



Økt åpenhet på Oslo Børs

En kvalitativ studie av behovet for økt åpenhet om utenlandske eiere av forvalterregistrerte aksjer på Oslo Børs

Janette Ø. Hetland og Birgitte Flåten

Veileder: Kasper Vagle

Masteroppgave i Regnskap og Revisjon

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.

Sammendrag

Denne masterutredningen er en studie av behovet for økt åpenhet i forvalterkonti på Oslo Børs. Hovedregelen i allmennaksjeloven er at aksjeeierne skal innføres i aksjeeierregisteret, mens unntaket er forvalterregistrering. Forvalterregistrering gir utenlandske aksjonærer anledning til å innføre forvalterne i aksjeeierregisteret, mens underliggende eiere forblir skjult for allmennheten.

Formålet med studien er å kartlegge behovet for innsyn i utenlandske aksjeeieres forvalterkonti og hvilke konsekvenser et krav om økt åpenhet kan medføre. Basert på dette har vi utarbeidet følgende problemstilling:

Er det behov for økt åpenhet om utenlandske aksjonærer som holder aksjer i medhold av allmennaksjeloven § 4-10?

Problemstillingen er videre delt inn i to forskningsspørsmål. Først undersøker vi hvordan et krav om økt åpenhet i forvalterkonti kan bidra til å avdekke økonomisk kriminalitet og andre kritikkverdige forhold. Videre undersøker vi hvordan et krav om økt åpenhet i forvalterkonti kan påvirke aksjemarkedet.

I vårt første forskningsspørsmål finner vi at det er usikkert hvordan innsyn i forvalterkonti bidrar med å avdekke økonomisk kriminalitet. Et gjentakende argument for innsynsrett er hensynet til allmennheten. Hva allmennheten skal bruke åpenheten til er derimot usikkert. Våre funn tilsier at argumentene som blir fremstilt er mer gjeldende for små aksjeselskaper, og ikke børsnoterte selskaper som har forvalterregistrerte aksjonærer.

For det andre forskningsspørsmålet finner vi at utenlandske investorer er sensitive for lovendringer, og ikke kjent med å vise seg sin identitet i egenskap av å være aksjeeier. Grunnet Norges stilling internasjonalt som en liten børs, bør det vises forsiktighet med å innføre regler som avviker fra hva som er praksis i EU. Resultatet av et regelverk som ikke harmonerer med øvrige jurisdiksjoner, kan i verste fall være at internasjonale investorer søker seg til andre børser.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en del av masterstudiet regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). Arbeidet har strukket seg over et semester og tilsvarer 30 studiepoeng. Masterutredningen har vært både utfordrende og tidskrevende, men samtidig veldig lærerikt og spennende.

Valg av tema for masterutredningen er et resultat av felles interesse for skjæringspunktet mellom juss og finans. Vi synes den pågående samfunnsdebatten om skjult eierskap er spennende å følge, derfor ble det naturlig for oss å skrive innen emnet korrupsjon. Vi opplever at det er behov for ytterligere forskning på området, og håper derfor vår masterutredning blir et empirisk tilskudd til debatten.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Kasper Vagle, som gjennom hele prosessen har kommet med god veiledning, gjennom gode innspill, konstruktive tilbakemeldinger og oppmuntrende ord. Vi vil også takke Kasper for hans tilpasningsdyktighet under en høst med spesielle omstendigheter grunnet utbruddet av Covid-19. Hans kunnskap innen korrupsjon har gitt oss god motivasjon og inspirasjon for arbeidet med masterutredningen.

Gjennom prosessen med masterutredningen har vi vært i kontakt med en rekke personer, som har hjulpet oss med å oppnå dypere innsikt i temaet. Vi ønsker å takke disse. Da spesielt Skatteetaten og NoCeT som har bidratt med skattestipend, samt respondentene som har bidratt med verdifull data til studien. Vi ønsker også å takke venner og kjæreste som har bidratt med avkobling og oppmuntring gjennom masterutredningen.

Avslutningsvis ønsker vi å takke våre forelesere og medstudenter for noen fantastisk lærerike og fine år ved Norges Handelshøyskole. Vi kommer til å se tilbake på studietiden med savn og gode minner.

Bergen, 20. desember 2020



Janette Ø. Hetland



Birgitte Flåten

Innhold

1.0 INTRODUKSJON	8
1.1 BAKGRUNN	9
1.2 PROBLEMSTILLING OG AVGRENSING	10
1.3 OPPGAVENS DISPOSISJON	13
2.0 TEORETISK RAMMEVERK	14
2.1 DEPARTEMENTETS FORSLAG	14
2.1.1 <i>Shareholder Rights Directive II</i>	14
2.1.2 <i>Forslag til ny lov om røystingsrådgjevarar og endringer i aksjelovgivning</i> mv.	15
2.2 GJELDENDE LOVVERK KNYTTET TIL FORVALTERREGISTRERING	17
2.2.1 <i>Bakgrunn for forvalterregistrering</i>	17
2.2.2 <i>Allmennaksjelovens reguleringer av forvalterregistrering</i>	18
2.2.3 <i>Andre reguleringer som sikrer innsyn i forvalterkonti</i>	20
2.3 SKJULT EIERSKAP	22
2.3.1 <i>Økonomisk kriminalitet</i>	22
2.3.2 <i>Skattlegging av forvalterregistrerte aksjonærer</i>	27
2.4 MARKEDSTEORI	30
2.4.1 <i>Effektiv kapitalallokering</i>	30
2.4.2 <i>Sammenhengen mellom åpenhet, selskapsledelse og aksjemarkedet</i>	31
3.0 METODISK RAMMEVERK.....	33
3.1 VITENSKAPSTEORETISK UTGANGSPUNKT.....	33
3.2 FORSKNINGSDESIGN.....	35
3.3 DATAINNSAMLING.....	36
3.3.1 <i>Datakilder</i>	36
3.3.2 <i>Intervjuer: Utvalg og utførelse</i>	39
3.4 FORSKNINGSKVALITET	45
3.4.1 <i>Validitet</i>	45
3.4.2 <i>Reliabilitet</i>	47
4.0 FUNN	50
<i>Funn 1: Utenlandske investorer er sensitive for lovendringer.</i>	50
<i>Funn 2: Hyppigheten av offentliggjøringen er avgjørende for innvirkningen på aksjemarkedet.</i>	51
<i>Funn 3: Det er usikkert om flaggeregulene i verdipapirhandelloven § 4-3 sikrer tilstrekkelig innsyn i selskapets maktstrukturer.</i>	52

<i>Funn 4: Terskelverdier tilrettelegger for harmonisering av regelverk på tvers av jurisdiksjoner, men treffer dårlig for sitt formål.</i>	53
<i>Funn 5: Åpenhet i forvalterkonti har begrenset bidrag i arbeidet med å avsløre kriminelle forhold.</i>	54
<i>Funn 6: Respondentene mener det er nødvendig med et sentralt og offentlig eierskapsregister.</i>	55
<i>Funn 7: Allmennheten har begrenset nytte av innsynet bak forvalterkonti som foreslås i høringsnotatet.</i>	56
<i>Funn 8: Avvikling av forvalterordningen er ikke mulig før verden har blitt mer digitalisert.</i>	57
5.0 DISKUSJON	58
5.1 VIL ØKT ÅPENHET BIDRA TIL Å REDUSERE ØKONOMISK KRIMINALITET OG ANDRE KRITIKKVERDIGE FORHOLD?	58
5.1.1 Reelle rettighetshavere	62
5.1.2 Skattemessige utfordringer	63
5.2 HVORDAN KAN ET KRAV OM ØKT ÅPENHET PÅVIRKE AKSJEMARKEDET?	65
5.3 ER DET BEHOV FOR ØKT ÅPENHET I FORVALTERKONTI PÅ OSLO BØRS?	68
6.0 AVSLUTNING	70
6.1 NORMATIV DISKUSJON	70
6.2 KONKLUSJON	71
6.3 ANBEFALING TIL VIDERE ARBEID	72
BIBLIOGRAFI	74
VEDLEGG 1 – INTERVJUGUIDE	82
VEDLEGG 2 – INFORMASJONSSKRIV	85

Figuroversikt

Figur 1: Eksempel på hvordan eierskap kan organiseres gjennom ledd av forvaltere.....24

Figur 2: Forskningsløken33

Tabelloversikt

Tabell 1: Oppgavens disposisjon 13

Tabell 2: Presentasjon av formelle intervjuer42

Tabell 3: Presentasjon av uformelle samtaler44

Oversikt over forkortelser brukt i oppgaven

<i>Forkortelse</i>	<i>Forklaring</i>
FATF	Financial Action Task Force
OECD	Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling
EU	European Union
EØS	Det europeiske økonomiske samarbeidsområde
TJN	Tax Justice Network
TJNN	Tax Justice Network Norge
VPS	Euronext VPS, tidligere Verdipapirsentralen ASA
SRD II	Shareholder Rights Directive II
Asal.	Allmennaksjeloven
Hvvl.	Hvitvaskingsloven
Sktl.	Skatteloven
Sktbl.	Skattebetalingsloven

1.0 Introduksjon

“We need to know who really owns and controls our companies, not just who owns them legally, but who really benefits financially from their existence”

(Cameron, 2013)

Sitatet over er hentet fra tidligere statsminister i Storbritannia, David Cameron, fra hans tale under konferansen Open Government Partnership i 2013. Gjennom talen uttrykker han hvordan åpenhet er et fundamentalt element for at nasjoner skal lykkes i et moderne samfunn. Selv om det begynner å bli noen år siden, står argumentet sterkere desto mer globalisert verden blir.

Cameron (2013) viser til viktigheten av at aktører ikke unndrar, eller i for stor grad omgår skattereglene. Konsekvensen blir at lovlidige borgere må betale høyere skattesats, for at staten skal få tilgang på tilstrekkelig av skatteinntekter. Han viser til hvordan det er nødvendig å få oversikt over pengestrømmer, for å kunne fastsette riktig skatt. Skjult eierskap vanskeliggjør imidlertid denne muligheten. Eksempelet viser bare et av områdene hvor skjulte eiere fører til samfunnsproblemer. Debatten er lang, og de siste årene har flere saker kommet til overflaten som følge av mer transparens i eierskap.

En av Norges kjerneverdier er transparens i eier- og maktstrukturer (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a). Likevel gir lovgiver utenlandske aksjonærer anledning til å holde aksjer skjult gjennom forvaltere på Oslo Børs. Unntaket avviker fra det grunnleggende prinsippet om at aksjeeierne skal innføres i aksjeeierregisteret. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a).

I denne masterutredningen undersøker vi om det er behov for økt åpenhet om utenlandske aksjonærer som holder aksjer gjennom forvalter på Oslo Børs. I den anledning undersøker vi hvordan et krav om økt åpenhet kan bidra til å avdekke økonomisk kriminalitet og andre

kritikkverdige forhold.¹ Vi undersøker også hvilke implikasjoner et krav om økt åpenhet kan ha på aksjemarkedet.

1.1 Bakgrunn

Skjult eierskap er et samfunnsproblem som er omdiskutert både internasjonalt og nasjonalt (Ringstad & Jacobsen, 2014). Det dukker stadig opp saker som omhandler skattesvik, innsidehandel og annen økonomisk kriminalitet der aktører har gjemt sin identitet bak komplekse selskapsstrukturer. En fellesnevner for selskaper med komplekse selskapsstrukturer, er at de gjerne inneholder et eller flere ledd av forvaltere etablert i jurisdiksjoner med stor grad av hemmelighold (Tax Justice Network Norge, 2016).

Det nasjonale arbeidet for økt åpenhet i eierforhold og maktstrukturer tok for alvor fart i 2014 (Hemsett & Jacobsen, 2015). Bakgrunnen var et anmodningsvedtak fra Stortinget; *Offentlig løsning med informasjon om eiere av aksjeselskaper som sikrer større åpenhet*. Samme år ble Norge kritisert av Financial Task Action Force (FATF).² Et av forholdene som ble særlig kritisert var manglende informasjon om utenlandske aksjonærer (Hemsett & Jacobsen, 2015). Norge er også kritisert av Financial Secrecy Index³ for å gi konsesjon til forvaltere etablert i jurisdiksjoner med høy grad av hemmelighold (Tax Justice Network, 2020).

Anonymiteten som følger av forvalterkontoen, kan også skape markedsforstyrrelser. Et eksempel er hvordan usikkerheten i aksjemarkedet steg da forvaltere registrert i Luxembourg kjøpte seg opp i Nel-aksjen (Nilsen, 2020). Det kunne identifiseres at Clearstream Banking

¹ Med kritikkverdige forhold refereres det til forhold som er i strid med rettsregler, etiske retningslinjer og -normer som det er bred tilslutning til i samfunnet. Eksempler er aggressiv skatteplanlegging og interessekonflikter.

² “Financial Action Task Force (FATF) er en mellomstatlig samarbeidsgruppe for tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering. FATF utarbeider anbefalinger og evaluerer medlemsland mot en evalueringsmetodologi knyttet opp mot anbefalingene.” (Finansdepartementet, 2019a)

³ Redegjøres ytterligere for i kapittel 2.3.1 under Financial Secrecy Index

fikk en stadig større eierandel av Nel. Det var stor usikkerhet vedrørende hvem som lå bak oppkjøpene, og om det forelå samarbeid. Ved usikkerheten om hvem som representerte eierskapene, var det vanskelig for utenforstående å vurdere om eierskapene skulle være konsolidert eller ikke. Det ble antatt at regelverket ble overholdt, men ingen visste hva som egentlig foregikk.

Som følge av hemmeligholdet forvalterordningen medfører. Foreslår Nærings- og fiskeridepartementet å innføre bestemmelser som sikrer økt åpenhet om utenlandske eiere bak forvalterkonti (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a). Ordningen har også tidligere vært til vurdering i 2005. Konklusjonen den gang var at utenlandske aksjonærer måtte gis adgang til å benytte seg av forvalterordningen, for å forhindre svakere likviditet på Oslo Børs (Finansdepartementet, 2005, s. 34). Denne gangen konkluderer departementet motsatt; hensynet til allmennheten må veie tyngst.

1.2 Problemstilling og avgrensing

Formålet med studien er å undersøke om det er behov for økt åpenhet i forvalterkonti, og hvilke konsekvenser et krav om åpenhet kan medføre for samfunnet. Departementet har foretatt utredninger om forvalterordningen, men det foreligger likevel lite empirisk forskning på området.

Forvalterordningen har vært lik siden den ble innført i norsk rett, og den er også lik ordningen som praktiseres internasjonalt. En endring vil derimot avvike fra internasjonal praksis. Derfor ønsker vi å undersøke hvilke reaksjoner sentrale aktører har på forslaget, og hvilke hensyn som bør veie tyngst ved en slik vurdering. På bakgrunn på dette har vi utarbeidet problemstillingen:

Er det behov for økt åpenhet om utenlandske aksjonærer som holder aksjer i medhold av allmennaksjeloven § 4-10?

Videre avgrensner vi problemstillingen ved å definere sentrale begreper.

Behov

Gjennom studien ønsker vi å kartlegge om det er et behov for økt åpenhet. Behov er et vagt begrep, som kan tolkes vidt. I studiens forstand refererer behov til en avveining av fordelene og ulempene et krav om økt åpenhet medfører.

Økt åpenhet

For å sikre konsistens gjennom studien ønsker vi å definere økt åpenhet basert på departementets “*Høring om ny lov om røystingsrådgjevarar og endringer i aksjelovgivning*en mv.”. Departementet foreslår at selskaper som tillater forvalterregistrering periodisk skal offentliggjøre hvem som er de underliggende eierne (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a).

Forvalter

En forvalter er en tredjeperson som en aksjeeier holder aksjer gjennom (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a). Forvalteren kan typisk være en bank eller andre finansforetak, som Finanstilsynet har tildelt konsesjon (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a).

Forvalterregistrerte aksjer

Hovedregelen er at aksjeeiere skal direkte registreres i aksjeeierregisteret. Det finnes imidlertid et unntak som er regulert i allmennaksjeloven (asal.) § 4-10. Utenlandske aksjeeiere har anledning til å innføre forvaltere i aksjeeierregisteret på vegne av seg selv. Studien er avgrenset til å gjelde allmennaksjeselskaper notert på Oslo Børs.

Oslo Børs

Oslo Børs er en markedsplass hvor det omsettes aksjer, egenkapitalinstrumenter, derivater og renteprodukter (Euronext, 2020). Oslo Børs består av tre markedsplasser, som er Euronext Expand, Euronext Growth og Oslo Børs (Euronext, 2020). Studien omfatter kun Oslo Børs.

Vi ønsker å besvare problemstillingen ved hjelp av to forskningsspørsmål:

Forskningsspørsmål 1

Vil økt åpenhet bidra til å redusere økonomisk kriminalitet og andre kritikkverdige forhold?

Forskningsspørsmål 2

Hvordan kan et krav om økt åpenhet påvirke aksjemarkedet?

Videre definerer vi noen sentrale begreper for å klargjøre studiens omfang og avgrensninger.

Økonomisk kriminalitet er lovbrudd der motivet er penger (Politiet, 2020).

Med **kritikkverdige forhold** refereres det til forhold som er i strid med rettsregler, etiske retningslinjer og -normer som det er bred tilslutning til i samfunnet.

Kapitalmarkedet består av to delmarkeder; egenkapitalmarkedet og lånekapitalmarkedet (Finans Norge, 2020). Disse består igjen av flere delmarkeder. Studien er avgrenset til å omfatte aksjemarkedet, som er en del av egenkapitalmarkedet.

Ved bruk av termen **forvalterkonti**, henvises det til utenlandske forvalterregistrerte aksjonærer som er omfattet av asal. § 4-10.

Ved bruk av termen **underliggende eiere** refererer vi til den første aksjeeieren i rekken av eventuelle andre personer med eierskap eller kontroll (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 7).

Reelle rettighetshavere refererer til den fysiske personen som i siste instans eier eller utøver kontroll over selskapet. Kontroll oppnås ved eie eller kontrollere indirekte og direkte 25 prosent eller mer av selskapet (Finansdepartementet, 2019a, s. 13).

1.3 Oppgavens disposisjon

I det innledende kapittelet er det redegjort for oppgavens bakgrunn, problemstilling og avgrensninger. I neste kapittel presenterer vi det teoretiske grunnlaget som er benyttet for å besvare problemstillingen. Først presenterer vi Nærings- fiskeridepartementets høringsnotat om åpenhet i forvalterkonti. Videre presenterer vi rettskilder innen regulering av forvalterkonti. Til slutt presenterer vi teori og litteratur knyttet til økonomisk kriminalitet og markedsteori. I kapittel tre presenteres det metodiske rammeverket oppgaven er bygget på, og vurderer studiens forskningskvalitet ved hjelp av validitet og reliabilitet. Kapittel fire presenterer funnene som er identifisert gjennom dybdeintervju og dokumentanalyser. Problemstillingen blir i kapittel fem drøftet og besvart ved hjelp av funnene presentert i kapittel fire, i lys av teori og litteratur presentert i kapittel to. I kapittel seks foretar vi en normativ diskusjon, konkluderer og helt til slutt kommer vi med anbefalinger til videre forskning.

Tabell 1: Oppgavens disposisjon

Kapittel	Innhold
Kapittel 1: Introduksjon	Presenterer studiens bakgrunn, problemstilling og hvilke avgrensninger som er foretatt.
Kapittel 2: Teoretisk rammeverk	Presentasjon av relevante rettskilder knyttet til forvalterregistrering, samt litteratur og teori knyttet til økonomisk kriminalitet og markedsteori.
Kapittel 3: Metodisk rammeverk	Tar for seg det metodiske rammeverket masterutredningen bygger på. Samt styrker og svakheter ved den metodiske tilnærmingen.
Kapittel 4: Funn	Presenterer funn som vi har kommet frem til gjennom analyse av data fra dybdeintervjuer og dokumentalyse av høringssvar.
Kapittel 5: Diskusjon	For å komme frem til svar på problemstillingen og forskningsspørsmålene, foretar vi i dette kapittelet en diskusjon basert på relevant litteratur og teori presentert i kapittel 2, og funn presentert i kapittel 4.
Kapittel 6: Konklusjon, normativ diskusjon og fremtidig forskning	Først foretas det en normativ vurdering av problemstillingen, videre konkluderer vi basert på øvrige kapiteler, avslutningsvis presenteres forslag til fremtidig forskning.

2.0 Teoretisk rammeverk

For å skape en forståelse av diskusjonen om økt åpenhet i forvalterkonti, vil følgende kapittel presentere relevante utdrag av Nærings- og fiskeridepartementets høringsnotat *Forslag til ny lov om røystingsrådgjevarar og endringer i aksjelovgivning* mv. Deretter redegjøres det for rettskilder som er relevante for regulering av forvalterkonti. For å gi en forståelse av hvordan økt åpenhet påvirker samfunnet, blir det avslutningsvis presentert litteratur og teori knyttet til økonomisk kriminalitet og kapitalmarkedet.

2.1 Departementets forslag

Høsten 2019 kom Nærings- og fiskeridepartementet med høringsnotatet: *Forslag til ny lov om røystingsrådgjevarar og endringer i aksjelovgivning* mv. Deres hovedansvar er å utforme fremtidsrettet nærings- og sjømatpolitikk (Regjeringen, 2020). Videre omtales Nærings- og fiskeridepartementet som departementet.

Masterutredningen bygger på høringsnotatet: *Forslag til ny lov om røystingsrådgjevarar og endringer i aksjelovgivning* mv. Økt åpenhet ble definert innledningsvis, og vi fokuserer hovedsakelig på allmennhetens innsyn i eierskap. Departementet foreslår å innføre en bestemmelse i asal. § 4-5 (3). Bestemmelsen sikrer at selskaper som tillater forvalterregistrering periodisk offentliggjør de underliggende eierne (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 20). Med underliggende eier refereres det den første aksjeeieren i rekken eventuelle andre personer med eierskap eller kontroll (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 7).

