne-der-608536b.html>
- UiO. (2016). *Forvalterregistrering av aksjer*. Det juridiske fakultet. Oslo: UiO.
- Utenriksdepartementet. (2015). *EØS: Regjeringen*. Hentet Oktober 14, 2016 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/eos1/hva-avtalen-omfatter/id685024/>
- VPS. (2016). *Kontofører: VPS*. Hentet Oktober 12, 2016 fra VPS: <http://www.vps.no/pub/investor-og-selskap/investor/hva-er-en-kontoforer/>
- VPS. (2016). *Nominee ID: VPS*. Hentet November 15, 2016 fra VPS: <http://www.vps.no/pub/tjenester/tjenester-for-selskaper/nominee-id/>

Willebois, E., Halter, E., Harrison, R., Park, J., & Sharman, J. (2011). *The Puppet Masters - How the Corrupt Use Legal Structures to Hide Stolen Assets and What to Do About It*. Washington DC: Stolen Asset Recovery Initiative/The World Bank.

Woxholth, G. (2009). *Studier: UiO*. Hentet September 29, 2016 fra UiO: <http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/JUR3000/h09/JUR3000SEL2/undervisningsmateriale/Disp%20Forelesninger%20over%20selskapsrett%20i%20detaljer.pdf>

Yara International ASA. (2016). *Generalforsamlingsinfo: Newsweb*. Hentet Oktober 5, 2016 fra Newsweb: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=399375>

Økokrim. (2015). *Trusselvurdering 2015-2016*. Oslo: Økokrim.

Ørvik, C. (2016). *Nyheter: VG*. Hentet November 18, 2016 fra VG: <http://www.vg.no/nyheter/innenriks/skatt/rekordmange-nordmenn-innroemmer-aa-unndra-verdier-fra-beskatning/a/23764237/>



