

«Identifisering av aksjeeiere i norske allmennaksjeselskaper»

Bør det være økt åpenhet om aksjeeierinformasjon i norske allmennaksjeselskaper, inkludert de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer?

Kandidatnummer: 604

Leveringsfrist: 25. mai 2020

Antall ord: 17910



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Tema og problemstilling.....	1
1.2	Bakgrunn	2
1.3	Avgrensninger og presiseringer.....	5
1.4	Rettskildene	6
1.4.1	EU-retten.....	6
1.4.2	Lover og forarbeider	7
1.4.3	Juridisk teori.....	8
1.5	Metodiske utfordringer	8
1.5.1	Fragmentert regelsett.....	8
1.5.2	Manglende praksis	8
1.5.3	Tilknytning til EU-retten.....	9
1.6	Fremstillingen videre	11
2	ÅPENHET OG IDENTIFISERING AV ORDINÆRE AKSJEIERE ETTER GJELDENE RETT	12
2.1	Innsyn i aksjeeierregisteret	12
2.2	Innsyn med hjemmel i verdipapirsentralloven § 8-3 første ledd nr. 5.....	14
2.3	Konklusjoner	15
3	ÅPENHET OG IDENTIFISERING AV REELLE EIERE AV FORVALTERREGISTRERTE AKSJER ETTER GJELDENE RETT.....	16
3.1	Generelt om forvalterregistrering	16
3.1.1	Krav til eiere av forvalterregistrerte aksjer	17
3.1.2	Krav til forvalter.....	17
3.2	Selskapets og offentlige myndigheters rett til identifikasjon av eiere av forvalterregistrerte aksjer.....	19
3.2.1	Innsyn med hjemmel i allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd	19
3.2.2	Innsyn med hjemmel i verdipapirsentralloven § 4-4 fjerde ledd	20
3.2.3	Konklusjoner	20
3.3	Allmennhetens rett til identifikasjon av eiere av forvalterregistrerte aksjer	21
3.4	Generelt om flaggingsreglene.....	22
3.4.1	Virkeområde og vilkår	23
3.4.2	Flaggemeldingens innholdskrav.....	24
3.4.3	Hvem har flaggeplikt?.....	24
3.4.4	Konklusjoner	26

4	BETYDNINGEN AV ENDRINGSDIREKTIVET (SRD II) OG GJENNOMFØRINGSFORORDNINGEN	27
4.1	Innledende bemerkninger	27
4.2	Betydningen av endringsdirektivet (SRD II).....	27
4.3	Gjennomføringsforordningens krav	30
4.4	Konklusjoner	32
5	BØR DET INNFØRES REGLER SOM GIR ØKT ÅPENHET OM IDENTITETEN TIL REELLE EIERE AV FORVALTER REGISTRERTE AKSJER?	35
5.1	Innledende bemerkninger	35
5.2	Hovedargumenter av betydning for spørsmålet om økt åpenhet.....	36
5.2.1	Et samfunn i endring	36
5.2.2	Hensynet til pressen og allmennheten.....	39
5.2.3	Hensynet til kapitalmarkedet og aksjonærer	42
5.2.4	Oslo Børs' forhold til åpenhet	45
6	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	46
	LITTERATURLISTE	49

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Temaet for denne masteravhandlingen er åpenhet og identifisering av aksjeeiere i norske allmennaksjeselskaper, som er notert på Oslo Børs (Børsen). Avhandlingen søker å besvare hvorvidt det bør være økt åpenhet om aksjeeierinformasjon i norske allmennaksjeselskaper, inkludert de reelle eierforholdene til aksjer som er forvalterregistrert. Med «åpenhet» menes allmennhetens tilgang til informasjon om hvem som står bak investeringene i de norske allmennaksjeselskapene. Med «identifisering» siktes det til mulighetene ulike aktører har til å kartlegge hvem som er aksjeeierne i et selskap, med utgangspunkt i allmennaksjeloven og finansmarkedsrettslig lovgivning. Med «allmennaksjeselskap» menes større selskaper med atskillig likviditet i aksjene, som har mulighet til å innhente kapital ved tegningsinnbydelse rettet mot allmenheten.¹ Organisasjonsformen brukes derfor av børsnoterte selskaper.

Omfattende avsløringer om skjulte eierskap i blant annet Panama Papers² i 2016 og flere hvitvaskingskandaler, har ført til en økende grad av oppmerksomhet fra offentlige myndigheter, media og allmennheten generelt både nasjonalt og internasjonalt vedrørende åpenhet om eierforhold i næringslivet. Spørsmål om åpenhet og identifikasjon av aksjeeiere i norske allmennaksjeselskaper, spesielt hvem som i realiteten er de reelle eierne av forvalterregistrerte aksjer, har derfor vært hyppig omtalt i det norske nyhetsbildet i de senere årene. Forvalterregistreringsadgangen gjelder kun for utlendinger, og innebærer i korte trekk at aksjene registreres på en forvalterkonto i forvalterens navn i stedet for den reelle eierens navn.³ Dette medfører at identiteten til den reelle eieren i utgangspunktet er skjult for allmennheten.