2.1.1 Shareholder Rights Directive II

Høringsnotatet bygger på Shareholder Rights Directive II (SRD II). EU-direktivets formål er å tilrettelegge for aksjonærenes mulighet til å utøve aksjonærrettigheter, og oppfordre til langsiktig aksjeengasjement (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019b, ss. 8-9). SRD II er et minimumsdirektiv, som vil si at hver enkelt jurisdiksjon har anledning til å pålegge selskapene ytterligere plikter, så langt det fremmer direktivets formål.

2.1.2 Forslag til ny lov om røystingsrådsgjevarar og endringer i aksjelovgivningene mv.

Forslagets innhold

Forslaget inneholder flere krav til informasjon som skal offentliggjøres for å kunne fastslå den underliggende eierens identitet. Blant annet skal aksjeeierens navn, aksjeandel og postnummer publiseres (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 26). Det foreslås at informasjonen er tilgjengelig på selskapets hjemmeside, minst en gang årlig (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a). Kravene som foreslås går utover målsettingen til SRD II, da direktivet ikke regulerer myndighetenes og allmennhetens tilgang på informasjon om aksjeeiere. Direktivets krav om å identifisere aksjeeiere benyttes derfor utover hva som er formålet til SRD II.

Departementet er ikke kjent med andre EØS-stater som offentliggjør opplysninger om aksjeeiere i allmennaksjeselskap (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 21), og reguleringen er oppfattet som en særnorsk løsning (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2020).

Argumenter for åpenhet i forvalterkonti

Åpenhet om eierforhold, eierstrukturer og maktforhold i næringslivet er en grunnleggende verdi og tradisjon i det norske samfunn (Finansdepartementet, 2006-2007, s. 33). Kombinasjonen av utstrakt bruk av enkeltkontorer⁴ VPS⁵ og innsyn i aksjeeierregisteret medfører at Norge har større grad av åpenhet sammenlignet med resten av Europa (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 21). Forvalterregistrering medfører likevel utfordringer med å få oversikt over reelle eierforhold i det norske næringslivet (Finansdepartementet, 2005, s. 34). Dette er problematisk for kontroll- og skattemyndighetenes arbeid med å tillegge skattyter riktig skattesats.

⁴ Enkeltkonto viser til at aksjeeierne direkteregistreres i verdipapirsentralen (VPS), slik at eierens identitet kommer til syne.

⁵ Verdipapirsentralen Euronext VPS som foretar registrering av finansielle instrumenter på Oslo Børs

Økt åpenhet trekkes også frem som et virkemiddel for å avdekke og forhindre kriminalitet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 21). Kjennskap til eierdata er derfor av stor interesse for offentlige myndigheter, media og allmennheten (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 21). Viktigheten av åpenhet i eierskap for å avdekke økonomisk kriminalitet og kritikkverdige forhold, vil bli ytterligere redegjort for i kapittel 2.3.

Argumenter mot åpenhet i forvalterkonti

Høringsnotatet tar ikke bare for seg de positive konsekvensene av økt åpenhet, men også utfordringer en slik bestemmelse medfører.

Departementet identifiserer problemer med økte administrative kostnader som følge av offentliggjøringen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, ss. 24-25). Det antas at kostnadene i siste instans tilfaller investorene gjennom gebyrer, noe som omtales som uheldig. Siden dette kan påvirke investors ønske om å investere i Norge. Internasjonale investorer har interesse for regelverk som sikrer forutsigbarhet og harmonisering på tvers av jurisdiksjoner. Det foreligger derfor en fare for negativ reaksjon på nasjonale regler som avviker fra internasjonal praksis (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 25).

En annen problematikk som identifiseres, er at er utfordrende for investor å bevege seg i et marked med for høy grad av transparens. Forvalterregistrering gjør at investor kan bevege seg i markedet, uten at øvrige aksjonærer får kjennskap til bevegelsene. Gitt at flaggegrensene⁶ ikke passerer (Finansdepartementet, 2005, s. 38).

En konsekvens av særnorske regler med høy grad av transparens er faren for at utenlandske investorer uteblir fra det norske markedet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 25). Departementet etterspør ytterligere utredninger av konsekvensene, grunnet interesse av å sikre norske selskaper tilgang på utenlandsk kapital. Utenlandsk kapital er med på å øke verdiskapingen i landet, som bidrar til et trygt arbeidsmarked og høye skatteinntekter. Derav

⁶ Mer om flaggereglene i kapittel 2.2.3

er det ikke ønskelig å ilegge reguleringer som fører til en fare for at utenlandske investorer faller ut av det norske markedet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 25).

Departementets konklusjon

Etter en vurdering av for- og motargumentene. Konkluderer departementet med at motargumentene ikke er tilstrekkelige, fra å avvike fra en hovedregel om offentliggjøring av aksjeeiere (Finansdepartementet, 2005, s. 25).

2.2 Gjeldende lovverk knyttet til forvalterregistrering

Adgangen til å forvalterregistrering reguleres i allmennaksjeloven § 4-10. I følgende delkapittelet presenteres bakgrunnen for forvalterkonti, samt relevante rettskilder som regulerer forvalterkonti og sikrer innsyn i eierskap.

2.2.1 Bakgrunn for forvalterregistrering

Utenlandske aksjonærers adgang til å registrere seg gjennom forvaltere ble innført i det norske lovverket allerede i 1985 (Finansdepartementet, 2005, s. 15). Adgangen skjedde i forbindelse med opprettelse av Verdipapirsentralen ASA,⁷ hvor aksjeomsetning gikk over fra å skje ved fysiske aksjeeierbrev til elektronisk (Ringstad & Jacobsen, 2014). Forvalterordningen forenklet aksjehandel på tvers av jurisdiksjoner. Det hadde den gang allerede etablert seg en praksis med bruk av forvaltere, selv om det var i strid med daværende aksjelovgivningens bestemmelser. Bestemmelsene den gang pliktet hver enkelt aksjonær til å være innført i aksjeeierregisteret (Finansdepartementet, 2005, s. 31).

Et av argumentene for å tillate forvalterregistrering er at internasjonale investorer kan oppleve det som ressurskrevende å forholde seg til et fremmed marked og rettssystem

⁷ Skiftet navn til Euronext VPS høsten 2020

(Finansdepartementet, 2005, s. 33). Forvalterordningen er lik på tvers av jurisdiksjoner, og det er derfor mer hensiktsmessig å la en forvalter ta seg av den praktiske delen av aksjeeierskapet.

2.2.2 Allmennaksjelovens reguleringer av forvalterregistrering

For allmennaksjeselskaper kan aksjer holdes gjennom forvalterregistrering eller direkteregistrering (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 13). Forvalterregistrering er regulert i asal. § 4-10, og er et unntak fra hovedregelen om direkteregistrering. Det er anledning til å vedtektsfeste forbud mot forvalterregistrering etter asal. § 4-10 (1). Det følger av asal. § 4-10 (3) at forvaltere bare har anledning til å motta utbytte og andre utdelinger på vegne av aksjonæren, og det er ikke mulighet for å utøve øvrige aksjonærrettigheter.

Det er bare utenlandske aksjonærer som har anledning til å eie aksjer gjennom forvalter. Asal. § 4-10 (1) andre setning definerer en utenlandsk aksjonær som;

“[...] selskap registrert i utlandet, med mindre selskapets hovedkontor befinner seg her i riket, samt utenlandsk statsborger som ikke er bosatt her i riket.”

I forarbeidene er det ikke foretatt ytterligere vurdering av hvem som omfattes av definisjonen i asal. § 4-10. Kommentartutgaven til allmennaksjeloven presiserer at dersom aksjene eies av et utenlandskregistrert selskap, blir selskapet ansett som utenlandsk uavhengig av om eierne er norske eller ikke. For fysiske personer er skattemessig bosted avgjørende (Aarbakke, Aarbakke, Knudsen, & Ofstad, 2017).

Reguleringer om innsyn i forvalterkonti

Allmennhetens innsynsrett

Allmennaksjeselskapets aksjeeierregister skal etter asal. § 4-4 (1) fremkomme av VPS, hvor enhver har rett til innsyn etter asal. § 4-5. Aksjeeierregisteret til VPS skal oppdateres ved enhver aksjeomsetning etter asal. § 4-7, for å sikre oppdatert informasjon om eierskap på Oslo Børs. Hvilken informasjon som fremkommer av aksjeeierregisteret, avhenger av om aksjeeieren er direkte- eller forvalterregistrert.

Ved direkte registrering inneholder aksjeeierregisteret tilstrekkelig informasjon til å identifisere aksjeeierens identitet. Asal. § 4-4 (2) krever at informasjon om eierens navn, adresse og eventuelt organisasjonsnummer fremkommer av aksjeeierregisteret. Dersom aksjene derimot er forvalterregistrerte er det forvaltningsselskapets navn og adresse som fremkommer, og den underliggende eieren forblir skjult (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 11). Registeret inneholder også opplysninger om hvor mange aksjer forvalteroppdraget omfatter. Allmennheten har derfor begrenset innsyn i forvalterkonti.

VPS er pliktig til å innrapportere eierdata som fremkommer av deres aksjeeierregister til Skatteetaten.⁸ Skatteetaten benytter denne dataen som grunnlag for aksjeeierregisteret som benyttes til skatteformål. Denne informasjonen er offentlig tilgjengelig, og publiseres derfor av media. Skatteetatens aksjonærregister inneholder en oversikt over eierdata per. 31.12 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 22). Ved direkte registrering vil allmennheten kunne identifisere den enkelte aksjonær, derimot vil bare forvalterens identitet fremkomme ved en forvalter registrering.

Ytterligere innsynsrett for selskapet og offentlige myndigheter

Selskapet og offentlige myndigheter har ved forespørsel etter asal. § 4-10 (4) rett på opplysninger om den underliggende eieren. Forvalterne er da pliktig til å utlevere denne informasjonen.

Dersom forvalteren ikke overholder sine plikter, kan forvalteren sanksjoneres etter verdipapirregisterloven § 6-4. Finanstilsynet kan kreve at kontoen sperres, og forvalter mister da sin rett til å disponere over de finansielle instrumentene (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a).

⁸ Skatteetaten er et offentligorgan som er sikrer riktig skattefastsettelse og innbetaling av skatter og avgifter (Skatteetaten, 2020).

2.2.3 Andre reguleringer som sikrer innsyn i forvalterkonti

Generalforsamlingen

Da forvalterregistrering ble innført i lovverket, ble det i forarbeidene presisert at aksjene ikke var stemmerettsløse (Justis- og politidepartementet, 1984–1985). Etter asal. § 4-2 må aksjeeierskapet være innført i aksjeeierregisteret for å utøve sine organisatoriske rettigheter. Det følger derfor av juridisk teori at forvalterregistrerte aksjonærer må innføres i aksjeeierboken for å stemme ved generalforsamling. Årsaken til at forvalterregistrerte aksjonærer ikke har anledning til å utøve stemmeretter, er for å forhindre at en ukjent og dominerende aksjonær dukker opp på generalforsamling (Justis- og politidepartementet, 1984–1985).

Flaggeplikt

Verdipapirhandelloven (vphl.) §§ 4-1, 4-3 og 4-4 og verdipapirforskriften §§ 4-1 til 4-7 regulerer flaggeplikten. Et sentralt hensyn bak flaggereglene er å gi markedet informasjon om vesentlige endringer i eierstruktur. Etter vphl. § 4-3 (1) skal det sendes melding til Finanstilsynet,⁹ dersom aksjeeiers rettigheter eller andeler passerer gitte terskelverdier.¹⁰ Verdipapirhandellovens forskrift regulerer at mottak og offentliggjøring av flaggingen foretas av markedet der aksjene er tatt opp på handel, som i Norge er Oslo Børs.

Verdipapirhandelloven § 4-3 inneholder forhold som plikter at selskapet skal sees under ett og konsolideres.¹¹ Det primære hensynet bak konsolideringsreglene er å unngå at ulike aktører

⁹ Finanstilsynet er et selvstendig myndighetsorgan som jobber med grunnlag i lovverket. Formålet er å bidra til finansiell stabilitet og velfungerende markeder gjennom tilsyn (Om Finanstilsynet, 2020).

¹⁰ Terskelverdier viser når det skal flagges i henhold til vphl. § 4-3. Det skal flagges hvis en aksjeeiers andel av aksjer og/eller rettigheter når opp til, overstiger eller faller under 5 prosent, 10 prosent, 15 prosent, 20 prosent, 25 prosent, 1/3, 50 prosent, 2/3 og 90 prosent av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemme erverv.

¹¹ Verdipapirhandelloven forskrift § 4-3 redegjør for omstendigheter som skal konsolideres.

samarbeider for å omgå flaggereglene. Reglene bidrar også til at kurssensitiv informasjon ikke blir holdt skjult for markedet. Dette ivaretar lovens formål i vphl. § 1-1 om “å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter”.

Hvitvaskingslovens kjenn-din-kunde prinsipp

Hvitvaskingslovens (hvv.) formål følger av hvvl. § 1, og er blant annet å avdekke og forebygge hvitvasking. Lovens tiltak beskytter det finansielle og økonomiske system, samt samfunnet som helhet. Hvem som er rapporteringspliktig etter hvitvaskingsloven reguleres av hvvl. § 4 (1). Forvaltere er etter hvvl. § 4 (1) bokstav n en av aktørene som skal rapportere, og er pliktig til å kjenne sine kunder etter hvitvaskingsloven kapittel fire. Kjenn-din-kunde prinsippet innebærer at forvalteren må ha kjennskap til de reelle rettighetshaverne sin identitet. Kjenn-din-kunde prinsippet er internasjonalt et av de viktigste virkemidlene for å forebygge og avdekke økonomisk kriminalitet (Finans Norge, 2017).

Ved forespørsel fra offentlige myndigheter er forvalterne pliktig til å redegjøre for hvem som er de reelle rettighetshavere (Georgsen, 2018). Identifisering av reell rettighetshaver kan være komplisert, og problematikken er fremhevet av Tax Justice Network Norge (TJNN) i rapporten Direkte og Indirekte eierskap (Georgsen, 2018). Rapporten viser til hvordan komplekse selskapsstrukturer i utlandet vanskeliggjør forvalter sitt arbeid med å identifisere kunden. Jurisdiksjoner med stor grad av hemmelighold og sekretesseregler¹² kan ha regler som vanskeliggjør utlevering av kundeinformasjon. Flere kjeder av forvaltere forsterker denne problematikken. Et ledd alene med svak informasjonsutveksling er tilstrekkelig for at eierdata fremstår som misvisende.

Kundeforholdet skal avvises etter hvvl. § 21 dersom den rapporteringspliktige ikke er i stand til å gjennomføre kundetiltak eller identifisere de reelle rettighetshaverne. Dersom kundeforholdet er etablert, skal det avvikles.

¹² Sekretesseregler er regler som forhindrer innsyn i offentlige register. Eksempelvis inneholder ikke lovreguleringen til skatteparadiser et balansert hensyn av til interessen til eierne mot samfunnets interesse (Utenriksdepartementet, 2009).

2.3 Skjult eierskap

Forvalterregistrering tilrettelegger for kapitalflyt på tvers av jurisdiksjoner, men likevel muliggjør ordningen skjult eierskap på Oslo Børs. I dette kapitlet adresserer vi noen av problemstillingene forvalterregistrering medfører for skattemyndighetene og andre kontrollorgan.

2.3.1 Økonomisk kriminalitet

Skjult eierskap er som nevnt et samfunnsproblem, og tilrettelegger for skatteunndragelse og annen økonomisk kriminalitet (Ringstad & Jacobsen, 2014). Ved skjult eierskap blir muligheten for kontroll redusert og i verste fall eliminert. Artikkelen *Skjulte eiere* viser at ulike typer økonomisk kriminalitet gjerne opptrer i kombinasjon med hverandre, og at det ikke eksisterer klare skiller. Dersom aktører har skaffet seg en fordel basert på en ulovlig handling, blir fordelene gjerne integrert i den legale økonomien gjennom hvitvasking.

Komplekse selskapsstrukturer og skatteparadiser

Artikkelen *Skjulte eiere* fremhever at komplekse selskapsstrukturer og skatteparadis¹³ gjerne henger sammen med avsløring av skattesvik, korrupsjon eller innsidehandel (Ringstad & Jacobsen, 2014). Selskaper som begår kriminelle handlinger trekkes gjerne til jurisdiksjoner som skatteparadiser med stor grad av hemmelighet (Changemaker & Tax Justice Network Norge, 2012). Her kan aksjeeiere benytte ulike løsninger som ment for å skjule sin identitet. Et av problemene med komplekse eierstrukturer er som nevnt det vanskeliggjør kontrollformålet. Problematikken er ikke bare forbeholdt forvalterkonti, men det er et generelt problem også når aksjene er direkteregistrerte.

Skatteparadiser er blant annet kjent for å praktisere sekretesseregler, som vanskeliggjør innsyn i offentlige registre (Changemaker & Tax Justice Network Norge, 2012). Skatteparadiser er

¹³ Skatteparadiser er jurisdiksjoner som har lagt skattesatsen på et lavt nivå, eller til null for å oppmuntre til investeringer. Skatteparadiser har også sekretesseregler som forhindrer innsyn i eksempelvis eierskap (Utenriksdepartementet, 2009).

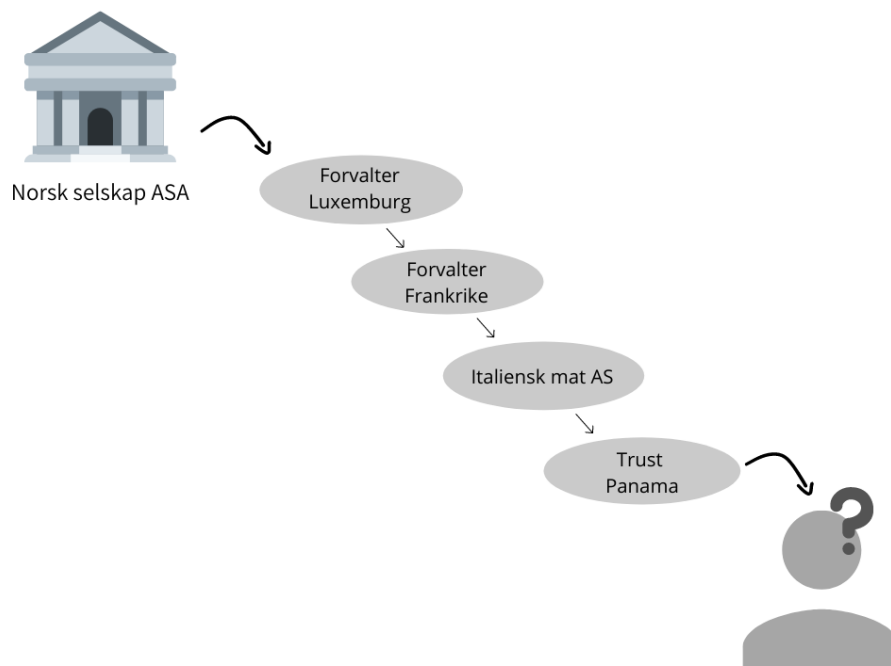
kjent for å tiltrekke seg kriminelle aktører, siden hemmeligholdet vanskeliggjør ansvarliggjøring og straffeforfølgelse. De britiske jomfruøyene, Panama, Sveits og Luxemburg er eksempler på kjente skatteparadiser (Tax Justice Network, 2020). Det finnes ingen klar definisjon av skatteparadis, men lite transparens, ingen eller lite effektive skatteregler og sekreterie, samt manglende krav om reell virksomhet, er gjerne forhold som kjennetegner skatteparadiser (Utenriksdepartementet, 2009, s. 14). Et annet forhold som gjerne benyttes i skatteparadis er stråmenn. Stråmenn er personer som ikke har reell relasjon til selskapet. Stråmennene mottar vederlag for å være oppført som styreleder på vegne av den reelle eieren (Changemaker & Tax Justice Network Norge, 2012, s. 12).

En vanlig organisasjonsform som benyttes i skatteparadiser er trust (Changemaker & Tax Justice Network Norge, 2012, s. 12). Trusten disponerer over midlene til den reelle eieren, for å oppnå den reelle eierens formål (Utenriksdepartementet, 2009). Trusten blir gjerne organisert gjennom flere ledd av skatteparadiser. Dette vanskeliggjør myndighetene mulighet til å følge kontrollsporet. Dersom det benyttes trust i et skatteparadis, vil den reelle eieren ikke bli ansett som juridisk eier, og utbyttmottakeren forblir derfor skjult. En slik struktur kan også skjule seg bak forvalterkonti. Tax Justice Network¹⁴ viser til at det må innføres åpenhet i forvalterkonti, fordi at bak forvalterne ligger det ofte lag av selskaper og trusters (Tax Justice Network Norge, 2016).

¹⁴ Tax Justice Network er en organisasjon som jobber for global skatterettferd. Gjennom demokratiske og åpne skattesystem (TJNN, 2020).

Figur 1 illustrer et enkelt eksempel på hvordan eierskap kan struktureres for å skjule den reelle rettighetshaveren. Kjeden av forvaltere medfører informasjonstregghet, når det først kommer til enden av forvalterkjeden fremkommer en trust. Dette gjør at den reelle rettighetshaveren antakeligvis ikke blir identifisert.

Figur 1: Eksempel på hvordan eierskap kan organiseres gjennom ledd av forvaltere



Artikkelen *Skjult* forklarer at etablering av selskaper og kapitalflukt til land med stor grad av hemmelighet ofte gjennomføres i samarbeid med aktører som har ekspertise på området (Changemaker & Tax Justice Network Norge, 2012). Ekspertene er nødvendig for å tilpasse seg regelverk, idet tilpassing av eierstrukturer krever inngående kunnskap om lovverk på tvers av jurisdiksjoner. En rekke aktører bidrar aktivt med skattetilpasning for sine klienter, deriblant advokater og revisorer. Arbeidet med å tilrettelegge for selskapsstrukturer som skaper hemmelighet og minimerer skatt er ikke ulovlig, men aktørene som bidrar opererer likevel i en etisk gråsoner.