# Appendiks

## A.1 Bransjeinndeling og selskapsstørrelse

Navn	Bransje	Selskapsstørrelse	Navn	Bransje	Selskapsstørrelse
ABG SUNDAL COLLIER	Finans	Mid	INDRE SOGN SPAREBANK EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
AF GRUPPEN ASA A-AKSJER	Industri	Large	INTEROIL EXPLOR. AS	Energi	Small
AGASTI HOLDING ASA	Finans	Small	INTEX RESOURCES ASA	Material	Small
AKASTOR ASA	Energi	Mid	ITERA ASA	IT	Small
AKER ASA A-AKSJER	Finans	Large	JINHUI SHIPPING & T.	Industri	Small
AKER BP ASA	Energi	Large	JÆREN SPAREBANK EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
AKER SOLUTIONS ASA	Energi	Large	KID ASA	Forbruksvare	Small
AKVA GROUP ASA	Industri	Mid	KITRON ASA	IT	Small
AMERICAN SHIPPING CO	Industri	Mid	KONGSBERG AUTOMOTIVE	Forbruksvare	Mid
APTIX ASA	IT	Small	KONGSBERG GRUPPEN AS	Industri	Large
AQUALIS ASA	Energi	Small	KVÆRNER ASA	Energi	Mid
ARCHER LIMITED	Energi	Small	LERØY SEAFOOD GROUP	Konsumvare	Large
ARENDALS FOSSEKOMP.	Forsyning	Mid	MARINE HARVEST ASA	Konsumvare	Large
ASETEK ORD.	IT	Small	MEDISTIM ASA	Helse	Small
ATEA ASA A-AKSJER	IT	Mid	MELHUS SPAREBANK EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
AURSKOG SPAREBANK EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small	MULTICONSULT ASA	Industri	Small
AUSTEVOLL SEAFOOD	Konsumvare	Large	NAPATECH A/S	IT	Small
AVANCE GAS HOLDING	Energi	Small	NAVAMEDIC ASA	Helse	Small
AVOCET MINING PLC	Material	Small	NEL ASA	Industri	Mid
AXACTOR AB (PUBL)	Finans	Mid	NEXT BIOMETRICS GROU	IT	Mid
B2HOLDING ASA	Finans	Mid	NEXTGENTEL HOLDING A	Telekom	Small
BAKKAFROST	Konsumvare	Large	NORDIC NANOVECTOR AS	Helse	Small
BELSHIPS ASA	Industri	Small	NORDIC SEMICONDUCTOR	IT	Mid
BERGEN GROUP ASA	Energi	Small	NORSK HYDRO ASA	Material	Large
BIONOR PHARMA ASA	Helse	Small	NORSKE SKOGIND. ASA	Material	Small
BIOTEC PHARMACON ASA	Helse	Small	NORW. FIN. HOLDING	Finans	Large
BONHEUR ASA	Energi	Mid	NORWAY ROYAL SALMON	Konsumvare	Mid
BORGESTAD	Material	Small	NORWEGIAN AIR SHUTTL	Industri	Large
BORREGAARD ASA	Material	Mid	NORWEGIAN ENERGY COM	Energi	Small
BOUVET ASA	IT	Small	NORWEGIAN PROPERTY	Eiendom	Mid
BW LPG LIMITED	Energi	Mid	NRC GROUP ASA	Industri	Mid
BW OFFSHORE LIMITED	Energi	Mid	NTS ASA A-AKSJER	Industri	Small
BYGGMA ASA	Industri	Small	OCEAN YIELD ASA	Energi	Mid
CONTEXTVISION AB	Helse	Small	OCEANTEAM ASA	Energi	Small
CXENSE ASA	IT	Small	ODFJELL DRILLING LTD	Energi	Small
DATA RESPONS ASA	IT	Small	ODFJELL SE A-AKSJER	Industri	Mid
DEEP SEA SUPPLY PLC	Energi	Small	ODFJELL SE B-AKSJER	Industri	Mid
DNB ASA	Finans	Large	OLAV THON EIENDOM	Eiendom	Large
DNO ASA	Energi	Large	OPERA SOFTWARE ASA	IT	Large
DOF ASA	Energi	Small	ORKLA ASA A-AKSJER	Konsumvare	Large
EIDESVIK OFFSHORE	Energi	Small	P/F ATLANTIC PETROLE	Energi	Small
EKORNES ASA	Forbruksvare	Mid	PANORO ENERGY ASA	Energi	Small
EMAS OFFSHORE LIMITE	Energi	Small	PETROLEUM GEO-SERV.	Energi	Mid
EMGS ASA	Energi	Small	PETROLIA SE	Energi	Small
ENTRA ASA	Eiendom	Large	PHOTOCURE ASA	Helse	Small
EUROPRIAS ASA A-AKSJER	Forbruksvare	Mid	POLARCUS LIMITED	Energi	Small
FARSTAD SHIPPING ASA	Energi	Small	POLARIS MEDIA ASA	Forbruksvare	Small
FRED OLSEN ENERGY	Energi	Mid	PROSAFE SE	Energi	Small
Frontline Ltd	Energi	Large	PROTECTOR FORSIKRING	Finans	Mid
FUNCOM N.V.	IT	Small	Q-FREE ASA	IT	Small
GAMING INNOVATI INC.	IT	Mid	QUESTERRE ENERGY COR	Energi	Small
GC RIEBER SHIPPING	Industri	Small	RAK PETROLEUM PLC A-AKSJER	Energi	Mid
GIENSIDIGE FORS. ASA	Finans	Large	REACH SUBSEA ASA	Energi	Small
GOLDEN OCEAN GROUP	Industri	Mid	REC SILICON ASA	IT	Mid
GOODTECH ASA	Industri	Small	RENONORDEN ASA	Industri	Small
GRIEG SEAFOOD ASA	Konsumvare	Mid	SALMAR ASA	Konsumvare	Large
GYLDENDAL ASA	Forbruksvare	Small	SANDNES SPAREBANK EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
HAFSLUND ASA A-AKSJER	Forsyning	Large	SAS AB	Industri	Mid
HAFSLUND ASA B-AKSJER	Forsyning	Large	SCATEC SOLAR ASA	Forsyning	Mid
HAVFISK ASA	Konsumvare	Mid	SCHIBSTED ASA A-AKSJER	Forbruksvare	Large
HAVILA SHIPPING ASA ORD.	Energi	Small	SCHIBSTED ASA B-AKSJER	Forbruksvare	Large
HAVYARD GROUP ASA	Industri	Small	SEABIRD EXPLORATION A-AKSJER	Energi	Small
HELGELAND SPAR EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small	SEADRILL LIMITED	Energi	Large
HEXAGON COMPOSITES	Industri	Mid	SELVAAG BOLIG ASA	Eiendom	Mid
HØEGH LNG HOLDINGS	Energi	Mid	SEVAN DRILLING LTD.	Energi	Small
HØLAND OG SETSKOG SP EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small	SEVAN MARINE ASA	Energi	Small
I.M. SKAUGEN SE	Energi	Small	SIEM OFFSHORE INC.	Energi	Mid
IDEX ASA	IT	Mid	SIEM SHIPPING INC.	Industri	Small
INCUS INVESTOR ASA	Material	Small	SKANDIABANKEN ASA	Finans	Mid