Financial Secrecy Index

TJNN viser til at en stor andel av bankene med forvalter konsesjon fra Finanstilsynet opererer fra jurisdiksjoner som Sveits, Luxembourg og Jersey (Venli et al., 2015). Dette er jurisdiksjoner

som er karakterisert av høy grad av hemmelighold. Data fra Finanstilsynet hjemmesider bekrefter at dette fortsatt gjelder i dag (Finanstilsynet, 2020). Som nevnt innledningsvis er tillatelse av forvaltere hjemmehørende i skatteparadiser en av årsaken til at Norge blir rangert til nummer 71 av 133 av Financial Secrecy Index¹⁵ (Tax Justice Network, 2020).

Selv om Norge fikk en relativt svak rangering, viser Financial Secrecy Index for 2020 at det internasjonalt er blitt mindre finansielt hemmelighold (Tax Justice Network, 2020). Den generelle internasjonale forbedringen skyldes at land i større grad inngår samarbeid gjennom vedtak om åpenhet og informasjonsutveksling. Selv om trenden viser større grad av åpenhet, har likevel land som Caymanøyene, USA og Storbritannia fått økt hemmelighold. Både USA og Storbritannia er jurisdiksjoner med forvalterkonsesjon i Norge (Tax Justice Network, 2020).

Som nevnt i kapittel 2.2.3 har forvaltere plikt til å etterleve hvitvaskingslovens kjenn-din-kunde prinsippet. Artikkelen *Skjulte eiere* viser at plikten i mange tilfeller er vanskelig å etterleve (Ringstad & Jacobsen, 2014). Plikten vanskeliggjøres som følge eksistensen av jurisdiksjoner uten eller ved mangelfulle offentlige registre.

Reelle rettighetshavere

Dersom formålet er å avdekke og forebygge økonomisk kriminalitet, er ikke identifisering av juridiske eiere tilstrekkelig. Fenwick og Vermeulen (2016) viser til at det som er avgjørende er å identifisere reelle rettighetshavere (Vermeulen & Fenwick, 2016, s. 7). Som også bekreftes av OECD¹⁶ og FATF¹⁷ (OECD, 2019). Dette følger av at det ikke er selskapet som utfører kriminelle handlinger, men heller en fysisk person som benytter selskapet som et verktøy. En

¹⁵ Financial Secrecy Index en liste som publiseres av TJN som rangerer jurisdiksjoner basert på grad av hemmelighold (Tax Justice Network, 2020).

¹⁶ Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling. Internasjonal organisasjon som jobber for politikk som fremmer velstand, likeverd, mulighet og velvære for alle. (OECD, 2020)

¹⁷ “Financial Action Task Force (FATF) er en mellomstatlig samarbeidsgruppe for tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering. FATF utarbeider anbefalinger og evaluerer medlemsland mot en evalueringsmetodologi knyttet opp mot anbefalingene.” (Finansdepartementet, 2019a)

av de nyere sakene som viser viktigheten av transparens i eierforhold er Panama Papers. Saken omhandlet en massiv dokumentlekkasje som avslørte misbruk, korrupsjon og skadelig atferd (Vermeulen & Fenwick, 2016, s. 14). Atferden var mulig som følge av at aktørene skjulte seg bak hemmeligholdte selskaper etablert i skatteparadis. Gjennom EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv pålegges medlemslandene å implementere nasjonale eierskapsregister, for å forenkle problematikken med identifisering av reelle rettighetshavere (Georgsen, 2018, s. 13).

Register over reelle rettighetshavere

Deler av EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv blir implementert i norsk rett gjennom Lov om register over reelle rettighetshavere. Lovens ikrafttredelsesdato er per dags dato ennå ikke bestemt. Lovens¹⁸ formål er å sikre rapporteringspliktige, myndigheter og andre tilgang på opplysninger om reelle rettighetshavere. Fjerde hvitvaskingsdirektiv definerer gjennom artikkel 3 nr. 6 hvem som betegnes som en reell rettighetshaver, som er; “enhver fysisk person som i siste instans eier eller utøver kontroll over kunden.” (Finansdepartementet, 2019a). Dersom det ikke kan identifiseres en person med kontroll er det to forhold som må være oppfylt for å bli karakteriseres som en reell rettighetshaver. For det første er det kun fysiske personer som kan betegnes som en reell rettighetshaver. For det andre må det eies over 25 prosent. (Finansdepartementet, 2019a).

Det følger av hvitvaskingsdirektivet at børsnoterte selskaper ikke er omfattet av loven (Finansdepartementet, 2019a, s. 43). Forvalterregistrerte aksjer på notert marked må derfor ikke identifisere sine reelle rettighetshavere.

Internasjonalt finnes det ingen felles definisjon for hvem som omfattes av begrepet reell rettighetshaver (OECD, 2019). Det er likevel flere land som har valgt å sette prosentkravet lavere enn dette; Bahamas og Jersey har 10 prosent, Colombia har 5 prosent, mens i Norge må det eies eller kontrolleres 25 prosent for å bli omfattet begrepet reell rettighetshaver (OECD,

¹⁸ Lov om register over reelle rettighetshavere § 1

2019). Faren ved å sette terskelen høy, er at ingen av eierne faller under begrepet reell rettighetshaver. Eierskapet kan enkelt omgå terskel (OECD, 2019).

2.3.2 Skattlegging av forvalterregistrerte aksjonærer

Utenlandske aksjonærer har begrenset skatteplikt på kapitalinntekter til Norge. I følgende kapittel blir det redegjort for hvordan forvalterregistrering kan skape utfordringer for skattemyndighetene og deres arbeid. I 2005 ble det foretatt en utredning av forvalterregistrering, der utvalget vurderer en rekke for- og motargumenter (Finansdepartementet, 2005). Siden den gang har det ikke blitt foretatt endringer i forvalterordningen, og argumentene er derfor like gjeldende i dag.

En av utfordringene forvalterregistreringsutvalget særlig fremhever, er at forvalterregistrering forhindrer effektiv skattekontroll (Finansdepartementet, 2005). Som nevnt i kapittel 2.2 blir eierdata registrert i aksjeeierregisteret som administreres av VPS. Deretter er VPS pliktige til å oversende eierdata til skattemyndighetene, som brukes for å sikre at skattesubjektene er ilagt riktig skattesats. Når aksjene er forvalterregistrert fremkommer kun forvalter av aksjeeierregisteret, og underliggende eier forblir skjult. Manglende eierdata blir ikke automatisk innrapportert, og må selv etterspørres av myndighetene. Forvalterregistreringsutvalget viser gjennom NOU 2005: 13 at informasjonsinnhenting fra forvalter kan være både tid- og ressurskrevende, noe som ofte skyldes at aksjene holdes gjennom kjeder av forvaltere. Utvalget peker på at forvalterne selv ikke alltid har kjennskap til de underliggende eierforholdet. Det kan forekomme eierskifte mellom investorer, uten at forvalteren som er registrert i aksjeeierregisteret får kjennskap til skiftet.

Skattesubjektets skatteplikt

Det følger av Skatteloven (sktl.) § 2-3 (1) bokstav c at utenlandske aksjonærer har begrenset skatteplikt til Norge. Skattesatsen på utbytte fastsettes ifølge sktl. § 10-13 i det årlige skattevedtaket, og er satt til 25 prosent (Skatteetaten, 2018). Skattesatsen reduseres dersom

Norge har inngått skatteavtale¹⁹ med aksjonærens hjemstat, eller skattesubjektet er omfattet av fritaksmetoden i sktl. § 2-38. Det følger av sktl. § 2-38 (6) at dersom skattesubjektet er omfattet av fritaksmetoden er utbytte skattefritt, med unntak av tre prosent. De fleste skatteavtaler som Norge har inngått med andre jurisdiksjoner reduserer skatteplikten på utbytte til 15 prosent (Skatteetaten, 2018).

Selskapets rolle i skattleggingsprosessen

Det utdelende selskapet har en sentral rolle i skattleggingsprosessen. Det fremkommer av skattebetalingsloven (sktbl) § 5-4a at selskapet selv plikter å foreta skattetrekk i utbytte til dekning av kildeskatten.²⁰ Selskapets ansvar i ilegging av skatt fremkommer av sktbl. § 16-21. Selskapet har etter bestemmelsen et uaktsomhetsansvar ved fastsettelse av riktig skattesats. Av lovens ordlyd fremkommer det at selskapet kun kan holdes ansvarlig for feil skattetrekk dersom det kan godtgjøres at forholdet ikke skyldes forsømmelse eller mangel på tilbørlig aktsomhet”.

Selskapet skal etter sktl. § 10-13 foreta skattetrekk på 25 prosent (Skatteetaten, 2018). Skattebetalingsforskriften § 5-10a-1 gir anledning til å foreta lavere skattetrekk dersom selskapet kjenner den endelige utbytte mottakeren og dens skattemessige sats.

Som nevnt i kapittel 2.2 har Finanstilsynet gitt konsesjon til en rekke utenlandske forvaltere. Selskapet har anledning til å trekke lavere kildeskatt enn 25 prosent, dersom den utenlandske forvalteren har oppfylt ytterligere dokumentasjonskrav som følger av skattebetalingslovens forskrift § 5-10a-1 (2). Dersom skattemyndighetene har gitt forvalteren anledning til å foreta redusert skattetrekk, følger det av skattebetalingsloven § 5-10a-2 første ledd at forvalteren ved forespørsel må fremlegge dokumentasjon på hvem som er den underliggende aksjonæren. Opplysningene må gis innen den frist som skattemyndighetene fastsetter.

¹⁹ En skatteavtale er en avtale mellom jurisdiksjoner som regulerer hvem som har beskatningsrett på inntekt (Finansdepartementet, 2019b).

²⁰ Skattesubjektet plikter å betale skatt til den jurisdiksjon hvor inntekten har opphav (Sbanken, 2020).

Det fremgår av lovkommentar til loven, i Gyldendal Rettsdata sin note 126. Det kan være vanskelig for selskapet å finne ut hvem utbyttemottakeren er, på bakgrunn av at forvaltere gjerne har flere skattesubjekter registrert på samme forvalterkonti. Det er utfordrende å foreta riktig skattetrekk, da selskapet har begrenset kjennskap til hvem som er skattesubjektet.

Det følger av skatteforvaltningslovens forskrift § 7-7-1 (1) at selskaper har plikt til å gi opplysninger om deres aksjonærer til skattemyndighetene. Det er derimot et unntak for selskaper som er registrert i en verdipapirsentral, se forskriftens § 7-7-1 (2). Det følger av bestemmelsens ordlyd at selskaper som er registrert i VPS, bare har plikt til å supplere skattemyndighetene med den informasjon som mangler i VPS sitt aksjonærregister. Dette tilsier at selskapet selv må opplyse om aksjer som eies gjennom forvaltere.

Tilpasning av skatteregler

Skatt er en kostnad for aksjonærene. Det finnes derfor store insentiver for tilpasning av skattereglene, slik endelig beskatning blir lavest mulig. Det finnes ulike metoder aksjonærer kan benytte for å unngå utbyttebeskatning. Benn Folkvord og Bernt Arne Ødegaard belyser en av metodene gjennom artikkelen *Hvordan Norge går glipp av milliarder i skatteinntekter*.

Artikkelen forklarer hvordan utenlandske aksjonærer med relativ enkel tilpasning unngår utbyttebeskatning på norske aksjer (Ødegaard & Folkvord, 2018). Unngåelse av utbyttebeskatning kan eksempelvis skje ved parkering av aksjer. Dette skjer ved at skattepliktig aksjonær overfører aksjen eller rettigheter til et annet skattesubjekt, som i henhold til norsk internrett har anledning til å motta utbytte skattefritt. Aksjen overføres for en kort periode til det fritatte skattesubjektet, hvor den senere tilbakeføres til den opprinnelige aksjonæren. Transaksjoner kan skje på Oslo Børs, eller på “Dark pools”, som er handelsplasser med mindre grad av transparens. Uavhengige av hvor handelen skjer, er den enkelte markeds plass nødt til å rapportere omsetningen (Ødegaard & Folkvord, 2018). Folkvord og Ødegaard (2018) har studert omsetningen av aksjer på Oslo Børs og OTC, som er handel utenom børs, ukene før og etter utbytte. Det skjer en klar økning i omsetning før og etter utbyttedato, noe som kan skyldes parkering av aksjer i tidsrommet for å unngå utbyttebeskatning (Ødegaard & Folkvord, 2018).

2.4 Markedsteori

Utenlandsk kapital er viktig for Norges verdiskapning. Hele 40 prosent av verdiene på Oslo Børs eies av utenlandske aksjonærer, og 26 prosent av disse er holdt gjennom forvalterkonti (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a, s. 5). Det er derfor viktig å tilrettelegge for forhold som gir norske bedrifter mulighet for økt verdiskapning gjennom tilgang på utenlandsk kapital. Vekst i økonomien er sentralt for en velfungerende velferdsstat, og et robust og transparent marked tilrettelegger for dette. For å sikre effektiv kapitalallokering er det viktig med effisiens slik at aktørene besitter riktig informasjon ved vurdering av sine investeringsbeslutninger.

2.4.1 Effektiv kapitalallokering

Teorien om markedseffisiens går ut på at aksjeprisene i aktive markeder med informerte aktører reflekterer all tilgjengelig informasjon om aksjens fundamentale verdi (Fama, 1970). Fama (1970) viser til hvordan det derfor ikke er mulig å oppnå profitt utover normalavkastning. Dersom hypotesen er riktig, har ingen insentiv til å analysere markedet ytterligere, fordi all informasjon allerede er reflektert i aksjeprisene. Effekten utenlandske investorene har på markedseffisiensen er ikke åpenbar. På den ene siden besitter de informasjon som kun fungerer som et supplement til innenlandske investorer. På den andre siden kan de besitte asymmetrisk informasjon som gjør at internasjonale investorers deltakelse i markedet fører til høyere markedseffisiens (Kacperczyk, Sundaresan, & Wang, 2018).

Kacperczyk, Sundaresan og Wang (2018) undersøker påvirkningen utenlandske institusjonelle investorers aktivitet har på markedseffisiensen. De finner at markeder med økt andel utenlandske investorer fører til mer effisiente markeder, med høyere likviditet og mindre asymmetrisk informasjon (Kacperczyk, Sundaresan, & Wang, 2018). Markedet blir effisient ved at investorers transaksjoner fører informasjon om selskapets fundamentale verdi til aksjeprisene. Dette leder til markedseffisiens-paradokset (Grossman & Stiglitz, 1980). Et marked er kun effisient dersom det finnes investorer som ikke tror at markedet er effisient. For at en investor skal ønske å handle, må han tro at det er mulig å oppnå en risikojustert meravkastning utover normalen, derav ikke tro på markedseffisiensteorien.

Empirisk forskning og nyere finanst teori viser at det er mulig å oppnå profitt utover det markedseffisiensteorien tilsier (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). Profitt utover normalen krever

store investeringer og mye tid, og det blir derfor forbeholdt aktører som kan rettfærdiggjøre bruk av tid og penger på et marginalt resultat (Bodie, Kane, & Marcus, 2009).

Asymmetrisk informasjon foreligger når en markedsaktør besitter bedre informasjon enn øvrige deltakere, dette gjør finansmarkedene mindre transparent (Akerlof, 1970). “Kunnskap er makt” er et kjent sitat fra filosofen Francis Bacon (Bacon, 1597). I aksjemarkedet kan små informasjonsskjevheter skape store konkurransefortrinn. Dette er en av grunnene til at blant annet innsidehandel er strengt regulert gjennom lovgivningen. Markeder med asymmetrisk informasjon er mindre effektive, som igjen bidrar til lite effektiv kapitalallokering (Ogden, Jen, & O'Connor, 2003). Hyppigere investeringer blant utenlandske aksjonærer som besitter unik informasjon er med på å redusere informasjonsasymmetrien. Dette tilrettelegger for effektivitet og effektiv kapitalallokering i finansmarkedet.

2.4.2 Sammenhengen mellom åpenhet, selskapsledelse og aksjemarkedet

Lakhani (2016) diskuterer sammenhengen mellom åpenhet, kapitalmarkeder og selskapsledelse av børsnoterte selskaper. Artikkelen sentrale spørsmål er om åpenhet i eierskap bidrar til bedre eierstyring, eller om det fører til en hemmende effekt for kapitalmarkedet og selskapets prestasjon (Lakhani, 2016). Selskapet kan ha interesse av å ha kjennskap til hvem som er sine aksjonærer, spesielt dersom selskapet skal gjennom omstruktureringer eller andre store endringer. Åpenhet skaper tillit mellom selskapet og eierne, samt muliggjør kontroll.

Etablering av gode forhold i aksjemarkedet er en utfordring for alle økonomier. Lakhani (2016) viser til at det er særlig to former for åpenhet som er viktig for god eierstyring. For det første gjelder det åpenhet om selskapets finansielle stilling, og for det andre åpenhet i selskapets eierinteresser. Sistnevnte er fokuset i det følgende. Manglede kunnskap om eierstruktur er med på å skape usikkerhet for øvrige eiere (Lakhani, 2016). For å etablere solide finansmarkeder er det viktig med investortillit, særlig for selskapets minoritetsaksjonærer (Lakhani, 2016).

For å skape tillit blant minoritetene er det viktig med god eierstyring. God eierstyring tilrettelegger for investortillit ved å hjelpe selskapet med å imøtekomme investorenes forventninger. Åpenhet i eierskap gir bedre kontroll over eierinteresse, som forhindrer at store

investorer handler i egeninteresse og ikke for selskapets beste (Lakhani, 2016). Skjulte eierskap er også en risikofaktor ved avstemmingen på generalforsamlingen. For investorer av en viss størrelse er det problematisk dersom medinvestorer kjøper seg opp anonymt, og omregistrerer sitt eierskap før generalforsamlingen for å utøve sin stemmerett. Lakhani (2016) forklarer derfor viktigheten av god kommunikasjon mellom selskapets ledelse og dens aksjonærer.

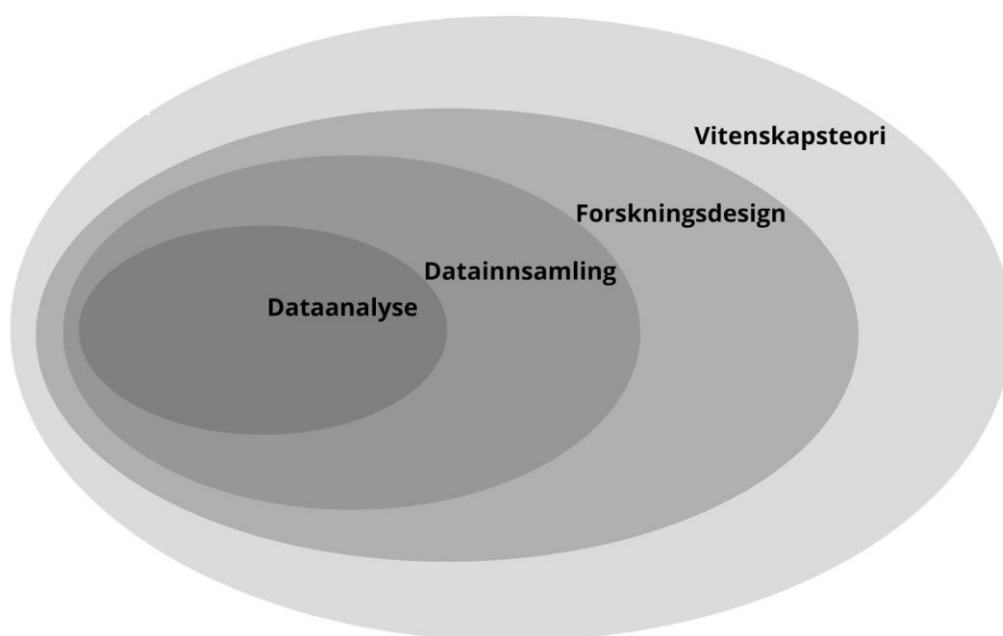
God eierstyring fasiliteter for bedre ledelse av selskapet, som videre har positiv innflytelse på kapitalmarkedet. Det gir aksjonærene mulighet til å overvåke selskapets prestasjon, og håndtere uheldig utvikling (Lakhani, 2016). God eierstyring tilrettelegger derfor for mulighet til å vurdere verdien av selskapet, som sikrer informerte og nøyaktige priser. Vermeulen (2006) forklarer at dersom selskapene ønsker å tilrettelegge for god eierstyring er det avgjørende å kombinere åpenhet, ansvarlig og integritet. Dette krever informasjon om reelle rettighetshavere, som igjen har et positivt bidrag til markedseffisiensen og eierstyring. Det å identifisere reelle rettighetshavere er derimot ikke like enkelt, og enda vanskeligere er det å identifisere hva som er optimalt nivå av åpenhet (Lakhani, 2016).

Lakhani (2016) viser til at åpenhet ikke bare medfører goder for økonomien. Krav om økt åpenhet pålegger investor unødvendige byrder. Høy grad av transparens kan også avsløre investors finansielle stilling og strategier. Dette tilrettelegger for passive investorer, som er uheldig og forhindrer økonomisk vekst.

3.0 Metodisk rammeverk

I dette kapitlet presenteres det metodiske rammeverket for forskningen. Saunders beskriver forskning som en “løk”, der det må tas bevisste valg gjennom hvert lag av løken. Det fire forskjellige lagene i løken er vitenskapsteori, forskningsdesign, datainnsamling og dataanalyse. For å besvare problemstillingen vår har vi benyttet en kvalitativ studie med eksplorativt forskningsdesign og en induktiv tilnærming. Forskningsløken er illustrert i Figur 2, og i dette kapitlet ønsker vi å gjennomgå hvert av de enkelte lagene, før vi til slutt vurderer kvaliteten på forskningen gjennom validitet og reliabilitet.