Navn	Bransje	Selskapsstørrelse
SKIENS AKTIEMØLLE	Finans	Small
SKUE SPAREBANK EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
SOLSTAD OFFSHORE ASA	Energi	Small
SOLVANG ASA	Industri	Small
SONGA OFFSHORE SE	Energi	Small
SPAREB. NORD-NORGE EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Mid
SPAREBANK 1 SMN EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Mid
SPAREBANK 1 SR-BANK	Finans	Large
SPAREBANKEN MØRE EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Mid
SPAREBANKEN SØR EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
SPAREBANKEN VEST EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Mid
SPAREBANKEN ØST EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
SPB 1 BV EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
SPB 1 NØTTERØY TØNSB EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
SPB 1 RINGERIKE HADE EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Mid
SPB 1 ØSTFOLD AKERSH EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Mid
SPECTRUM ASA	Energi	Mid
STATOIL ASA	Energi	Large
STOLT-NIELSEN LIMITE	Industri	Mid
STOREBRAND ASA ORD.	Finans	Large
STORM REAL ESTATE AS	Eiendom	Small
STRONGPOINT ASA	IT	Small
SUBSEA 7 S.A.	Energi	Large
TANKER INVESTMENTS L	Energi	Mid
TEAM TANKERS	Industri	Mid
TECHSTEP ASA	IT	Small
TELENOR ASA	Telekom	Large
TGS NOPEC GEOPHYSIC.	Energi	Large
THE SCOTTISH	Konsumvare	Small
THIN FILM ELECTRONIC	IT	Mid
TIDE ASA	Industri	Small
TOMRA SYSTEMS ASA	Industri	Large
TOTENS SPAREBANK EGENKAPIT	Egenkapitalbevis	Small
TREASURE ASA	Industri	Mid
TTS GROUP ASA	Industri	Small
VARDIA INSURANCE GRO	Finans	Small
VEIDEKKE ASA	Industri	Large
VOSS VEKSEL OG L.BNK	Finans	Small
WEIFA ASA	Helse	Small
WENTWORTH RESOURCES	Energi	Small
WILH. WILH. HOLDING A-AKSJER	Industri	Mid
WILH. WILH. HOLDING B-AKSJER	Industri	Mid
WILH. WILHELMSSEN ASA	Industri	Mid
WILSON ASA	Industri	Small
XXL ASA A-AKSJER	Forbruksvare	Large
YARA INTERNATIONAL	Material	Large
ZALARIS ASA A-AKSJER	Industri	Small

## A.2 Sekretesse score fra Financial Secrecy Index

Rangering	Land	Sekretesse score	Rangering	Land	Sekretesse score
1	Samoa	85,9	52	Japan	57,5
2	St. Lucia	83,0	53	Tyskland	56,4
3	Liberia	82,9	54	Tyskland	56,4
4	Brunei	82,8	55	Luxembourg	55,1
5	Antigua og Barbuda	81,0	56	Costa Rica	54,6
6	Marshalløylene	79,5	57	Kina	54,3
7	Bahamas	79,0	58	Chile	53,9
8	Nauro	78,9	59	Østerrike	53,7
9	Belize	78,9	60	Russland	53,6
10	Libanon	78,8	61	Israel	52,8
11	Barbados	78,3	62	Brasil	51,8
12	St. Kitts og Nevis	78,0	63	Slovakia	50,1
13	St. Vincent	78,0	64	Kypros	49,8
14	De Arabiske emirater	77,4	65	Malta	49,5
15	Andorra	76,6	66	Nederland	48,5
16	Dominica	76,2	67	New Zealand	46,5
17	Liechtenstein	76,0	68	Canada	45,8
18	Cookøylene	75,9	69	Island	45,6
19	Grenada	75,9	70	Mexico	45,0
20	Guatemala	75,7	71	Latvia	44,7
21	Malaysia	75,3	72	Estland	44,2
22	Monaco	74,4	73	Sør-Korea	44,1
23	Bahrain	73,7	74	Australia	43,5
24	Sveits	72,6	75	Frankrike	42,5
25	Panama	72,4	76	Sør-Afrika	41,6
26	Mauritius	72,2	77	Belgia	40,9
27	Hong Kong	72,0	78	Storbritannia	40,8
28	Botswana	71,4	79	Irland	40,4
29	Turks/Caicosøylene	71,3	80	Portugal	39,4
30	Seychellene	71,2	81	India	39,2
31	Uruguay	70,9	82	Norge	38,5
32	Macao	69,8	83	Hellas	36,4
33	San Marino	69,6	84	Polen	36,3
34	Jomfruøylene Am.	69,3	85	Sverige	36,0
35	Anguilla	69,2	86	Ungarn	35,9
36	Singapore	69,0	87	Den Tjekkiske Rep.	35,2
37	Aruba	67,7	88	Italia	35,0
38	Montserrat	67,4	89	Slovenia	34,0
39	Ghana	67,1	90	Spania	32,7
40	Gibraltar	67,1	91	Finland	31,4
41	Makedonia	66,4	92	Danmark	30,9
42	Bermuda	66,3	NA	Maldivene	(76-84)
43	Caymanøylene	65,2	NA	Paraguay	(75-83)
44	Jersey	64,9	NA	Tanzania	(73-81)
45	Tyrkia	64,1	NA	Bolivia	(72-80)
46	Isle of Man	63,8	NA	Taiwan	(67-75)
47	Guernsey	63,6	NA	Den Dominikanske Rep.	(65-73)
48	Filippinene	63,1	NA	Venezuela	(64-72)
49	Saudi-Arabia	61,1	NA	Montenegro	(60-68)
50	Jomfruøylene Brit.	60,2	NA	Gambia	(73-81)
51	USA	60,0	NA	Vanuatu	86,6