Figur 2: Forskningsløken



Basert på (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016)

3.1 Vitenskapsteoretisk utgangspunkt

Ved gjennomføring av forskning, blir det foretatt en rekke antakelser (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Disse antakelsene blir foretatt bevisst eller ubevisst, og knyttet seg til særlig tre forhold. Den første antakelsen er om hvordan verden ser ut (ontologi), den andre er om hvordan kunnskap forstås (epistemologi), og den tredje er hvordan forskningen påvirkes av

verdier (astrologi). Saunders (2016) fremhever at få studenter er bevisst på antakelsene gjennom forskningen. Hvordan problemstillingen besvares er avhenger av hvordan forskningen utføres. Vi ønsker derfor å reflektere over antakelsene vi tok ved gjennomføring av masterutredningen.

Det finnes to filosofiske ytterpunkter til antakelsene beskrevet over, som er positivisme og hermeneutikk (Busch & Gallagher, 1992). Positivisme anses som en objektiv og verdinøytral tolkning som ikke er påvirket av samfunnsmessige forhold. Opparbeidet kunnskap kan også generaliseres og nyttes som lover. I motsetning er en hermeneutisk tilnærming fortolkningsbasert (Busch & Gallagher, 1992). For denne tilnærmingen spiller verdier en viktig rolle, ettersom kunnskap formes av språk og samfunn gjennom uttalelser, forklaringer og fortolkninger.

Behovet for økt åpenhet i forvalterkonti er et komplekst tema. Med grunnlag i kompleksiteten er det en hermeneutisk tilnærming som er gjeldende for studien. Vi bruker kunnskap opparbeidet gjennom datainnsamling til å forklare og fortolke hvilken påvirkning reguleringer som krever økt åpenhet kan medføre. Studien vil ikke skape grunnlag for en generell sannhet i behovet for åpenhet, som kan fungere som lover til andre områder og jurisdiksjoner. Likevel gir studien kunnskap om hvordan marginale endringer kan påvirke samfunnet.

Ved en hermeneutikk fortolkning er det naturlig å benytte seg av en induktiv tilnærming. Derimot er det naturlig å benytte seg av en deduktiv tilnærming ved positivistisk fortolkning. Ved deduktiv tilnærming er formålet å bekrefte eller avkrefte forskningshypoteser basert på eksisterende teori (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). En induktiv tilnærming systematiserer funn fra observasjoner, og derav legger grunnlag for å forbedre eksisterende teori (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Ved bruk av induktiv tilnærming finner vi sammenheng mellom den sosiale virkeligheten og den teoretiske forankringen til temaet (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Disse to tilnærmingene utelukker likevel ikke hverandre, og en kombinasjon av tilnærmingene kalles abduktiv tilnærming. Ved denne tilnærmingen undersøkes en interaksjon mellom det generelle og spesifikke.

Gjennom masterutredningen skal vi undersøke om det er behov for økt åpenhet i forvalterkonti. På grunnlag av at vi ønsker å forstå en spesifikk hendelse i en større kontekst, er en induktiv tilnærming passende. Det finnes lite litteratur på forvalterordningen, særlig i norsk

sammenheng. Norge skiller seg fra en rekke andre jurisdiksjoner, på bakgrunn av en generelt stor grad av åpenhet i selskapslovgivningen. Det er derfor vanskelig å finne erfaringer som kan overføres til problemstillingen Norge står over med valg av å innføre åpenhet i forvalterkonti eller ikke.

3.2 Forskningsdesign

Forskningsdesign er en generell plan om hvordan man går frem for å besvare problemstillingen (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Hvilket forskningsdesign som benyttes avhenger av studiens formål. Før studiens forskningsdesign blir presentert, vil vi reflektere over designets formål. Forskning kan ha et utforskende, deskriptiv eller forklarende design (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Gjennom studien ønsker vi å undersøke hvilke holdninger og oppfatninger aktører har knyttet til det foreslåtte kravet om økt åpenhet i forvalterkonti. Vi ønsker også å undersøke aktørenes oppfatninger knyttet til hvordan et slikt krav eventuelt kan påvirke det norske aksjemarkedet, og hvordan det kan bidra i kampen mot økonomisk kriminalitet. Dette er utforskende design, fordi vi ønsker å klargjøre forståelsen av et fenomen heller enn å beskrive og fastslå kausale sammenhenger. Vi har benyttet et utforskende design fordi temaet i liten grad har blitt belyst før. Utforskende design er også en fordel for studien fordi dersom det dukker opp forhold underveis, eller nye spekter avdekkes, kan studiens fokus tilpasses underveis.

Det flere er beslutninger som må tas for å utarbeide et velegnet eksplorativt forskningsdesign. Det er her tre viktige beslutninger for studien vår; valg av *ekstensivt eller intensivt design*, *kvalitativ eller kvantitativ metode* og *avklaring av studiens tidshorisont* (Busch & Gallaghr, 1992).

Valg av *intensivt eller ekstensivt design* er en avveining av om studien skal gå i dybden eller bredden av et fenomen. Dette blir i stor grad et kapasitetsspørsmål, og gitt masterutredningens begrensinger er det ikke mulig med både bredde og dybde. Intensivt design går i dybden av et fenomen ved bruk av færre respondenter. Et ekstensivt design er gjerne på standardisert form og samler data fra flere kilder. Siden vi ønsker å gå i dybden av et fenomen som er lite forsket på tidligere, finner vi det mest hensiktsmessig med et *intensivt design*. Et intensivt design gir oss mulighet til å gå i dybden og oppdage begivenheter vi gjerne ikke hadde sett på forhånd.

Videre må det velges hvilken metode som skal benyttes for studien. En studie kan gjennomføres ved bruk av en *kvalitativ- eller kvantitativ metode*, eller en kombinasjon av disse. Hvilken metode som benyttes er viktig for muligheten til å avdekke nye eller for nye innsikter om et område. Kvantitativ metode benyttes når man gjennom studien ønsker å avdekke relasjoner mellom variabler. Disse måles gjerne numerisk, og analysere blir foretatt ved hjelp av ulike statistiske verktøy. Fordeler knyttet kvantitativ metode er at en stor mengde data kan analyseres, men dataens kvalitet kan derimot forårsake begrensninger.

Kvalitativ metode derimot handler om i større grad om å innsamle ord, som reflekterer respondentenes synspunkter, holdninger, følelser og meninger. Data innhentet gjennom kvalitativ metode har et mindre omfang, siden det gjerne er mer tidkrevende. Likevel er det mer rom for tolkning. På bakgrunn av at vi har en åpen problemstilling, som i liten grad kan kvantifiseres, anses en kvalitativ tilnærming som passende. En kvantifisering av effekten på aksjemarkedet og en prediksjon av redusert økonomisk kriminalitet er vanskelig å gjennomføre. Siden det finnes få omstendigheter å sammenligne med, og en uforholdsmessig mengde variabler som må hensyntas. Bruk av en kvalitativ metode derimot er svært egnet til å måle hvordan aktører mener et krav om økt åpenhet vil påvirke, og hvilke holdninger og reaksjoner de har.

Avslutningsvis må også *studiens tidshorisont* avgrenses til omstendighetene. Grunnet studiens begrensede varighet på ett semester, er det som diskutert over hensiktsmessig å nytte seg av et design som går i dybden med et begrenset antall respondenter. I lys av Covid-19 som har rammet høsten, har vi ikke hatt mulighet til å avholde fysiske intervju. Intervjuene har derfor foregått over Teams, som gjør at vi har spart tid på reise, som vi har kunne benyttet til grundige analyser av innhentet datamateriale.

3.3 Datainnsamling

3.3.1 Datakilder

For å samle inn data som gir tilstrekkelig grunnlag for å besvare problemstillingen fra ulike perspektiver, er det hensiktsmessig å benytte ulike datakilder. Dette kalles for triangulering, og bidrar til å øke forskningskvaliteten. Det øker sjansen for at dataen forteller det du tror den

forteller. På bakgrunn av dette gjennomfører vi semistrukturerte intervjuer og foretar dokumentanalyser av høringsvar. Vi endte også opp med å ha flere uformelle samtaler med sentrale personer.

Semistrukturerte intervju

Primærdata er innhentet gjennom ekspertintervjuer, som består av å intervju sentrale personer med inngående kunnskap innenfor sitt yrke og profesjonelle område. Hvem som karakteriseres som en ekspert avhenger av feltet oppgaven omhandler (Bogner, Litting, & Menz, 2009).

Intervjuene ble gjennomført som semistrukturerte intervju, som er en kombinasjon av strukturerte- og ustrukturerte intervju (Saunders & Townsend, 2016, s. 391). Strukturerte intervju har på forhånd oppsatte spørsmål, som respondenten skal besvare i en gitt rekkefølge. Ustrukturerte intervjuer er derimot en mer åpen samtale. Vi satte på forhånd opp spørsmål som vi ønsket at skulle besvares. Gjennom intervjuet avvek vi fra de planlagte spørsmålene på områder der respondentene besatt spisskompetanse, men også på områder vi opplevde behov for ytterligere avklaringer.

Det var primært tre grunner til at vi anså semistrukturerte ekspert intervjuer som hensiktsmessig. For det første ønsket vi å undersøke området ved å opparbeide oss kunnskap om respondentenes personlige erfaringer, meninger og annet som bidrar til å besvare problemstillingen. For det andre er semistrukturerte intervju hensiktsmessig å benytte ved eksplorativt forskningsdesign. På bakgrunn av forskningsdesignet fleksibilitet, kunne vi underveis i intervjuprosessen avvike fra de forhåndoppsatte spørsmålene dersom vi identifiserte andre områder som var hensiktsmessig å belyse. For det tredje var intervjuene avhengig av å bli gjennomført med eksperter. Slik at de har tilstrekkelig kompetanse til å bidra med å problematisere hvilke implikasjoner et krav i økt åpenhet kan medføre.

Dokumentanalyse

For å sikre triangulering foretar vi dokumentanalyser av høringssvarene til høringsnotatet²¹ (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016, s. 207). En styrke ved å bruke analyse av høringssvarene, er at de vurderer det samme forholdet som vurderes ved masterutredningen. Det finnes også noen svakheter ved å benytte dokumentanalyser.

Aktørene som avlegger høringssvar, gjennomfører det ofte i formål av å påvirke lovgivningen i en retning som er til fordel for deres interesse. Høringssvarene²² kan derfor fremstå som lite nyanserte og trekker ofte sterkt i den ene eller andre retningen av åpenhetsdebatten. En annen svakhet med dokumentanalyser er at det ikke er mulig til å etterspør ytterligere informasjon på områder vi finner uklare. Dette er årsaken til at dokumentanalysen benyttes som sekundærdata. Analysen ble foretatt i forkant av dybdeintervjuene. På den måten opparbeidet vi oss kunnskap som gjør oss i stand til å stille gode spørsmål under intervjuene.

Uformelle samtaler

Utgangspunktet for masterutredningen var å innsamle data gjennom dybdeintervjuer og dokumentanalyser. Ved presisering av problemstilling og gjennom dybdeintervjuene oppdaget vi at det var behov for ytterligere avklaringer av enkelte områder. Dette medførte at vi gjennomførte flere uformelle samtaler. De uformelle samtalene har opphav i anbefalinger fra respondentene. Formålet var å gi innsikt i områder respondentene fant nødvendig for å belyse problemstillingen.

²¹ Forslag til ny lov om røystingsrådgyvarar og endringer i aksjelovgivningen mv. (SRD II, åpenhet og innflytelse)

²² Høringssvar til: Forslag til ny lov om røystingsrådgyvarar og endringer i aksjelovgivningen mv. (SRD II, åpenhet og innflytelse)

3.3.2 Intervjuer: Utvalg og utførelse

Utvalget

For å besvare problemstillingen vår har vi hovedsakelig valgt intervjuobjekter basert på to karakteristikk. For det første er det viktig at respondentene har et engasjement i debatten om åpenhet i eierskap, og en mening om hvordan åpenhet i forvalterkonti bør innføres. For det andre er det viktig at de har god kompetanse på områdene et krav om økt åpenhet vil berøre. For å undersøke problemstillingen i dybden har vi valgt respondenter på tvers av flere bransjer. Felles for dem alle er at de mener at et krav om økt åpenhet vil påvirke deres bransje. En overvekt av respondentene er økonomer, jurister og journalister. Dette er et bevist valg, siden de besitter kompetanse som er nødvendig for å besvare de ulike områdene av problemstillingen.

Utvalget er valgt ut fra litteratursøk og snøballmetoden (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Ved å lese artikler på området, opparbeidet vi oss kunnskap om hvem som hadde et engasjement i debatten. Dette var utgangspunktet for utvalget. Videre har flere av disse anbefalt oss videre til andre respondenter, derav endte vi opp med å benytte oss av snøballmetoden. Snøballmetoden tillot oss å komme i kontakt med respondenter som hadde høy faglig kunnskap og engasjement i debatten. En svakhet med snøballmetoden, er faren for at respondentene henviser til andre som har tilsvarende synspunkter på området. Ved henvisninger til nye respondenter hadde vi et bevisst forhold til denne svakheten.

Utførelse

Intervjuene ble gjennomført i løpet av to uker. I utgangspunktet var planen å gjennomføre fysiske intervju. Med hensyn til Covid-19 situasjonen og stadig økende smittetall utover høsten 2020, var vi likevel nødt til å gjennomføre intervjuene digitalt. De første minuttene av intervjuet er viktig, og kan være avgjørende for hvordan resten av intervjuet utarter seg (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Vi brukte derfor tid innledningsvis på bli kjent med intervjuobjektet, og la intervjuobjektet bli kjent med oss, slik at alle ble komfortable i intervjusituasjonen. Dette gjorde vi ved at både vi og intervjuobjektet presenterte seg selv og sin bakgrunn. Gjennom intervjuene brukte vi også kamera, slik at vi fikk bedre kontakt med intervjuobjektet og for å forhindre at kommunikasjonen ikke skulle bli dårligere som følge av

at vi ikke kunne se hverandre. På den måten ble digital gjennomføring heller en fordel for kvaliteten av datainnhenting. Digitale intervju skapte en stor fleksibilitet, ettersom vi ikke var avgrenset av geografiske områder og hadde kapasitet til å gjennomføre intervjuet når respondentene selv ønsket. Flere av respondentene som besitter høy kunnskap om emnet, har ellers travle timeplaner. Flexibiliteten ga oss derfor mulighet til å komme i kontakt med respondenter, som ville vært vanskelig ved en fysisk utføring.

Ved gjennomføring av intervjuene benyttet vi oss av lydopptak, for å oppnå et sterkt datagrunnlag til analysen. Intervjuene ble gjennomført ved at en av oss var ordstyrer, mens den andre passet tiden og kom med oppfølgingsspørsmål underveis. Lydopptakene la til rette for at den som ikke er ordstyrer kunne komme med oppfølgingsspørsmål dersom noe var uklart. Dette gjorde at intervjuprosessen ble gjennomført på en ryddig og effektiv måte. Intervjuet bestod av en kombinasjon av åpne og mer spesifikke spørsmål. Intervjuene ble avsluttet med at intervjuobjektet fikk anledning til å prate om emner de mente kunne være relevante for å besvare problemstillingen vår.

Dataanalyse

Transkribering

Transkribering handler om å overføre fra lyd til tekst (Kvale & Brinkmann, 2015). Transkriberingen av lydopptakene våre ble gjort samme dag som vi gjennomførte intervjuet, slik at intervjuet satt friskt i minnet. Flere av intervjuobjektene bruker blant annet kroppsspråk, ansiktsuttrykk og variasjon i stemmeleiet aktivt for å få frem sine argument. Skriftspråket bygger på andre normer enn den muntlige talen, det er derfor vanskelig å oppbevare hele meningen ved overføring fra lyd til tekst. Dette måtte vi ha et bevisst forhold til under transkriberingen. Ikke-verbale uttrykk i den grad det var mulig ble hensyntatt i overføring til tekst, slik at det ved analyse var lettere å forstå konteksten ting ble sagt i og hva intervjuobjektene mente. For eksempel stillhet og uttrykk. Mer lettoppfattelige uttrykk som eksempelvis latter og krent noterte vi nøye. Helheten av dette bidrar til en klarere forståelse av intervjuene når de skulle analyseres i ettertid igjen. Siden vi transkriberte intervjuene samme dag, hadde vi de friskt i minnet og kunne notere oss om det var noe intervjuobjektet la ekstra

vekt på. Det at vi var to stykker om transkriberingen, gjorde også at intervjuene kunne bli transkribert nøyaktig, slik at alle poeng fikk bli med i analysen.

Analyse av hørings svar

Sekundærdata ble analysert ved å foreta dokumentanalyse av hørings svar. Nærings- og Fiskeridepartementet presiserte blant annet at de ønsket særlig svar på forslaget om økt åpenhet i forvalterkonti. På bakgrunn av dette så vi det som hensiktsmessig å benytte dette som et utgangspunkt. Selve dokumentanalysen ble foretatt ved at vi leste samtlige aktørers høringsnotat og tok utdrag av delene som omhandlet økt åpenhet i forvalterkonti. Deretter sorterte vi argumentene etter to kategorier, en for økt åpenhet i forvalterkonti og en mot. Dette gjorde at vi fikk kjennskap til sentrale argumenter og synspunkter knyttet til økt åpenhet, og videre utarbeidet semistrukturerte dybdeintervjuer basert på våre funn. På denne måten sikret vi oss et tilstrekkelig grunnlag, og var i bedre stand til å finne ut hvilke området vi ønsket å utforske ytterligere.

Semistrukturerte dybdeintervjuer

Etter å ha foretatt transkribering av samtlige intervjuer, satt vi igjen med store mengder data. For å skaffe en god oversikt, gikk vi nøye gjennom all dataen og dro ut det vi anså som mest relevant for å besvare problemstillingen. Gjennom denne prosessen tok vi også notater for å ha oversikt over innholdet. Alt dette kategoriserte vi inn i tre kategorier. Én tok for seg hvordan økt åpenhet kan bidra til å avdekke økonomisk kriminalitet, den andre hvordan et krav om økt åpenhet kan påvirke kapitalmarkedet og investeringsviljen til utenlandske aksjonærer. Den tredje og siste kategorien inneholder andre argumenter som ikke faller naturlig innenfor de to første kategoriene, men som vi anså som hensiktsmessige for å besvare problemstillingen.

Etter å ha gjennomført dette satt vi fortsatt igjen med store mengder data i de tre ulike kategoriene. Ut fra dette så vi et behov for å tildele fargekoder for å ytterligere kategorisere funnene. Her vil for eksempel alle svar som omhandlet hvordan investorer påvirkes av særnorske regler være tildelt en egen individuell fargekode. Basert på disse, foretok vi analyser på hvordan innholdet i hver unike fargekode kunne egne seg for å besvare problemstillingen. Dette resulterte i åtte funn som er presentert i kapittel 4.

Etter å ha foretatt dokumentanalyser av høringssvarene, fant vi at mye av for- og motargumentene hadde opphav i spørsmålene om økonomisk kriminalitet og påvirkelsen det kunne ha på kapitalmarkedet. Det er dette som gav opphav til kategoriseringen på de tre nivåene som nevnt over, som raskt gav en bedre oversikt over hva som tydet på å være hovedargumentene. Ut fra dette så vi likevel at argumentene som ble brukt, var i stor grad overordnede og gikk ikke særlig i dybden. Det viste seg raskt at dette var viktige argumenter, men som hadde et sterkt behov for å utredes ytterligere. Et eksplorativt design var i den grad en gunstig fremgangsmåte.

Uformelle samtaler

Data ble også innhentet gjennom mer uformelle samtaler. Selv om samtalen var uformell, var respondenten klar over hva som var formålet med samtalen, og at det ble foretatt lydopptak. De uformelle samtalene forekom i stor grad fra henvisning fra andre respondenter. Vi anså det heller da ikke hensiktsmessig å transkribere hele samtalen. Istedenfor tok vi heller utdrag fra samtalens hovedtyngde. Utdragene fra disse samtalene kategoriserte vi så sammen med data innhentet gjennom dybdeintervju og foretok analyser basert på all innhentet data uavhengig hvordan dataen var innhentet.

I etterkant av analysen ble data sendt tilbake til respondentene for verifisering. Dette ble gjort med hensikt om å sikre at vi hadde tolket dataen riktig, og at vi hadde en sammenfallende forståelse. På den måten sikrer vi forskningens validitet, og at vi måler det vi har til hensikt å måle. Validitet blir ytterligere redegjort for i kapittel 3.4.1.

Presentasjon av respondenter

Formelle intervjuer

Tabell 2: Presentasjon av formelle intervjuer

<i>Navn</i>	<i>Stilling</i>	<i>Erfaring/Utdanning</i>
Atle Degré	Lagdommer Agder lagmannsrett fra august 2020 til d.d.	Juridisk direktør ved Oslo Børs fra januar 2000 til mars 2010.

		Partner, Kluge fra mai 2010 til august 2020. Fra de to nevnte stillingene har han lang erfaring med selskapslovgivningen.
Caroline Straumsheim	Advokatfullmektig ved Pareto Securities AS sin Investment Banking avdeling.	Arbeider primært med kontroll av informasjonshåndtering og tilretteleggerarbeidet i kapitalplasseringer, samt problemstillinger knyttet til forebygging av hvitvasking og terrorfinansiering i finansmarkedet.
Eiliv Frich Flydal	Journalist ved VG.	Profilert journalist, som gjennom sin journalistikk har avdekket flere kritikkverdige forhold som har havnet på Økokrims bord.
Halvor E. Sigurdson	Advokat ved NHO og styremedlem av Norwegian Corporate Governance Board.	Lang erfaring fra en rekke kjente advokatfirmaer, fra de siste årene i NHO har han lang erfaring med lovverket av forvalterregistrering.
Hedvig Bugge Reiersen	Leder for skatterettsgruppen til Wikborg Rein. Advokatforeningens lovutvalg for selskapsrett.	UiO Doktorgrad, som omhandler transaksjoner mellom selskap og aksjonær. Kompetanse på selskapsrett og jobber hovedsakelig med problemstillinger innen oppkjøp
Linn Anker-Sørensen	Senior Manager i skatteavdelingen til EY Oslo	Doktorgrad UiO, inngående kompetanse om komplekse selskapsstrukturer og organisering av selskaper i skatteparadiser.
Ole Andenæs	Partner, Wikborg Rein	Jobber hovedsakelig med finans regulatoriske problemstillinger. Tidligere juridisk direktør i Carnegie.

Peter Henriksen Ringstad	Politisk rådgiver Tax Justice Network Norge	Master i samfunnsvitenskap UiO, skrevet flere artikler som omhandler viktigheten av åpenhet i eierstrukturer.
Sindre Stør	Leder for Verdipapirforetakenes forbund fra oktober 2014 til d.d.	Over 30 års erfaring i aksjemarkedet med inngående kunnskaper om hvordan aksjemarkeder fungerer. Han har også vært gjesteforelder ved NHH. I ledelsen fra DNB 1997 til 2003.
Thomas Borchgrevink	Direktør over markedsovervåkingen til Oslo Børs fra 1998 til d.d.	Overvåker det regulatoriske ved Oslo Børs og rapporterer til Finanstilsynet.

Uformelle samtaler

Tabell 3: Presentasjon av uformelle samtaler

<i>Navn</i>	<i>Stilling</i>	<i>Erfaring</i>
Arne Jensen	Generalsekretær Norsk redaktørforening	Utdannet jurist ved Universitetet i Oslo. Tidligere journalist og redaktør. Har avlagt hørings svar på høringsnotatet som nyttes i oppgaven.
Beate Sjøfjell	Professor ved Universitetet i Oslo	Juridisk fakultet, hovedområde innen selskapsrett og «corporate governance». Hun har lang erfaring innen selskapsretten og har en rekke publikasjoner.
Bernt Arne Ødegaard	Professor Universitetet i Stavanger	Professor i finans, hans forskningsinteresser er empirisk finans, markeders mikrostruktur og “corporate governance.”
David Olav Kyte	Skatteetaten	Jobber med selskaps- og skatterettslige problemstillinger i Skatteetaten.

Ina Nyrud Lindal	Advokat ved Norsk Journalistlag (NJ)	Hovedansvarlig for NJs medierettslige arbeid. Medlem av Norsk presseforbunds offentlighetsutvalg.
Bård Thorsen	Økokrim	Førstestads advokat. Flere års erfaring som advokat og dommerfullmektig.

3.4 Forskningskvalitet

Ved gjennomføring av vitenskapelig studie er det viktig å vurdere studiens forskningskvalitet. Dette gjøres for å sikre dens legitimitet og troverdighet. I dette kapitlet skal vi reflektere over hvilke forhold som kan påvirke studiens kvalitet, og hvordan disse forholdene kan hensyntas. Studiens forskningskvalitet blir vurdert opp mot validitet og reliabilitet.

3.4.1 Validitet

Validitet handler om å sikre forskningens kvalitet gjennom bruk av passende målemetode, nøyaktighet av analyse og at funnene fra forskningen kan generaliseres (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Det finnes flere aspekter av validitet, herunder begrepsvaliditet, intern validitet og ekstern validitet. Hovedsakelig vil vi vurdere forskningskvaliteten opp mot ekstern validitet, intern validitet og begrepsvaliditet.

Intern validitet

Intern validitet handler om å finne en kausal sammenheng mellom variabler slik at det er mulig å forsvare en faktisk årsakssammenheng (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Innenfor forskningsdesign og metode er dermed dette et viktig skille. Som følge av at vi benytter oss av kvalitativ metode med eksplorerende forskningsdesign, er det ikke mulig å diskutere kausale forhold. Studiens formål er å avdekke hvilke holdninger og synspunkter aktører har knyttet til om det bør innføres et krav om økt åpenhet av forvalterregistrerte aksjer. Det har dermed ikke verdi å diskutere studien intern validitet.

Ekstern validitet

Ekstern validitet omhandler forskningens funn kan generaliseres til andre situasjoner, grupper eller organisasjoner (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016). Et sentralt punkt innenfor ekstern validitet er dermed å skaffe et dekkende antall respondenter, hvis svar kan generaliseres overfor en større mengde populasjon. Det er likevel viktig å spesifisere at vårt design ikke har som formål å generalisere svarene utover hele populasjoner. Vår hensikt er å innhente et bredt datagrunnlag fra ulike ståsteder som gir en god bakgrunn for å samle de forskjellige meningene til en felles konklusjon.

Gjennom spørsmålene legger vi stor vekt på at det er kompetansen og kunnskapen til intervjuobjektet som individ som skal fremkomme, og ikke at deres svar skal representere andres meninger. Problemstillingens komplekse natur medvirker naturligvis til at det bare er et begrenset utvalg personer kan belyse den i dybden.

Et sentralt punkt her er å vurdere behovet for antall respondenter. Antallet kan ikke være så lite at det er vanskelig å oppnå et dekkende datagrunnlag, ei heller så stort at det er utfordrende å gjennomføre dybdeanalyser. Våre respondenter må anses å være et heterogent utvalg, hvor individene kommer fra ulike bakgrunner og med ulike meninger og holdninger. Et tilstrekkelig utvalg av respondenter med hensyn til vårt forskningsdesign, argumenteres dermed for å være et sted mellom 12 og 30 (Saunders & Townsend, 2016, ss. 10-11). I kombinasjon av formelle intervjuer og uformelle samtaler oppnådde vi 15 respondenter, hvorav ti var formelle intervjuer og fem uformelle samtaler. Med dette anser vi størrelsen i vårt utvalg til å være tilstrekkelig.

Begrepsvaliditet kilde

Begrepsvaliditet handler om å sikre konsistens mellom de begrepene man benytter i problemstillingen, og de man undersøker (Jacobsen, 2015). Med dette menes at når vi gjennomfører intervjuene, så er alle intervjuobjektene innforstått og godt kjent med hva vi legger i de forskjellige begrepene, og at fokuset er forvalterregistrerte aksjer. I forbindelse med studien er det en rekke begreper og definisjoner som kan gi opphav til ulike tolkninger. Vi ønsker å avdekke ulike meninger om kravet av økt åpenhet i forvalterregistrerte aksjer, men åpenhet er et vidt begrep som kan defineres og tolkes ulikt. I forkant av intervjuene sendte vi dermed ut et informasjonsskriv til samtlige deltakere hvor vi informerte om at oppgaven bygger

på høringsnotatet og hvordan vi definerer økt åpenhet i forvalterkonti. I starten av intervjuene gikk vi systematisk gjennom sentrale begreper sammen med intervjuobjektene, og hvordan vi definerte de i lys av studien. En slik samtale før selve intervjuet gjorde både intervjuobjektet og oss selv trygge på at begge hadde en felles forståelse av tematikken, definisjoner og begreper.

3.4.2 Reliabilitet

Intern reliabilitet

For å sikre konsistens i behandlingen og analysen av vår data, har vi benyttet noen bevisste strategier for å sikre en konsistent og pålitelig gjennomgang (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016).

I forkant av intervjuene laget vi en intervjuguide som vi brukte til hvert intervju. Denne benyttet vi oss av for å sikre at vi dekte de samme områdene og spørsmålene i hvert intervju. I de tilfeller hvor vi avvek fra intervjuguiden var i de tilfeller hvor intervjuobjektet sitter på spesielt mye kompetanse på ett område av intervjuguiden. I de tilfellene flyttet vi fokuset over på det aktuelle området, og vi kunne mer aktivt benytte flere dyptgående spørsmål.

Under samtlige intervju deltok begge intervjuere, hvor den ene hadde rolle som ordstyrer, mens den andre hadde en mer passiv rolle som medlytter og skribent. Ved behov ville også medlytteren komme med oppfølgingsspørsmål ved behov. Det er enklere for intervjuobjektet å forholde seg til en enkelt intervjuer, og intervjuet får en naturlig flyt. I tillegg til dette tok vi lydopptak av intervjuet. Dette lydopptaket ble så transkribert den samme dagen for å redusere risikoen for at viktige momenter ble glemt. Under transkriberingen sørget vi også for å få med ikke-verbale uttrykk som kremt, stillhet og latter. Konteksten av disse uttrykkene er viktige for tolkningen av hva intervjuobjektet tenkte og mente å formidle når det ble sagt.

Ved gjennomførelse av analyse hadde begge en aktiv. En felles gjennomgang reduserer risikoen for subjektive vurderinger, og vi får muligheten til å fritt diskutere datagrunnlaget, behandlingen av det og til slutt implikasjoner av funnene. Dette medvirker at vi lander på en felles konklusjon som dekker flere perspektiver, som er formålet med oppgaven.

Til slutt sendte vi benyttet datagrunnlaget tilbake til respondentene, slik at de kunne enten bekrefte, avkrefte eller komme med korrigeringer hvis de mente at noe ikke stemte. Dette gav oss en forsikring om at våre oppfattelser var riktige samt at intervjuobjektene også fikk en forsikring om at deres synspunkter var hensyntatt oppfattet korrekt.

Eksternreliabilitet

Ekstern reliabilitet handler om at problemstillingen er etterprøvbar og at andre studier vil komme frem til samme funn (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016, s. 202). Etterprøvbarehet er viktig i den forstand at det sier noe om studien gir konsise resultat som også andre klarer å komme frem til. Hvis det er tilfelle, så betyr det at studien viser det ekte og reelle resultatet, og det er liten grad av støy som forskyver resultatene. Et problem i kvalitativ forskning er derimot at det er ikke i like stor grad etterprøvbart. Dette skyldes at kvalitativ forskning gjenspeiler en sosialt konstruert tolkning av intervjuobjektene i en bestemt setting på det tidspunktet forskningen gjennomføres (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016, s. 205). Videre vil intervjuobjektene avgi svar basert på deres oppfatning av et nåtidsbilde.

Gjennom studien vår har vi oppnådd et øyeblikksbilde av ulike aktørers holdninger og meninger angående lovverket i dag, og hvilke synspunkter de har på bestemmelser som departementet har foreslått å innføre. Resultatene fra denne studien kan være vanskelig å replikere på et senere tidspunkt, da det kan komme nye og oppdaterte høringsnotat fra departementet, eller at det blir vedtatt endringer som avviker fra de som departementet har foreslått. På et hvilket som helst tidspunkt kan disse eventuelle bestemmelsene endres, eller det kan oppstå nye debatter rundt åpenhet som skaper ytterligere engasjement og nye stemmer med andre synspunkter dukker opp. Videre er effektene og konsekvensene av en slik innføring er uklar, og meningene kan endres med ny informasjon.

For å sikre ekstern reliabilitet i den grad det er mulig ved bruk av kvalitativ metode har vi gjennom denne utredningen forklart grundig hvilket forskningsdesign vi har benyttet oss av, og hvorfor vi mener dette forskningsdesignet er det mest hensiktsmessige for å besvare problemstillingen vår. Videre har vi også gitt en grundig forklaring på hvordan datainnsamlingen har foregått og hvilke valg vi har tatt underveis for å sikre konsistens gjennom intervjuene og analysen. På bakgrunn av benyttet metode, mener vi at vi har funnet

et dekkende utvalg av synspunkter fra ulike bakgrunner. Sådan gir det et bredt grunnlag å diskutere ut fra, og som gir en felles konklusjon et sted på midten. At andre studier vil oppnå de samme funnene er derimot fortsatt høyst usikkert.

4.0 Funn

I følgende kapittel presenteres våre kvalitative funn. Data er innhentet gjennom semistrukturerte dybdeintervjuer, uformelle samtaler og dokumentanalyse av høringsvar. Datainnsamlingen resulterte i åtte funn. Funnene bidrar til å kartlegge behovet for økt åpenhet i forvalterkonti og hvilke hensyn som må ivaretas ved implementering av et krav om økt åpenhet. Funnene presenteres i form av direkte og indirekte sitater.

Funn 1: Utenlandske investorer er sensitive for lovendringer.

Strengt reguleringer som avviker fra resten av EU kan føre til at utenlandske investorer ikke ønsker å investere på den norske børsen. Sett i et internasjonalt perspektiv er den norske børsen liten, med bransjer som er mulig å dekke andre steder verden. Stør sier at vi må være forsiktig med å pålegge aktørene reguleringer utover internasjonal praksis. En investor tar ikke risiko med å ekskludere norske bedrifter fra sin portefølje, og dermed må investorene heller kultiveres for å investere i Norge. Det er derfor viktig at terskelen for investeringer i Norge ikke legges høyere enn andre steder.

“Man bør ha et mest mulig harmonisert rammeverk i EU, fordi vi ser at investorer er lett påvirkelige og at lovreguleringen i de enkelte jurisdiksjoner har en betydning. Små forskjeller i regelverket fra jurisdiksjon til jurisdiksjon har erfaringsvis innvirket på handlemåten til aktørene i markedet.”

(Hedvig Bugge Reiersen, Wikborg Rein)

“Konsekvensen av særnorske regler vil bli redusert kapitaltilførsel og likviditet på Oslo Børs.”

(Sindre Stør, Verdipapirforetakenes forbund)

Borchgrevink og Anker-Sørensen viser til at det i stadig større grad er fokus på harmoniserte regelverk på tvers av jurisdiksjoner. Innenfor EU er det sterk bevegelse mot en felles kapitalmarkedsunion, der aktørene møter like regler. Blant annet Finanskrisen viste hvordan det ikke fungerer når hver enkelt jurisdiksjon lager egne definisjoner og reguleringer av

verdipapirmarkedet. Vi er avhengig av like definisjoner og reguleringer, når kapitalflyten skjer på tvers av jurisdiksjoner.

“Landegrenser har veldig lite å si. Vi har en stor andel utenlandske investorer på vårt markedsplass, det har egentlig alltid kjennetegnet vårt marked. I en slik kontekst er det friksjon med særnorske regler.”

(Thomas Borchgrevink, Oslo Børs)

“Dersom man tror at det er en liten sannsynlighet for at lovendringer kan påvirke investors ønske om å investere i Norge, bør man være svært tilbakeholden. Selv om det finnes gode grunner for endringen.”

(Linn Anker-Sørensen, EY)

Funn 2: Hyppigheten av offentliggjøringen er avgjørende for innvirkningen på aksjemarkedet.

Flere respondenter viser til utenlandske investorers ønske med å være anonym i egenskap av å være aksjeeier. Resten av verden opererer med forvalter-ordningen, og krav om offentliggjøring kan derfor virke både fremmende og avskrekkende. Erfaring viser at selv minimale endringer kan være grunnlag for å påvirke aksjemarkedene.

“Om utenlandske investorer mistenker at det i norsk media lages masse støy rundt offentliggjøring av eierposter, så kan man ikke utelukke at det vil skremme bort en så stor andel at det blir uheldig.”

(Hedvig Bugge Reiersen, Wikborg Rein)

Straumsheim fremhever at det er særlig to forhold som kan tilsi et ønske om forvalterregistrering fra investorenes ståsted. For det første gir muligheten til forvalterregistrering praktiske fordeler ved at utenlandske investorer slipper å forholde seg direkte til det norske rettssystemet og gjeldende lovregulering. For det andre kan adgangen til forvalterregistrering fungere som virkemiddel for å hindre innsyn fra konkurrerende parter i investorenes investeringsstrategi. Degré mener at en årlig oppdatering som er foreslått, ikke er grunnlag for å ødelegge investorenes investeringsstrategi.

“Det vil oppstå en egen profesjon som maskinmessig analyser bevegelser for å avsløre investeringsstrategier.”

(Sindre Støer, Verdipapirforetakenes forbund)

“Hvis du er et utenlandsk hedgefond, som konkurrerer med et norsk hedgefond som posisjonerer seg i det norske markedet, så er det jo klart at det er best for den som kan operere bak en nominee konto, vs. den som må operere åpent i aksjeeierboken, i den grad man lurere på hva den andre driver med, det er det ikke noe tvil om.”

(Ole Andenæs, Wikborg Rein)

Funn 3: Det er usikkert om flaggereglene i verdipapirhandelloven § 4-3 sikrer tilstrekkelig innsyn i selskapets maktstrukturer.

Det finnes flere reguleringer i lovgivningen som sikrer transparens i verdipapirmarkedet. Respondentene har imidlertid ulik oppfatning av om dette er tilstrekkelig. Budplikt og kravet om å gjøre sin identitet til kjenne for å kunne avgi stemme på generalforsamlingen, er to reguleringer som sikrer innsyn. Likevel fremheves det at generalforsamlingen er en formalitet, i og med at investorer påvirker selskapet i forkant av generalforsamlingen.

“Så lenge man har de flaggereglene så er det tilstrekkelig, disse gjør at det ikke er mulig å gå under radaren for å gjøre noe som er urovekkende galt.”

(Halvor E. Sigurdsen, NHO)

Flere av respondentene viser likevel at fem prosentgrensen for flagging er litt tilfeldig satt. Eierskap under fem prosent kan også være av interesse. Ved spredt eierskap vil nemlig også små eierandeler ha innflytelse.

“Foretakene som har konsesjon til å drive med verdipapirtjenester i Norge er nødt til å kjenne kundene sine. De lener seg ikke tilbake og håper på at forvalterne i leddene før har gjort AML-kontrollen. Dette er alt for risikabelt; ingen norske banker ville vært komfortable med å gjøre det i dag. Risikoen er for stor, og skjer det noe galt er straffesanksjonene så store at utfallet kan bli konkurs.”

(Sindre Støer, Verdipapirforetakenes forbund)

Sjåfjell mener derimot at kjenn-din-kunde ikke er nok. Regelen er viktig, men den legger for mye ansvar på den enkelte forvalter. Et svakt ledd i kjeden av forvaltere er tilstrekkelig for at det knytter seg usikkerhet til den reelle kundens identitet.

“Ved kontroll er finanstilsynet tydelig på at de ønsker identiteten til en fysisk person. Det er likevel usikkert hvor langt de strekker seg for å etterprøve opplysningene.”

(Linn Anker-Sørensen, EY)

Vi finner flere respondent som stiller spørsmål ved Finanstilsynet sin egentlige håndhevelse av mulige sanksjoner. Det er en oppfatning at Finanstilsynet er tålmodige i påvente av informasjon, og forsiktig med å ilegge sanksjoner.

Funn 4: Terskelverdier tilrettelegger for harmonisering av regelverk på tvers av jurisdiksjoner, men treffer dårlig for sitt formål.

Flere av respondentene mener at det i større grad må til et internasjonalt samarbeid for å begrense økonomisk kriminalitet. Ringstad argumenterer for at det bør være økt fokus på å identifisere reelle rettighetshaverne internasjonalt. En regulering i Norge har ikke ha mye for seg, mot å forhindre økonomisk kriminalitet på et internasjonalt nivå.

“Det som er forvirrende er hvordan man skal definere en reell rettighetshaver, her finnes det utrolig mange ulike definisjoner. Det opereres med terskelverdier, mens det reelle er muligheten til innflytelse og økonomisk eksponering. En definisjon som fanger dette er vanskelig å utforme, derfor opererer EU ofte med terskelverdier.”

(Linn Anker-Sørensen, EY)

“Kontroll oppnås ofte som følge av en rekke kontrakter, terskelverdiene vil ikke være i stand til å fange de facto kontroll.”

(Linn Anker-Sørensen, EY)

Respondentene mener at idealet ville vært et verdensregister for aksjeeiere og reelle rettighetshavere. Flere identifiserer likevel en rekke teknologiske begrensninger mot denne muligheten. For det første er få land utenfor Norden tilstrekkelig digitalisert for en slik løsning,

og for det andre ville registeret ført med seg et stort informasjonsoverskudd som følge av hyppige omsetninger.

«Det er en pussighet at det er forskjellig gjennomlysning av aksjeeierskap for utlendinger og nordmenn. Dette skyldes i stor grad praktiske hensyn.»

(Atle Degré, Agder Lagmannsrett)

Funn 5: Åpenhet i forvalterkonti har begrenset bidrag i arbeidet med å avsløre kriminelle forhold.

Eierskap er gjerne strukturert gjennom flere ledd av selskaper og forvaltere, som skaper problemer på flere områder. Åpenhet i forvalterkontoer kan være et steg mot å avdekke økonomisk kriminalitet.

“Regulering av forvalterregistrering løser ikke alle problemer, man får likevel et punkt der man kan begynne å nøste i tråden. Det er ganske stor forskjell på å ha navnet på en forvalter og det å ha navnet på et selskap, da kan man se at dette selskapet ser litt rart ut.”

(Peter Henriksen Ringstad, Tax Justice Network Norway)

Ringstad forklarer videre hvordan tidligere tilfeller med åpenhet har ført til flere avsløringer. Han ønsker spesielt å trekke frem den gang skattelistene ble offentliggjort, og journalist Vegard Venli rullet opp over 400 saker som omhandlet kritikkverdige forhold. Sjøfjell beskriver at forvaltere registrert i land med stor grad av hemmelighold kompliserer denne muligheten til innsyn i eierskap.

“Over halvparten av sakene jeg etterforsker har opphav i gransking fra media. Media får effektivt tilgang på informasjon ved at de ikke er underlagt tilsvarende regler som politiet er for å opprette en etterforskning.”

(Bård Thorsen, Økokrim)

“Jeg ser på det som en indikasjon på et kritikkverdig forhold, de søker seg til forvaltere som holder til i land med høy grad av bankhemmelighold.”

(Peter Ringstad, Tax Justice Network Norway)

“Det er ikke nødvendigvis en indikasjon på at investor ønsker å skjule seg, disse landene har bankvirksomhet som sin store næring. Det kan ligge reelle og praktiske hensyn bak investors ønske til å investere gjennom disse landene.”

(Atle Degré, Agder Lagmannsrett)

Funn 6: Respondentene mener det er nødvendig med et sentralt og offentlig eierskapsregister.

Objekt for omgåelse

Nyrud mener at forslaget strider mot hva som er føringen på andre områder. Dersom en hyppigere oppdatering er mulig for reelle rettighetshavere, bør det også være mulig for forvalterregistrerte eiere. Et sentralt og sanntidsoppdatert register vil være mer hensiktsmessig, ifølge Ringstad.

“En åpenbar svakhet ved forslaget er at det er objekt for omgåelse. Folk låner hverandre aksjer og omgår systematisk en-gang-i-året rapporteringer.”

(Peter Ringstad, Tax Justice Network Norway)

Høringen fremstår som omfattende

Selskapene blir stadig pålagt ytterligere rapporteringskrav, og forslaget vil være enda et forhold som skal rapporteres. Flere av respondentene mener at kostnadene og merarbeidet det medfører er en negativ konsekvens.

“Det er mange måter å se kostnader på, men kostnaden er ikke det reelle problemet her. Problemet er at det er et hassel med papirarbeid og henvendelser. Dette vil ikke bli fullt ut automatisert. Denne hassel-terskelen er enda viktigere enn kostnadene det bærer med seg.”

(Sindre Stør, Verdipapirforetakenes forbund)

Innføring av terskelverdier for å redusere kostnadene

Det er motstridende meninger om nytten av å innføre terskelverdier for offentliggjøring. Den ene siden argumenterer for at ledelsen har kontroll over maktstrukturen, ved å ha kjennskap til de 20 største eierne. Den andre siden mener imidlertid at eierskap ned på den enkelte aksje er av interesse.

Funn 7: Allmennheten har begrenset nytte av innsynet bak forvalterkonti som foreslås i høringsnotatet.

Flere respondenter fremhever viktigheten av at allmennheten, ledelsen og medinvestorer har kjennskap til hvem som sitter på eierposter i selskaper med innflytelse i det norske samfunn.

Allmennheten

Ringstad argumenter for at åpenhet rundt eierskap er viktig i selskaper med offentlig interesse. Oslo Børs inneholder flere selskaper som er viktig for det norske samfunnet.

“Viktigheten av åpenhet vil avhenge av selskapets bransje. Åpenhet i eierstrukturer er gjerne viktigere i bedrifter som nytter seg av kritiske ressurser, som naturressurser.”

(Linn Anker-Sørensen, EY)

“Det er flere som ber om mer åpenhet, men det er ikke alltid klart hva allmennheten egentlig trenger informasjonen til. Nyten av åpenhet er altså uklar”.

(Halvor E. Sigurdsen, NHO)

Offentlige myndigheter

Flere av respondentene har en felles forståelse av at dagens hjemmel sikrer skattemyndigheter tilstrekkelig tilgang på nødvendige opplysninger. Det fremheves at dersom det foreligger mangler i eierdata, er skattemyndighetene harde med å kreve den inn.

“Opplysninger om aksjeeiere på tidspunktet for utdeling av utbytte, herunder eiere ved forvalterregistrerte aksjer, kan blant annet være relevante ved vurdering av kildeskatt. De offentlige opplysningene kan være et supplement til annen informasjon som Skatteetaten mottar eller kan innhente”

(Skattedirektoratet, 2020)

Medinvestorer

“Investorer investerer i børsnoterte selskaper fordi de har tro på selskapets finansielle utvikling, hva andre investorene tenker og gjør er ikke avgjørende.”

(Linn Anker-Sørensen, EY)

Ledelsen

For å kunne utøve effektiv eierstyring og dialog med aksjonærene, er det nyttig med kjennskap til hvilke interesser som er representert på eiersiden. Anker-Sørensen viser derimot til at i små selskaper er viktig med kjennskap til eierstrukturer, for å løse opp i interessekonflikter.

Funn 8: Avvikling av forvalterordningen er ikke mulig før verden har blitt mer digitalisert.

TJNN fremmer at det bør settes en øvre grense for hvor mange ledd av forvaltere som tillates. En foreslått løsning er at det ikke skal være mulig å bruke mer enn to ledd av forvaltere, noe som vil lette myndighetenes kontrollformål. Andenæs og Reiertsen setter spørsmålstegn ved om dette i praksis er *mulig*.

“Ophavet til kjeder av forvaltere er blant annet at banker i ulike jurisdiksjoner ikke har samarbeid med hverandre på hvitvaskingsområdet. Grunnet det strenge hvitvaskingsregelverket er det derfor ikke mulig å opprette et kundeforhold direkte med en bank i landet det ønskes å investere i. Det er for kostbart og risikabelt for en norsk bank å onboarde utenlandske investorer direkte, men det er enkelt hvis investoren ligger bak en nominee-konto. Investorene er derfor nødt til å gå gjennom banken fra sin hjemstat, og videre til de ender i en bank som har forvalterkonsesjon i landet de ønsker å investere i. Gjennom dette oppstår den lange kjeden av forvaltere.”

(Ole Andenæs, Wikborg Rein)

Forvalterordningen stammer fra at det er en praktisk måte å eie aksjer på. Det tilrettelegger for at investorer kan investere på tvers av jurisdiksjoner, uten et verdensomfattende eierregister for verdipapirer. Anker-Sørensen fremhever at bakgrunnen for ordningen blir svakere desto mer digitalisert verden blir.

«Det er først når alle land får elektroniske aksjeeierbøker, man kan tenke seg at man kanskje fjerner nominee ordningen, da bortfaller mye av behovet for det. I Norge så har vi alltid ligget ganske langt foran på en åpen og elektronisk aksjeeierbok. For andre land med fysiske aksjebrev, er det veldig vanskelig å se for seg at dette forsvinner med det første.»

(Ole Andenæs, Wikborg Rein)

5.0 Diskusjon

Vi har kartlagt at det er særlig to hensyn som må ivaretas, før et krav om økt åpenhet i forvalterkonti implementeres. Det første omhandler den negative effekten en særregel kan ha på det norske aksjemarkedet. Det andre hensynet omhandler muligheten for å avdekke økonomisk kriminalitet og kritikkverdige forhold. Et kritikkverdig forhold vi ønsker å se nærmere på er svakheter ved skatte- og allmennaksjelovgivningen, som forhindrer et effektivt kontrollformål for skattemyndighetene (Finansdepartementet, 2005). På bakgrunn av dette har vi utarbeidet to delspørsmål, som vi sammen med funn, presentert litteratur og teori vil benytte for å besvare hovedproblemstillingen:

Er det behov for økt åpenhet om utenlandske aksjonærer som holder aksjer i medhold av allmennaksjeloven § 4-10?

Utlendingers adgang til forvalterregistrering har ikke vært endret siden implementeringen i det norske lovverket i 1985 (Finansdepartementet, 2005). Forvalterordningen var oppe til vurdering i 2005, og konklusjonen den gang var at hensynet til aksjemarkedet måtte veie tyngre enn det norske prinsippet om at aksjeeier skal fremgå av aksjeeierregisteret (Finansdepartementet, 2005). Det kan stilles spørsmål ved om hensynet fortsatt gjør seg gjeldende, sett hen til det økende fokuset på åpenhet i dagens samfunn.

5.1 Vil økt åpenhet bidra til å redusere økonomisk kriminalitet og andre kritikkverdige forhold?

Transparens er et viktig virkemiddel for å forebygge og avdekke økonomisk kriminalitet og kritikkverdige forhold (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a). I dette kapitlet diskuteres det om et krav om økt åpenhet bidrar til å avdekke økonomisk kriminalitet og kritikkverdige forhold. Transparens i eierskap har vært i medias søkelys de siste årene, og etter omfattende

arbeid fikk Vegard Venli offentliggjort skattelistene i 2013²³. I den forbindelse dukket det opp nesten 400 saker, som omhandlet kritikkverdige forhold som interessekonflikter. Dette er saker som kanskje aldri hadde sett dagens lys, om det ikke hadde vært for muligheten til innsyn i skattelistene. En rekke aktører argumenter med at dagens mulighet til innsyn i eierskap ikke er tilstrekkelig, for å kunne arbeide effektivt mot å avdekke kriminelle og kritikkverdige forhold.

Andre reguleringer som sikrer innsyn

Lakhani (2016) forklarer viktigheten av investortillit blant minoritetsinteressene for å oppnå velfungerende kapitalmarkeder. Det er en rekke reguleringer i norsk rett som ivaretar innsynsretten for både allmennheten, selskapet og medinvestorer. Blant annet må eierskap synliggjøres gjennom *verdipapirhandellovens flaggregler*, og *allmennaksjelovens krav om innføring i aksjeeierregisteret for å kunne utøve stemmerett*. Det er derimot omdiskutert hvorvidt reguleringene er tilstrekkelige.

Første gang verdipapirhandelloven § 4-3 krever flagging, er når eierskapet passerer fem prosent. Våre funn viser at *flaggegrensen er tilfeldig satt*, ettersom også eierandeler under fem prosent utgjør en betydelig verdi og interesse i større selskaper. Et gjentakende argument er at selv små eierandeler er gjenstand for uheldige interessekonflikter. Våre funn viser likevel at *argumentet er mer aktuelt for små aksjeselskaper*, der aktører med beslutningsmakt kan inneha eierandeler i selskaper som eksempelvis skal tildeles konsesjoner. Debatten rundt interessekonflikter i små norske aksjeselskaper ser ut til å ha blitt overført til debatten om børsnoterte selskaper. Våre funn viser at debatten er aktuell for børsnoterte selskaper, men i langt mindre grad. Det er derfor tvil om hvor tungtveiende argumentet er.

Flere av våre funn tilsier at *kjenn-din-kunde prinsippet ikke er tilstrekkelig*. Identifiseringen av reell rettighetshaver er komplisert, og det foreligger tvil om hvorvidt kravene blir overholdt. Som nevnt i kapittel 2.4 er en stor del av forvalterne med konsesjon fra Finanstilsynet hjemmehørende i jurisdiksjoner med stor grad av hemmelighold. Om dette derimot er et

²³ Lenke til saken: <https://journalisten.no/vegard-venli-skup-metode-skup/i-to-ar-har-vegard-venli-og-kommunal-rapport-kjempet-for-apent-aksjonaerregister-na-er-det-endelig-pa-plass/307252>

problem kan diskuteres. Våre funn viser at det er *delte meninger om hvorvidt forvalterens hjemsted er problematisk eller ikke*. Enkelte problematiserer at kun et svakt ledd i kjeden av forvaltere er tilstrekkelig for at eierdata er misvisende. Det fremheves også at dette er en indikasjon på at investorene har søkt seg til land med stor grad av hemmelighold. Andre mener derimot at dette skyldes naturlige forklaringer, fordi flere av jurisdiksjonene har bankvirksomhet som sin primærnæring.

TJNN foreslår å løse problemet med å *lovfeste en øvre grense for antall forvaltere*, ettersom færre ledd av forvaltere sikrer mer effektiv informasjonsflyt. Våre funn viser imidlertid at dette ikke lar seg gjøre. *Kjeder av forvaltere har opphav i praktiske årsaker*, heller enn et ønske om å skjule seg. Investor som ønsker å investere er avhengig av at det foreligger banksamarbeid mellom investors hjemstat og den stat det ønskes å investere i. Som følge av et strengt hvitvaskingsregelverk, har bankene blitt svært forsiktige med hvilke jurisdiksjoner de ønsker samarbeid med. Det kan derfor være nødvendig med kjeder av forvaltere for å muliggjør investeringer.

Finanstilsynet har anledning til å etterspør informasjon om hvem som er selskapets reelle rettighetshavere. Aktører med forvalterkonsesjon får gjerne kort tidsfrist ved etterspørsel. Finanstilsynet er også tydelige på at det ved identifisering skal oppgis navn på en fysisk person. Det er derimot *delte meninger om hvor langt Finanstilsynet går for å etterprøve fremlagt dokumentasjon*. Enkelte mener at Finanstilsynet er forsiktig med å ilegge sanksjoner for lovbrudd. Muligheten for å inndra konsesjon oppfattes derfor som en tom trussel. Derimot er det også en rekke funn som tilsier at sanksjonene fra Finanstilsynet er av et omfang som gjør at aktører ikke er komfortable med å la vær å etterleve kjenn-din-kunde prinsippet.

Flere funn tilsier at dagens regelverk *ikke sikrer tilstrekkelig grad av innsyn*. Likevel mener en rekke aktører *at flagging i kombinasjon med andre reguleringer er tilstrekkelig*. Flaggereglene er ikke bare forbeholdt den enkelte aksjonær, dersom det foreligger samarbeid er involverte parter pliktige til å konsolidere sine andeler. Det skal derfor vanskelig gjøres å omgå regelverket for å foreta handlinger som er urovekkende ulovlig. Våre funn viser at det alltid er noen som ikke overholder sine plikter og bevisst omgår regelverket. Det er derfor et spørsmål om hvor mye som skal reguleres. Ethvert forhold er ikke mulig å fange opp. De aktørene som gjerne ønskes omfattet av en regulering, blir ofte ikke fanget opp.

Hensynet til allmennheten

Et gjentakende argument for økt åpenhet i forvalterkonti, er hensynet til allmennheten. Dette er også et tungtveiende argument i høringsnotatet, der departementet presiserer;

“Åpenhet om eierforhold, eierstrukturer og maktforhold i næringslivet fremheves som en grunnleggende verdi som kjennetegner det norske samfunnet.”

(Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a)

Det er derimot *ikke ytterligere redegjort for hva hensynet til allmennheten er*, og våre funn viser at det er vanskelig å komme med velbegrunnede argumenter for allmennhetens interesse av innsyn i eierskap. Funnene er tydelig på at åpenhet i eierskap er interessant, men hva allmennheten skal med informasjonen forblir ubesvart. Reiertsen viser til at nysgjerrigheten ikke er et hensyn ved implementering av nye regelverk.

Departementet argumenter med at åpenhet er viktig for å avdekke økonomisk kriminalitet. Hvilken verdi åpenhet i forvalterkonti har for dette formålet er imidlertid usikkert. Departementet foretar ikke redegjørelse av hvordan og i hvilken grad forslaget har verdi. For å forenkle muligheten til å nå bak i komplekse eierstrukturer. Ringstad mener likevel at forslaget har en verdi, ved at det forenkler muligheten til nå bak i komplekse eierstrukturer. *Det er enklere å forholde seg til et selskapsnavn, enn navnet på en forvalter*. Det åpner muligheten for å vurdere om selskaper på noen måte vekker mistanke og burde vært ytterligere undersøkt.

En samfunnsaktør som derimot har nytte av økt åpenhet er journalister. Gjennom sine medier opplyser de allmennheten og fungerer som en fjerde statsmakt. Flere av sakene som etterforskes av Økokrim, *har opphav i granskning fra journalister*. Førsteadvokat i Økokrim Thorsen bekrefter at en stor andel av sakene hans har opphav i arbeidet til journalister. Dette følger av at politiet er underlagt strenge regler knyttet til taushetsplikt og mulighet for å opprette etterforskning. Dette er ikke tilfellet for media, som sitter nærmere informasjonskilden, og kan ettergå forhold uten sterk mistanke. For å forhindre økonomisk kriminalitet, er det derfor viktig med åpenhet til flere aktører enn offentlige myndigheter. Media spiller en viktig rolle i å avdekke kritikkverdige forhold, men for å ivareta denne rollen er de avhengig av tilstrekkelig tilgang til informasjon.

Funnene våre tilsier at *media ikke besitter tilstrekkelig av informasjon i dag*. Flydal viser til at offentligheten og politikerne etterspør mer næringslivskritisk journalistikk. Ufullstendige aksjonærlistene er medvirkende til at dette er vanskelig i dag. Det er ønskelig med et sentralt og sanntidsoppdatert register, og muligheten til å gjennomføre kryss-søk vil lette medias arbeid. Forslaget i dag er at selskapene selv skal offentliggjøre eierne minst en gang årlig, på sin hjemmeside. Våre funn viser at dette *ikke er konsistent med hva som er føringen på andre områder*, som for reelle rettighetshavere. Det foreslåtte registeret over reelle rettighetshavere skal oppdateres senest hver fjortende dag. Nyrud mener at dette også må være føringen for offentliggjøringen av forvalterregistrerte eiere.

5.1.1 Reelle rettighetshavere

Dersom formålet er å avdekke økonomisk kriminalitet, er det mer hensiktsmessig å identifisere de reelle rettighetshaverne, enn de juridiske eiere som er foreslått (OECD, 2019). Våre funn tilsier at det ikke er forvalterordningen i seg selv som er problemet, men det som ligger bak. *Forvalterkjedene og de komplekse eierstrukturene skaper tregheter* i muligheten til å identifisere de reelle rettighetshavere. Problematikken blir enda større dersom et eller flere ledd i strukturen er etablert i skatteparadis med sekretesseregler som vanskeliggjør utlevering av eierskapsinformasjon.

Det er ikke bare *sekretesseregler* som er problematisk med skatteparadisene, men også bruken av organisasjonsformen *trust*. Flere av respondentene viser til da Equinor offentliggjorde hvem som var de underliggende eierne av forvalterkonti. Det kunne i stor grad bare identifiseres trusts og flere lag av selskaper. Offentliggjøring av juridiske eiere tilfører derfor liten verdi i å avdekke økonomisk kriminalitet og kritikkverdige forhold. Det er identifisering og ansvarliggjøring av reelle rettighetshavere som er avgjørende.

Et større bidrag i kampen mot økonomisk kriminalitet er det kommende *registeret over reelle rettighetshavere*. Norge har lagt seg på EU-direktivets minimumskrav for hvem som skal omfattes av å være en reell rettighetshaver. Våre funn viser at en *høy terskel er en svakhet*, ettersom eierskap enkelt kan struktureres slik at ingen blir omfattet av definisjonen. Det er underlig at Norge med tradisjon for transparens, har satt terskelverdien relativt høyt sammenlignet med andre jurisdiksjoner. Terskelverdier har vanskelig for å fange opp sitt

formål. Våre funn tilsier at bruken av *terskelverdier stammer fra en praktisk måte å harmonisere regelverk*. Det vi egentlig ønsker å fange gjennom terskelverdiene er hvem som har kontroll. Kontrollbegrepet er likevel definert ulikt på tvers av jurisdiksjoner, og vi er avhengig av konsistente definisjoner for å oppnå et harmonisert regelverk.

Som nevnt i kapittel 2.4 er ikke børsnoterte selskaper omfattet av det kommende registeret over reelle rettighetshavere. Våre funn viser at det er *ideelt at børsnoterte selskaper også omfattes*. Det knytter seg imidlertid noen *utfordringer* til dette. Forekomsten av daghandel og handel gjennom roboter, gjør at en oversikt over alle transaksjoner på Oslo Børs vil inneholde et stort informasjonsoverskudd, som blir forstyrrende. En potensiell løsning er algoritmer som skiller ut informasjonsoverskuddet, men det blir likevel en diskusjon om kostnader for å opprette et slikt system.

Dersom formålet er å bekjempe økonomisk kriminalitet, er det ikke tilstrekkelig med et nasjonalt fokus. Et *internasjonalt samarbeid er nødvendig* for å kunne avdekke aktivitet som forekommer på tvers av jurisdiksjoner. Verden blir stadig mer globalisert, som igjen øker viktigheten av et harmonisert regelverk. Internasjonalt er det fortsatt praksis med fysiske dokumenter som representerer aksjeeierskap. Noen jurisdiksjoner anvender også ihendehaver brev. Dette kompliserer muligheten til å få et elektronisk og internasjonalt samarbeid gjennom selskapslovgivningen.

5.1.2 Skattemessige utfordringer

Utgangspunktet i lovgivningen er at *hvert enkelt subjekt skal skattlegges* etter sktl. § 2-3c. Her skaper forvalterregistrering utfordringer for skattemyndighetene (2005:13). Basert på våre funn og vurderinger av rettskilder identifiserer vi to problemstillinger som kan bidra til en ineffektiv skattleggingsprosess. For det første har selskapet et *uaktsomhetsansvar* i fastsetting av riktig skattetrekk, og for det andre kan det se ut til at Skatteetaten mottar *mangelfull data* som følge av uaktsomhetsansvaret.

Våre funn viser at det eksisterer en *felles forståelse om at allmennaksjeloven § 4-10 (4) sikrer skattemyndighetene tilstrekkelig tilgang på informasjon om skattesubjektene*. Forvalterregistreringutvalget adresserer likevel en annen forståelse gjennom NOU: 2005. Utvalget viser til at forvalterordningen vanskeliggjør muligheten til effektiv skattlegging av

utenlandske aksjonærer. Det har ikke skjedd lovendring på området siden den gang, og problematikken er derfor fortsatt gjeldende.

Selskapet har en sentral rolle i skattleggingsprosessen ved å foreta skattetrekk av utbytte. Likevel fremkommer det at selskaper har utfordringer ved å identifisere hvem som er det riktige skattesubjekt. Dette skyldes at aksjonærregisteret inneholder samleposter for aksjeeiere under en og samme forvalter. Videre fremkommer det av sktbl. § 16-21 at selskapet må kunne bebreides for å sanksjoneres for bruk av feil skattetrekk. Vi identifiserer utfordringer ved uaktsomhetsansvaret. Identifisering av aksjeeiere kan være tidkrevende, selskapet vil derfor spares for ressurser og kostnader ved å tillate seg å bruke satsen som fremkommer av VPS. Loven åpner med andre ord opp for at selskapene kan stole på skattesatsen som fremkommer av VPS.

Det fremgår likevel av skatteforvaltningsloven § 7-7-1 (2) at selskapet plikter å supplere skattemyndighetene med data, dersom dataene som mottas fra VPS er mangelfulle. På tross av sitt uaktsomhetsansvar som nettopp diskutert, plikter selskapet å innsende manglende data om eierskap. *Vi identifiserer en svak samhandling mellom skatteforvaltningsloven § 7-7-1 (2) og sktbl. § 16-21. Gitt selskapets uaktsomhetsansvar, sliter våre funn med å identifisere hva som gir selskapet insentiv til å innhente data om eierskap i det omfang som er nødvendig for å fastsette riktig skattetrekk.*

Videre problematiseres manglende eierdata ved forvalterkonti i sktbl. § 5-10a (3) i Norsk Lovkommentar til loven, i Gyldendal Rettsdata sin note 126. Av noten fremkommer det at det er vanskelig å identifisere skattesubjektene som er registrert under samme forvalterkonti. Dette viser at det til dels er manglende sammenheng mellom de to lovbestemmelsene.

Et av problemene med forvalterregistrering er som nevnt ineffektiv skattekontroll. Selv om selskapet har en plikt til å supplere Skatteetaten med informasjon utover det som fremkommer av VPS, tilsier *vanskeligheten med å innhente eierskapsinformasjon* og lovens uaktsomhetsansvar at opplysningsplikten i *skatteforvaltningsloven § 7-7-1 (2) ikke etterleves tilstrekkelig.*

5.2 Hvordan kan et krav om økt åpenhet påvirke aksjemarkedet?

En fryktet konsekvens av økt åpenhet er de negative virkningene på aksjemarkedet. Erfaringer viser at *investorer er sensitive for lovendringer*, og det sies at kapitalen flyter den slakeste veien. Det er derfor frykt for at reguleringer som oppleves som særnorsk, vil ha negativ effekt på både likviditet og kapitaltilførselen på Oslo Børs.

Departementet forklarer gjennom høringsnotatet at *nasjonale regler som avviker vesentlig fra andre jurisdiksjoner kan ha negativ effekt*. Større internasjonale investorer foretrekker forutsigbarhet og et harmonisert regelverk. Dette er årsaken til at det ikke tidligere har blitt foretatt endringer av forvalterordningen. Likevel konkluderer departementet denne gang motsatt med at argumentene for økt åpenhet veier tyngst.

Investorer i aksjemarkedet er ikke begrenset av landegrenser, og det investeres på tvers av jurisdiksjoner. Dette begrunner viktigheten av et internasjonalt og forutsigbart regelverk. EU har også som formål at *investorer skal møte det samme regelverket*, uavhengig av hvor de investerer. Norges ønske om å pålegge særnorske krav, avviker derfor fra de felles målene vi er underlagt gjennom EØS-avtalen.

Den norske børsen er relativt liten i et internasjonalt perspektiv, og representerer ingen bransjer som ikke er mulig å dekke på andre markedsplasser. Energi, shipping og sjømat representerer den største sektoren på Oslo Børs, disse bransjene finnes også på en rekke andre markedsplasser. Dersom det blir tungt regulatorisk å holde aksjer i Equinor, er det en fare for at en stor andel av deres aksjonærer søker seg til oljeselskaper i USA eller andre jurisdiksjoner som driver innen energibransjen. Funn viser hvor enkelt internasjonale investorer kan søke seg til andre markeder, dersom en markedsplass oppleves som regulatorisk tung.

Equinor og en rekke andre børsnoterte selskaper er eid av utenlandske aksjonærer som holdes gjennom forvaltere. For at disse selskapene skal gjennomføre større prosjekter er de avhengig av utenlandsk kapital. Regulering som legger begrensinger for investeringer, kan derav ha en negativ effekt på Norges verdiskapning. Dette kan videre få konsekvenser for sysselsetting, avgifts- og skatteinntekter og derav også velferdsnivået.

Offentliggjøringens hyppighet er avgjørende for innvirkningen på aksjemarkedet

Åpenhet er allment akseptert som et viktig bidrag til samfunnet. Likevel fører det med seg noen ulemper som ikke er like åpenbare. En bekymring er at offentliggjøring av transaksjoner og eierskap kan bidra til å *avsløre investeringsstrategier*. Dette kan så være skadelig for investors mulighet til å oppnå profitt. Det brukes store ressurser på markedsanalyse og utvikling av investeringsstrategier. Reguleringer som krever økt åpenhet kan vanskeliggjøre investors mulighet til å bevege seg i markedet, da investeringsstrategier tidlig blir avslørt.

Straumsheim fremhever at en av årsakene til at utenlandske investorer ønsker å forvalterregistrere seg, er at *forvalterordningen fungerer som et virkemiddel mot avsløring* av investeringsstrategi. Ved å sette krav om økt åpenhet i forvalterkonti, elimineres et av argumentene for å benytte seg av ordningen. Som kan føre til at investor ikke får gjort jobben sin, ved at det blir vanskelig å oppnå tilfredsstillende avkastning.

Hvor ødeleggende offentliggjøringen er, avhenger av *offentliggjøringens hyppighet*. Våre funn viser at en årlig offentliggjøring av aksjeeiers identitet, vil ha ubetydelig innflytelse på investors mulighet til å bevege seg i markedet. Likevel er det et sterke stemmer som ønsker en hyppigere offentliggjøring, i et sentralt og sanntidsoppdatert register. Våre funn viser at denne løsningen vil kunne være problematisk, da det kan oppstå en egen profesjon som maskinmessig analyserer bevegelser for å avsløre investeringsstrategier. Dette vil kunne føre til at markedet oppnår en grad av effisiens som gjør at det er vanskelig å oppnå tilfredsstillende avkastning på investeringer i Norge.

Konsekvensen for likviditet og kapitaltilførsel

Som diskutert er det viktig for aksjemarkedet at Norge er underlagt tilsvarende regelverk som øvrige EØS-stater. Et harmonisert regelverk gjør det enklere å innhente kapital fra utlandet. *Utenlandske aksjonærer har alltid kjennetegnet Oslo Børs*, som bekreftes av tall departementet har mottatt fra VPS. Per 18. november 2019 består hele 40 prosent av Oslo Børs av utenlandske aksjonærer, og 26 prosent av aksjene er eid gjennom forvalter (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a). Uten statens eierandeler utgjør utenlandske investorer hele 70 prosent av børsen. *En stor andel er derfor omfattet om et krav om økt åpenhet innføres*. Som

følge av at utenlandske investorer er sensitive for lovendringer, kan særnorske regler føre til mindre kapitaltilførsel og lavere likviditet på Oslo Børs.

Utenlandske aksjonærer har ikke kultur for å vise sin identitet i egenskap av å være aksjeeier, og offentliggjøring av eierskap kan derfor være avskrekkende. Flere aktører stiller spørsmål ved hvorfor departementet ønsker å innføre et krav om økt åpenhet, når de er kjent med konsekvensene som foreligger. Kacperczyk, Sundaresan og Wang (2018) viser at utenlandske aktører er viktig for likviditet, og spiller en rolle for effisiensen i aksjemarkedet. Årsaken er at utenlandske aktører kan besitte informasjon som enda ikke er priset inn i det norske aksjemarkedet. Det er derfor viktig å tilrettelegge for forhold som gjør det attraktivt å investere i Norge

Våre funn viser at åpenhet er viktig i børsnoterte selskaper for å *sikre god eierstyring*. Åpenhet tilrettelegger for god kommunikasjon mellom eierne og styret. Vermeulen (2016) viser hvordan eierstyring gjennom åpenhet bidrar til positiv utvikling i aksjekursene og forsterket markedseffisiens. Ledd med bakenforliggende forvaltere kompliserer selskapets mulighet for effektiv eierstyring, siden identifisering av eiere bak forvalterkonti kan være både tids- og ressurskrevende. Vermeulen (2016) viser også til at det er de reelle rettighetshavere som er interessante å kommunisere med. For å oppnå effektiv eierstyring må de reelle rettighetshavere ha integritet og kunne holdes ansvarlig ved ulovlige handlinger. Ansvarliggjøring blir vanskelig dersom det kun er mulig å identifisere juridiske eiere bak forvaltere og ikke de reelle rettighetshaverne.

Andre aktører argumenterer derimot for at *de negative konsekvensene på aksjemarkedet ikke er tilstrekkelig*. De viser til at tidligere reguleringsendringer i det norske markedet ikke har skremt bort utenlandske investorer, og de sår derfor tvil ved argumentets holdbarhet. Det fremheves av flere respondenter at åpenhet og tillit i markedet er et av Norges største konkurransefortrinn. Det fremmes derfor at krav om økt åpenhet heller vil ha positiv effekt på aksjemarkedet.

Dersom det skal innføres regler som ikke harmoniserer med øvrige jurisdiksjoner, *må disse være velbegrunnet*. Det er vanskelig å kvantifisere hvilken effekt det vil ha på aksjemarkedet. Våre funn viser likevel tydelig at det vil ha effekt.

5.3 Er det behov for økt åpenhet i forvalterkonti på Oslo Børs?

Et krav om økt åpenhet fører til *endringer i infrastrukturer og genererer arbeidsprosesser*. Offentliggjøringen blir ikke fullt ut automatisert, en stor andel av arbeidet skjer manuelt og advokater må gjerne inkluderes før en offentliggjøring. Det er derfor viktig med velbegrunnede argumenter for åpenhet, som veier tyngre enn merarbeidet og kostnadene det fører med seg. Det antas at *kostnadene i siste instans ender opp hos investor*, gjennom gebyrer. Dette innebærer en risiko for at norske bedrifter blir mindre konkurransedyktige, ved at utenlandske investorer uteblir fra det norske markedet. For å forhindre uforholdsmessig merarbeid og høye kostnader, foreslås det å innføre *terskelverdier* for identifisering.

Våre funn viser at det er motstridende meninger om hvorvidt forslaget er en fornuftig løsning. På den ene siden argumenteres det for at en offentliggjøring av de 20 største eierne er tilstrekkelig for å få kontroll over maktstrukturen i selskapet, som er i tråd med Oslo Børs sin IR-anbefaling.²⁴ Den andre siden argumenterer derimot med at terskelverdier ikke er hensiktsmessig, idet enhver aksje er av interesse. Som diskutert tidligere er det interessant med kjennskap til små eierandeler for å løse opp i interessekonflikter.

Departementet vurderer en rekke for og mot argumenter for å innføre et krav om økt åpenhet. Våre funn viser at departementet kommer med svak argumentasjon, og det foretas heller ingen ytterligere utredning av konsekvensene. Likevel konkluderer departementet med at fordelene og hensynet til allmennheten må veie tyngst. Flere av våre respondenter *stiller spørsmål ved departementets konklusjon*. På den ene siden er åpenhet en grunnleggende verdi i det norske samfunnet, og viktig for å hindre økonomisk kriminalitet. På den andre siden har Norge gjennom EØS-avtalen forpliktet seg til samarbeid om frie kapitalmarkeder med EU. Særnorske regler som avviker vesentlig fra resten av EØS-området er som diskutert uheldig. Det er en rekke usikre momenter med innføring av åpenhetsregler, og vi har ikke kjennskap til andre

²⁴ IR anbefaling er Oslo Børs sin Investor Relationship anbefaling. Gjennom anbefalingen skal de bidra til høy kvalitet på informasjon fra noterte selskaper (Oslo Børs, 2017).

jurisdiksjoner med tilsvarende åpenhet. *En slik usikkerhet bør i seg selv være grunnlag for å ikke innføre ytterligere reguleringer.*

6.0 Avslutning

I følgende kapittel vil vi foreta en normativ diskusjon basert på våre egne synspunkter etter å ha gjennomført studien. Deretter vil vi konkludere basert på problemstillingen og gi forslag til videre studier som er interessante innenfor området.

6.1 Normativ diskusjon

Normativ betyr vurdering (Store Norske Leksikon, 2009), og i det følgende foretar vi en normativ diskusjon basert på tanker vi har opparbeidet oss gjennom studien. Vi ønsker å fremme våre meninger om verdien av økt åpenhet i forvalterkonti, og foreslå en løsning som vi finner mer hensiktsmessig.

Hvilken løsning bør implementeres

Gjennom studien identifiserer vi at forvalterregistrering medfører vanskeligheter for kontrollmyndighetene, da spesielt skattemyndighetene. I første omgang vil vi fraråde å gjøre noe som avviker fra EU-praksis. Vi savner en samfunnsøkonomisk analyse av konsekvensene særnorske regler medfører.

Skattemyndighetenes ineffektive skattleggingsprosess medfører likevel et behov for endring i lovgivningen. I første omgang kan det være hensiktsmessig med et internt system mellom forvaltere og skatteetaten, for å få tilgang på eierdata som er nødvendig for å ilegge riktig skattesats. En mulig løsning kan være å undersøke muligheten for rapportering på individnivå, fremfor løsningen med samlekonti²⁵ som nå benyttes. Dersom plikten til å innrapportere ligger hos forvalterne, vil dettesikre mer effektivitet.

Gjennom studien har vi erfart hvordan media har en sentral rolle i avsløringen av økonomisk kriminalitet. Både Økokrim og øvrige myndigheter forklarer journalistenes viktige rolle. Vi

²⁵ I dag rapporterer forvalterne informasjon til Skatteetaten basert på samlekonti. På disse kontoene kan det ligge skattesubjekter som skal ilegges forskjellig skattesats.

mener derfor det er nyttig med mulighet for media til å søke innsyn i de oppdaterte listene til Skatteetaten. Det bør likevel være presseetiske hensyn som må tas ved en slik tilgang, for å unngå at Norge ikke internasjonalt blir ansett som jurisdiksjon med masseeksponering av investorer i media.

Bransjen må være mer moden for åpenhet før vi anser det som mulig med en ytterligere åpenhet i forvalterkonti. Det reelle problemet i dag er myndighetenes begrensede mulighet til effektivitet når de utøver kontroll. Vi anser det derfor som mer hensiktsmessig med reguleringer som legger til rette for myndighetenes kontrollformål, fremfor et ønske om økt åpenhet. Internasjonalt er Norge en liten stat. Dersom åpenheten fører med seg de negative konsekvensene som er illustrert, bør vi være forsiktige med å pålegge ytterligere krav enn hva EU-direktivene krever. Vi ser det heller hensiktsmessig med et større press internasjonalt for økt åpenhet. Norge bør gjennom sine medlemskap²⁶ oppfordre til reguleringer som skaper innsyn i eierstrukturer på tvers av jurisdiksjoner. På den måten vil vi være en forgjenger for åpenhet, uten å fremstå som særnorsk. Dersom Norge i første omgang oppretter et internt system for sanntidsoppdatering til Skatteetaten, har vi både erfaring og teknologi å bidra med i et etterfølgende samarbeid om åpenhet på internasjonalt nivå.

6.2 Konklusjon

Åpenhet er en grunnleggende verdi i det norske samfunn, og hovedregelen er åpenhet i aksjeeierregisteret. Forvalterregistrering er et unntak fra hovedregelen, og med utgangspunkt i dette ønsker departementet å tilrettelegge for allmennhetens innsyn i forvalterkonti. Utgangspunktet for masterutredningen er derfor å undersøke hvorvidt det er behov for økt åpenhet om utenlandske aksjeeiere som holder aksjer i medhold av allmennaksjeloven § 4-10. Vi ønsker særlig å undersøke konsekvensene for aksjemarkedet og muligheten til å avdekke økonomisk kriminalitet.

²⁶ Eksempelvis gjennom EØS-avtalen.

For å besvare problemstillingen gjennomførte vi semistrukturerte dybdeintervjuer, uformelle samtaler og dokumentanalyser.²⁷ Vi er ikke kjent med andre studier som tar for seg hvilke konsekvenser åpenhet i forvalterkonti medfører. Tidligere studier har undersøkt forvalterkonti i et juridisk perspektiv og kvantifisert omfanget på Oslo Børs. I lys av økt fokus på åpenhet de siste årene, er formålet med masterutredningen å komme med et empirisk tilskudd til debatten.

Det er særlig to hensyn som må ivaretas, før et krav om økt åpenhet implementeres. For det første viser våre funn at økt åpenhet er et positivt bidrag i kampen mot økonomisk kriminalitet, og det er særlig hensynet til allmennheten som vektlegges. Vi sliter likevel med å identifisere hva hensynet til allmennheten er, utover at det er en viktig verdi i det norske samfunnet. Hensynet gjør seg mer gjeldende ved interessekonflikter i små aksjeselskap, enn ved identifisering av forvalterregistrerte eiere i børsnoterte selskap. Det er dermed usikkert hvilken merverdi forslaget tilfører, utover det dagens lovverk regulerer. Dersom formålet er å forhindre økonomisk kriminalitet, viser våre funn at et internasjonalt arbeid mot harmonisering av regelverk og identifisering av reelle rettighetshavere er mer hensiktsmessig.

For det andre viser våre funn at det internasjonalt ikke er kultur for den grad av åpenhet som praktiseres i Norge. Utenlandske investorer er heller ikke kjent med å vise sin identitet i egenskap av å være aksjeeier. En fryktet konsekvens som følge av investorens sensitivitet for lovendringer; er reduksjon i kapitaltilførsel og svakere likviditet på Oslo Børs. Det er usikkert hvilken effekt forslaget vil ha på investorers vilje til å investere i Norge. Usikkerheten i seg selv trekker imidlertid i retning av at særnorske regler ikke bør implementeres.

6.3 Anbefaling til videre arbeid

Både internasjonalt og nasjonalt arbeides det for åpenhet på flere områder, og denne studien omfatter et av dem. Konsekvensen av dette er at det finnes flere interessante områder å undersøke. Det er foreløpig usikkert om høringen blir implementert i Norsk lovgivning. Dersom forslaget blir vedtatt kan det være interessant å undersøke muligheten til å kvantifisere

²⁷ Høring om ny lov om røystingsrådsgjevarar og endring i aksjelovgivningen mv.

effekten på aksjemarkedet. Tilsvarende er det interessant å undersøke hvordan økt åpenhet potensielt har bidratt til å avdekke økonomisk kriminalitet og andre kritikkverdige forhold i børsnoterte selskaper.

Et annet spennende område som vi anbefaler for videre studier, er å undersøke definisjonen av reell rettighetshaver på tvers av jurisdiksjoner. Selv om EU legger til rette for konsistens i lovgivningen, eksisterer det som diskutert stor inkonsistens i definisjonen av reell rettighetshaver. Videre er det interessant å kartlegge hvordan det er mest hensiktsmessig å identifisere reell rettighetshaver, i lys av målet om å redusere økonomisk kriminalitet. Gjennom dette kan det være interessant å undersøke muligheten for å utarbeide en felles definisjon av reelle rettighetshavere, uten å benytte terskelverdier.

Bibliografi

Akerlof, G. A. (1970, August). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, ss. 488-500.

Arbeids- og sosialdepartementet. (2019). *Prop. 74 L (2018–2019): Endringer i arbeidsmiljøloven (varsling)*. Hentet oktober 5, 2020 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/contentassets/3cd73285f04f4ff5809cfdba8a9a0b21/no/pdfs/prp201820190074000dddpdfs.pdf>

Bacon, F. (1597). *Meditationes Sacrae*. Of Heresies. Hentet fra Of Heresies.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investments*. McGraw-Hill.

Bogner, A., Litting, B., & Menz, W. (2009, Januar). Hentet Oktober 22, 2020 fra Introduction: Expert Interviews – An Introduction to a New Methodological Debate: https://www.researchgate.net/publication/284419200_Interviewing_Experts

Busch, T. W., & Gallagher, S. (1992). *Merleau-Ponty, Hermeneutics, and Postmodernism*. Albany: State University of New York.

Cameron, D. (2013, november 6). *PM speech at Open Government Partnership 2013*. Hentet desember 3, 2020 fra GOV.UK: <https://www.gov.uk/government/speeches/pm-speech-at-open-government-partnership-2013>

Changemaker & Tax Justice Network Norge. (2012). *Skjult*. Hentet september 4, 2020 fra Changemaker: https://changemaker.no/uploads/files/SKJULT_-_komplett_til_web.pdf

Euronext. (2020). *Oslo Børs*. Hentet november 29, 2020 fra Euronext: <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo>

Fama, E. F. (1970, Mai). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Hentet fra Jstor.

Finans Norge. (2017). *Ofte stilte spørsmål - Hvitvaskingsregelverket*. Hentet november 05, 2020 fra Økonomisk kriminalitet og hvitvasking: <https://www.finansnorge.no/siteassets/tema/okonomisk-kriminalitet-og-hvitvasking/ofte-stilte-sporsmal-om-hvitvasking---oppdatert-27.06.2017.pdf>

Finans Norge. (2020). *Om finansmarkedet*. Hentet november 22, 2020 fra Finans Norge: <https://www.finansnorge.no/arkiv/til-sletting---verdipapirer-/om-finansmarkedet/>

Finansdepartementet. (2005). *Om forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper*. Hentet august 20, 2020 fra NOU 2005: 13: <https://www.regjeringen.no/contentassets/5658e6e1a2344fa1bc1c77bbc331dccc/no/pdfs/nou200520050013000dddpdfs.pdf>

Finansdepartementet. (2006-2007). *Om lov om endringer i finanslovgivningen mv. (forvalterregistrering av aksjer, obligasjoner med fortrinnsrett, mv.)*. Hentet fra Ot.prp. nr. 11.

Finansdepartementet. (2019a). *Forskrifter til lov 1. mars 2019 nr. 2 om*. Hentet november 03, 2020 fra Høringsnotat: <https://www.regjeringen.no/contentassets/7b53b0ca31be4efe8a72e3c979edf62f/horing-notat---til-horing-2294159.pdf?fbclid=IwAR0LDe7H77wxcUNsoT7xFwucoXZrz8xwPEd5OJOu6MYyB6Rt7Ktb7X2C2SQ>

Finansdepartementet. (2019b). *Skatteavtaler mellom Norge og andre stater*. Hentet november 30, 2020 fra Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skatteavtaler-mellom-norge-og-andre-stat/id417330/?fbclid=IwAR1VwEsWHE3JIPJTlffXzr_bhTHZEDFkYAJVmOBYfObvY1ZRO242fILdgvI

Finanstilsynet. (2017). *Banker*. Hentet oktober 5, 2020 fra Finanstilsynet: <https://www.finanstilsynet.no/konsesjon/banker/?header=Tillatelse%20til%20%C3%A5%20drive%20bankvirksomhet%20i%20annet%20E%C3%98S-land>

- Finanstilsynet. (2020). *Rapporter*. Hentet oktober 20, 2020 fra Finanstilsynet: <https://www.finanstilsynet.no/virksomhetsregisteret/rapporter/?fbclid=IwAR0XPJCjhyWWzOQnGTyCSmnwUhhawEdOG5VnnsOP13kdZ2tfe3sILioa9L0>
- Georgsen, R. (2018, oktober). *Direkte og indirekte eierskap - Oppslagsverk for identifikasjon av reelle rettighetshavere*. Hentet oktober 3, 2020 fra Tax Justice Network Norge.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980, juni). *On the Impossibility of Informationally Efficient*. Hentet september 10, 2020 fra The American Economic Review: https://www.jstor.org/stable/1805228?casa_token=9entOd6iuhUAAAAA%3AgniZ-HoKOiGJgNL4XEU6sPUWCwAsopGS36dGiaAO5MLSF4W4ynu_GbPZZjxhQHdb4PWXRjgG-CHmyFdsJc3brmZ_R_Y7J2QnlZrsQ271X0--uNFdYYVv&seq=1#metadata_info_tab_contents
- Hemsett, M., & Jacobsen, S. K. (2015). *Åpenhet i eierskap*. Hentet oktober 05, 2020 fra Tax Justice Network Norge: <https://taxjustice.no/artikkel/rapport-pent-eierskap?fbclid=IwAR1vQpeF8NCUtYzsJk3eZlJ1BYLRcaOTDaJ4MV0fGgkmcGDbBuUWpa1CXo>
- Jacobsen, D. I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Oslo: Cappelen Damm Akademisk.
- Justis- og politidepartementet. (1984–1985). *Om lov om endringer i lov 4 juni 1976 nr 59 om aksjeselskaper mm (Verdipapirsentralen)*. Hentet oktober 03, 2020 fra Ot.prp.nr.84: https://lovdata.no/pro/#document/PROP/forarbeid/otprp-84-198485/KAPITTEL_4-5
- Kacperczyk, M., Sundaresan, S., & Wang, T. (2018, juni). *National bureau of economic research*. Hentet fra Do Foreign Investors Improve Market Efficiency?: <https://www.nber.org/papers/w24765>
- Kvale, S., & Brinkmann, S. (2015). *Det kvalitative forskningsintervju (3. utg.)*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

- Lakhani, A. (2016). *HeinOnline*. Hentet september 19, 2020 fra Imposing Company Ownership Transparency: <https://studentorgs.kentlaw.iit.edu/jicl/wp-content/uploads/sites/5/2016/01/Imposing-Company-Ownership-Transparency-Requirements-Opportunities-for-Effective-Governance-of-Equity-Capital-Markets-or-Constraints-on-Corporate-Performance.pdf>
- Nilsen, A. A. (2020). Nels skjulte eiere: Over 140.000 småsparere i Europa har kjøpt aksjen. *E24!* Hentet november 24, 2020 fra <https://e24.no/boers-og-finans/i/RRPl05/nels-skjulte-eiere-over-140000-smaasparere-i-europa-har-kjoept-aksjen>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2019a). *Høringsnotat: Forslag til ny lov om røystingsrådgyvarar og endringer i aksjelovgivningen mv. (SRD II, åpenhet og innflytelse)*. Hentet august 15, 2020 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/contentassets/3e0f8a22009d48cc98e6b141a1878990/horingsnotat-.pdf>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2019b). *Prop. 135 L: Endringer i aksjelovgivningen mv. (langsiktig eierskap i noterte selskaper mv.)*. Hentet september 7, 2020 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/contentassets/af61b7bd8fbd456f9a34ef5c7fdf5a7f/no/pdfs/prp201820190135000dddpdfs.pdf>
- Næringslivets Hovedorganisasjon. (2020). *Hørings svar fra NHO*. Hentet oktober 10, 2020 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-om-ny-lov-om-roystingsradgyvarar-og-endringer-i-aksjelovgivningen-mv/id2678178/?uid=8ad91962-b2d1-4e94-9759-51355ab91703>
- OECD. (2019). *OECD*. Hentet november 01, 2020 fra A Beneficial Ownership Implementation Toolkit: <https://www.oecd.org/tax/transparency/beneficial-ownership-toolkit.pdf?fbclid=IwAR1vQpeF8NCUtYzsJk3eZIJ1BYLRcaOTDaJ4MV0fGgkmcoGDbBuUWpa1CXo>
- OECD. (2020). *About*. Hentet desember 5, 2020 fra OECD: <https://www.oecd.org/about/>

- Ogden, J., Jen, F. C., & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance: policies and strategies*. New Jersey: Prentice Hall.
- Om *Finanstilsynet*. (2020). Hentet desember 15, 2020 fra Finanstilsynet: <https://www.finanstilsynet.no/om-finanstilsynet/>
- Oslo Børs. (2017). *2/2017: Endringer i Oslo Børs' IR anbefaling*. Hentet august 29, 2020 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer-arkiv/2-2017-Endringer-i-Oslo-Boers-IR-anbefaling>
- Politiet. (2020). *Økonomisk kriminalitet*. Hentet 3 desember, 2020 fra Politiet: <https://www.politiet.no/rad/okonomisk-kriminalitet/>
- Regjeringen. (2020). *Nærings- og fiskeridepartementet*. Hentet oktober 10, 2020 fra Regjeringen: https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/id709/?fbclid=IwAR0-cMlbrflng9jFj4y_Y8EmMHW0YVpd9RGnifWpjWk81ku7i7i5J6DfQVw
- Ringstad, P. H., & Jacobsen, S. K. (2014). *Skjulte eiere*. Hentet august 30, 2020 fra Tax Justice Network Norge: https://www.regjeringen.no/contentassets/9c894ecc98134914a3144acaef118669/25_taxjusticen_vedlegg.pdf?uid=Tax_Justice_Network_-_Norge,_vedlegg
- Saunders, M., & Townsend, K. (2016). *Reporting and justifying the number of interview participants in organisation and workplace research*. Hentet oktober 15, 2020 fra University of Birmingham.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2016). *Research Methods for Business Students*. Pearson.
- Sbanken. (2020). *Hjelp*. Hentet november 20, 2020 fra Sbanken: <https://sbanken.no/sporsmal-og-svar/fond/hva-er-kildeskatt/>
- Skattedirektoratet. (2020). *Høringsvar fra Skattedirektoratet*. Hentet september 20, 2020 fra Regjeringen.no: [https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-om-ny-lov-om-roystingsradgjevarar-og-endringer-i-aksjelovgivning-](https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-om-ny-lov-om-roystingsradgjevarar-og-endringer-i-aksjelovgivning)

mv/id2678178/?uid=681648c4-6faa-4be9-b71d-1d6784271072&fbclid=IwAR0IEZUMV9mucM80lYSpxQ5F2ncXPl3nZuXiIeiP4jcxVtnyTCsw157TH8

Skatteetaten. (2018). *Kildeskatt på utbytte fra norske selskap til utenlandske aksjonærer*. Hentet november 15, 2020 fra Skatteetaten: https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/uttalelser/prinsipputtalelser/kildeskatt-pa-utbytte-fra-norske-selskap-til-utenlandske-aksjonarer/?fbclid=IwAR2_juEritbLVkkUB7-_McL12A-1LZaih790n3xUSsINCqOZG1FOsTi5LmY

Skatteetaten. (2020). *Mer om CRS og FATCA*. Hentet desember 05, 2020 fra Skatteetaten: https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/tredjepartsopplysninger/bank-finans-og-forsikring/om-crs-og-fatca/?fbclid=IwAR1SKl8sF-ChY_SsjpQoy5WNYtEn2Bs54kEYSohx4HcnNXI6UCn3Okc6yI

Skatteetaten. (2020). *Om oss*. Hentet november 15, 2020 fra Skatteetaten: <https://www.skatteetaten.no/om-skatteetaten/om-oss/samfunnsoppdrag-strategi/>

Store Norske Leksikon. (2009). *normativ*. Hentet oktober 29, 2020 fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/normativ?fbclid=IwAR3G3DCcsEoSg68Dk4Se8EMRkMpic9u-YAA8VuDZperHOXAM25BY0XoS9E8>

Sylte, O. (2015). <https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/224lr/barnevernselskaper-kontrolleres-fra-skatteparadiser>. *Dagbladet*. Hentet november 23, 2020 fra <https://www.dagbladet.no/kultur/hvorfor-godtar-vi-skjulte-eierstrukturer-for-norske-barneverntiltak/63004699>

Tax Justice Network. (2020). *Financial Secrecy Index*. Hentet september 10, 2020 fra Tax Justice Network: https://fsi.taxjustice.net/en/introduction/fsi-results?fbclid=IwAR0rQQE5e-hllE2TKaJmwOc_n45kOEfEeNVfXvACLar3CZDLbMwinpoHKrM

Tax Justice Network. (2020). *Tax Justice Network*. Hentet november 15, 2020 fra Financial Secrecy Index 2020 reports progress on global transparency – but backsliding from US, Cayman and UK prompts call for sanctions: https://www.taxjustice.net/press/financial-secrecy-index-2020-reports-progress-on-global-transparency-but-backsliding-from-us-cayman-and-uk-prompts-call-for-sanctions/?fbclid=IwAR12PY0uv4vIJ6sMu_TfIcAHruRQXm7AdPWFyhXBkLHMBfDUvLjpCOnkkg

Tax Justice Network Norge. (2016). *Skjult*. Hentet september 12, 2020 fra Tax Justice Network Norge: <https://taxjustice.no/artikkel/tjn-norge-lanserer-ny-bok>

TJNN. (2020). *Om oss*. Hentet desember 03, 2020 fra Tax Justice Network Norway: <https://taxjustice.no/om-oss?fbclid=IwAR0IEZUMV9mucM80IYSpXQ5F2ncXPI3nZuXiIeiP4jcxVtnyTCswl57TH8>

Utenriksdepartementet. (2009). *Skatteparadis og utvikling*. Hentet august 30, 2020 fra NOU 2009: 19: <https://www.regjeringen.no/contentassets/0a903cdd09fc423ab21f43c3504f466a/no/pdfs/nou200920090019000dddpdfs.pdf>

Venli et al., V. (2015). *Kriminelle tjener på skjult eierskap*. Hentet september 20, 2020 fra Tax Justice Network Norge: <https://taxjustice.no/artikkel/kriminelle-tjener-pa-skjult-eierskap>

Verdipapirsentrallovutvalget. (2000, april 20). *NOU 2000: 10: Lov om registrering av finansielle instrumenter— (Verdipapirregisterloven)*. Hentet oktober 20, 2020 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2000-10/id117323/?ch=1>

Vermeulen, E. P., & Fenwick, M. (2016). *Disclosure of Beneficial Ownership after the Panama Papers*. Hentet oktober 3, 2020 fra IFC Corporate Governance Knowledge Publication: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/56cbec95-6d90-42e5-b05d-7849907de64a/Focus-14.pdf?MOD=AJPERES&CVID=ltk4eU2>

Ødegaard, B. A., & Folkvord, B. (2018). *Hvordan Norge går glipp av milliarder i skatteinntekter*. Hentet oktober 05, 2020 fra Bernt Arne Ødegaards publications: http://www6.uis.no/ansatt/odegaard/publications/2018_dn_utbytteskatt/kronikk.pdf?fbclid=IwAR28_NSnoBIuQOSnuu4xsS4Qm32f49ynNev0IOBedl8OYu6pbDi4iBCgTBY

Aarbakke, M. S., Aarbakke, J., Knudsen, A., & Ofstad, T. G. (2017). *Akjeloven og allmenaksjeloven, Lovkommenter*. Oslo: Universitetsforlaget.

Vedlegg 1 – Intervjuguide

Formalia

- Presentere oss selv og masteroppgave.
- Definere sentrale begrep.
- Opplyse om lydopptak.
- Respondenten trenger ikke å besvare spørsmål dersom de ikke ønsker.
- Definere sentrale begrep, og sikre konsistens mellom vår og respondentenes forståelse av temaet.

Del 1: Respondentens bakgrunn

Formål: Bli kjent med respondenten og deres kompetanse.

Be respondenten om å fortelle om seg selv og deres bakgrunn. (Nåværende stilling, utdanning, tidligere erfaringer, mv.)

Del 3: Selskapslovgivningen mv.

Formål: Kartlegge dagens regelverk knyttet til forvalterregistrering.

- Hvor kjent er du med dagens lovverk knyttet til forvalterregistrering?
- På hvilke områder av lovverket knyttet til forvalterregistrering mener du det er behov for endringer?
- Hvor er de største svakhetene lovverket/systemet som forhindrer harmonisering med andre jurisdiksjoner?
- Finnes det områder av lovgivningen i dag som allerede ivaretar formålet med åpenhet i forvalterkonti?

Del 4: Departementets forslag - Forslag til ny lov om røystingsrådgievarar og endringer i aksjelovgivningen mv. (SRD II, åpenhet og innflytelse)

Formål: Kartlegge verdien av departements forslag

Departementet at selskaper periodisk skal offentliggjøre hvem som er eierne av forvalterregistrerte aksjer. Med eierne henviser departementet til de juridiske eierne.

- Hvilken interesse/nytte har allmennheten av denne typen innsyn?
- Hvilken interesse/nytte har medinvestorer av denne typen innsyn?
- Hvilken interesse har andre interessenter som pressen av denne typen innsyn?

Departementet foreslår årlig offentliggjøring på vil være på selskapets hjemmeside.

- Hvilken verdi har en årlig oppdatering i forhold til forslaget formål?
- Hvordan mener du eventuelt at en offentliggjøring bør gjennomføres?
- Hva er de største utfordringene knyttet til å innhente informasjon om aksjeeierens identitet? Kan de løses?

Del 5: EU-direktiv

Formål: Bør Norge harmonisere reglene med resten av EU eller bør de innføre særnorske regler på området.

Høringsnotat bygger på SRD 2, som er et endringsdirektiv. Hvor hvert enkelt land har anledning til å innføre ytterligere bestemmelser så lenge det fremmer direktivet målsetning.

- Ser du noen konsekvenser med å ha et regelverk som ikke harmonerer med resten av EU?
- Hvorfor tror du at Norge ønsker å innføre regler som avviker fra EU på området?
- Hvordan er den teknologiske utviklingen av aksjeeierregister i andre jurisdiksjoner?

Del 6: Økonomisk kriminalitet og kritikkverdige forhold

Formål: Hvilke utfordringer medfører forvalterregistrering for økonomisk kriminalitet?

- Vanskelig forvalterregistrering muligheten til å oppdage ulike typer økonomisk kriminalitet?
- Vil den foreslåtte åpenheten være egnet til å avsløre kriminelle forhold?
- Hvor i lovverket/systemet ligger de største utfordringene for muligheten til å gå begå kriminelle handlinger med skjult identitet?

- Er utstrakt bruk av forvaltere i skatteparadiser bekymringsverdig? Hvorfor?
- Tror du et lovregulert krav om åpenhet faktisk vil føre til mer åpenhet?

Del 7: Respondentens meninger

- Hvor mye åpenhet mener du det bør være rundt eierne bak forvalterregistrerte aksjer?
- Hvilke hensyn må veie tyngst i vurderingen av å innføre nye regler?

Avslutning

Formål: Kartlegge om respondentene ønsker å tilføye annen informasjon som er av relevans for oppgaven.

- Er det noen relevante områder dere mener vi ikke har fått dekket gjennom intervjuet?
- Har dere noen spørsmål til oss?

Vi oversender funnene dere blir sitert på, slik at det er mulighet til å korrigere, bekrefte eller avkrefte innholdet.

Takk for intervjuet!

Vedlegg 2 – Informasjonsskriv

Vil du delta i forskningsprosjektet

Er det behov for økt åpenhet om utenlandske aksjonærer som holder aksjer i medhold av allmennaksjeloven § 4-10?

Dette er et spørsmål til deg om å delta i et forskningsprosjekt hvor formålet er å belyse ulike aspekter ved økt behov for åpenhet på Oslo Børs. I dette skrivet gir vi deg informasjon om målene for prosjektet og hva deltakelse vil innebære for deg.

Formål

Vi er to masterstudenter fra Norges Handelshøyskole (NHH), som denne høsten skriver masteroppgave innen regnskap og revisjon (MRR). Vi har valgt å fordype oss innenfor et emne som ikke går direkte på revisjon. Det er likevel etter vår mening et svært spennende tema, som stadig er oppe for diskusjon.

Problemstillingen omhandler åpenhet blant utenlandske aksjonærer som investerer gjennom forvalter på Oslo Børs. Oppgaven vår bygger i stor grad på høringsnotatet “Høring om ny lov om røystingsrådsgjevarar og endringer i aksjelovgivningen mv.”

Vi definerer økt åpenhet som følger:

- Selskaper med forvalterregistrerte aksjer skal periodisk offentliggjøre opplysninger om aksjeeierne. Departementet definerer aksjeeiere som den første eieren etter forvalteren.
- Innføring av felles registreringsdato og forhåndsvarsling for å gi forvalterregistrerte aksjer møte- og stemmerett.

Offentliggjøre oversikt over alle aksjeeiere som har deltatt på generalforsamlingen.

Vi ønsker å belyse ulike aspekter ved problemstillingen gjennom tre forskningsspørsmål;

- 1) Er det behov for økt åpenhet blant utenlandske forvalterregistrerte aksjonærer på Oslo Børs?
- 2) Vil økt åpenhet på Oslo Børs kunne føre til mindre økonomisk kriminalitet?

Hvorfor får du spørsmål om å delta?

Ved å intervju sentrale personer fra ulike selskap og bransjer som besitter kunnskap innenfor området, ønsker vi å belyse problemstillingen fra ulike sider. På denne måten håper vi at vår masteroppgave kan bli en del av debatten som foregår nå. Masteroppgaven vil gi en dypere innsikt i behovet for økt åpenhet rundt forvalterregistrerte aksjer, og belyse ulike aspekter av dette området. Avhengig av hva de ulike aktørene vektlegger som viktig. I den forbindelse ønsker vi å intervju deg til vårt forskningsprosjekt.

Hva innebærer det for deg å delta?

Deltakelse i studien innebærer at du vil bli intervjuet én gang, intervjuet vil ha en varighet på cirka en time. Dersom du samtykker til det, vil vi gjerne bruke lydopptak gjennom intervjuet. Vi ser dette som fordelaktig, da det medfører at en av oss slipper å notere og vi begge heller kan delta aktivt i intervjuet. På den måten tror vi at vi får et best mulig intervju. Lydopptakene vil bli transkribert, vi kommer til å oversende deg materialet vi benytter i analysen.

Det er frivillig å delta

Det er frivillig å delta i prosjektet. Hvis du velger å delta, kan du når som helst trekke samtykket tilbake uten å oppgi noen grunn. Alle dine personopplysninger vil da bli slettet. Det vil ikke ha noen negative konsekvenser for deg hvis du ikke vil delta eller senere velger å trekke deg.

Ditt personvern – hvordan vi oppbevarer og bruker dine opplysninger

Vi vil bare bruke opplysningene om deg til formålene vi har fortalt om i dette skrevet. Vi behandler opplysningene konfidensielt og i samsvar med personvernregelverket.

I oppgaven ønsker vi å benytte oss av ditt navn, arbeidssted og stilling. Både opptak og transkribert materiale vil lagres lokalt på en privat maskin med passordbeskyttelse. Alle respondenter har muligheten til å være anonyme i utredningen dersom det er ønskelig.

Hva skjer med opplysningene dine når vi avslutter forskningsprosjektet?

Prosjektet avsluttes 20. desember 2020, etter dette vil alle opptak og personopplysninger bli slettet. Oppgaven vil publiseres i NHH Brage, som er det åpne institusjonelle arkiv ved Norges Handelshøyskole.

Dine rettigheter

Så lenge du kan identifiseres i datamaterialet, har du rett til:

- innsyn i hvilke personopplysninger som er registrert om deg, og å få utlevert en kopi av opplysningene,
- å få rettet personopplysninger om deg,
- å få slettet personopplysninger om deg, og
- å sende klage til Datatilsynet om behandlingen av dine personopplysninger.

Hva gir oss rett til å behandle personopplysninger om deg?

Vi behandler opplysninger om deg basert på ditt samtykke.

NSD – Norsk senter for forskningsdata AS vurdert at behandlingen av personopplysninger i dette prosjektet er i samsvar med personvernregelverket.

Hvor kan jeg finne ut mer?

Hvis du har spørsmål til studien, eller ønsker å benytte deg av dine rettigheter, ta kontakt med oss eller veilederen vår, Kasper Vagle på telefon (99367693) eller e-post (kasper.vagle@nhh.no).

NHHs personvernombud kan kontaktes på e-post (personvernombud@nhh.no) og NSD på e-post (personverntjenester@nsd.no) eller telefon (55 58 21 17).

Hvis du har spørsmål knyttet til NSD sin vurdering av prosjektet, kan du ta kontakt med: NSD – Norsk senter for forskningsdata AS på epost (personverntjenester@nsd.no) eller på telefon: 55 58 21 17.

Med vennlig hilsen

Janette Ø. Hetland

tlf: 400 73 584

e-post: janette.hetland@student.nhh.no

Birgitte Flåten

tlf: 954 05 494

e-post: birgitte.flaten@student.nhh.no

Samtykkeerklæring

Jeg har mottatt og forstått informasjon om prosjektet «*Er det behov for økt åpenhet på Oslo Børs?*» og har fått anledning til å stille spørsmål. Jeg samtykker til:

- å delta i dybdeintervju
- at personopplysninger publiseres slik at informant kan gjenkjennes i oppgaven

Jeg samtykker til at mine opplysninger behandles frem til prosjektet er avsluttet

(Signatur prosjektdeltaker, dato)