Avhandlingens tema og problemstilling er særlig aktuelt for øyeblikket, ettersom Nærings- og fiskeridepartementet (departementet) i et nytt høringsnotat⁴ av 18. november 2019 blant annet foreslår nye endringer av reglene i allmennaksjeloven. Forslaget dreier seg hovedsakelig om å innføre deler av endringsdirektiv (EU) 2017/828 (endringsdirektivet / SRD II) til direktiv 2007/36/EF (aksjonærrettighetsdirektivet / SRD I), som for første gang direktivfester selskapets rett til å vite identiteten til alle aksjonærene i selskapet, inkludert identiteten til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer. I høringsnotatet har departementet imidlertid valgt å gå ett skritt lenger enn direktivkravene, ved å foreslå en lovfestet plikt for selskapet til å offentliggjøre identiteten til samtlige av aksjeeierne i selskapet på selskapets nettside. Departementet tar sikte på å fremlegge en proposisjon for Stortinget i løpet av våren 2020.⁵

¹ Woxholt (2018) s. 40.

² Fitzgibbon (2019).

³ Allmennaksjeloven § 4-10.

⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a).

⁵ Nærings- og fiskeridepartementet (2019b) s. 4.

1.2 Bakgrunn

Selv om spørsmål om åpenhet og identifikasjon av aksjeeiere er et dagsaktuelt tema i 2020, har det ikke alltid vært slik. Et fungerende system som kan gjennomføre aksjehandel og holde oversikt over eierforholdene og andre aksjerettigheter, er imidlertid en viktig forutsetning for at aksjemarkedet skal kunne fungere optimalt.⁶

Før opprettelsen av VPS i 1985, eksisterte det en ordning hvor det ble utstedt aksjebrev ved kjøp av aksjer.⁷ Med «aksje» menes en selskapsandel i et aksjeselskap, og aksjebrevet var et uttrykk eller bevis for eierskap av en slik selskapsandel.⁸ Aksjebrevet gav dermed uttrykk for det formelle eierskapet tilknyttet aksjene. Ved stiftelsen av et selskap hadde selskapets styre plikt til å opprette en aksjebok, og ved endringer i eierforholdene tilhørende aksjene måtte dette noteres i aksjeboken.⁹ Både aksjebrevet og aksjeboken måtte blant annet påføres den reelle aksjeeierens navn.¹⁰ Med *reel aksjeeier* siktes det til den formelle eieren av aksjene. Den reelle aksjeeieren var dermed den fysiske eller juridiske personen som hadde navnet sitt påført aksjebrevet og aksjeboken. Dette innebar at aksjeeierskapet ble dokumentert dels gjennom selskapets aksjebok og dels gjennom aksjebrevet. Oppgjør av aksjehandel foregikk ved transport av aksjebrevet og melding til selskapet gjennom meglerapparatet.¹¹ Innholdet i aksjeboken var offentlig tilgjengelig, ettersom aksjeeiere i følge forarbeidene ikke hadde krav på konfidensiell behandling og det dermed ikke var grunn til å beskytte aksjebokens innhold.¹²

De omtalte rettsreglene hadde grunnlaget sitt i den nå opphevede aksjeloven fra 1976,¹³ som omhandlet både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Loven er nå erstattet av to separate lover, *lovene av 13. Juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven)* og *nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)*, som trådte i kraft 1. januar 1999. Det kan kort nevnes at aksjeloven fra 1976 bygget på en innstilling fra 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen, og var resultatet av et nordisk samarbeid om rettslikhet på aksjerettens område.¹⁴ Spørsmålet om et nordisk lovsamarbeid på selskapsrettens område, ble tatt opp i Nordisk Råd i 1958.¹⁵ I 1962 ble det etter flere sakkyndige møter konkludert med at det i de nordiske landene var be-

⁶ NOU 2005: 13 s. 11.

⁷ Ot.prp. nr. 84 (1984-1985) s. 4.

⁸ *ibid.* s. 5.

⁹ *ibid.* s. 4.

¹⁰ *ibid.* s. 5.

¹¹ NOU 2005: 13 s. 11.

¹² Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 48.

¹³ Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper [opphevet].

¹⁴ Aarbakke (2017) s. 17.

¹⁵ Skåre (1988) kap. 2.

hov for lovrevisjon og at et nordisk samarbeid var aktuelt.¹⁶ Det videre utredningsarbeidet hadde som mål å komme frem til en «enhetlig aksjelovgivning» som virkemiddel til å effektivisere næringslivssamarbeidet over landegrensene.¹⁷ Parallelt med de nordiske landenes arbeid med å koordinere den selskapsrettslige lovgivningen, foregikk et tilsvarende arbeid i det daværende Europeiske Økonomiske Felleskap (EØF) som i 1968 fremmet sitt første forslag til medlemslandene om en felles harmonisering av selskapsretten.¹⁸ Forslaget fremkom av Rådets første direktiv 68/151/EØF.¹⁹ Uavhengig av arbeidet til EØF, resulterte det nordiske aksjelsamarbeidet som pågikk store deler av 1960-årene i nye aksjelover i Danmark i 1973, Sverige 1975, Finland i 1978 og Norge i 1976.²⁰

På begynnelsen av 1980-tallet skjedde det videre en betydelig økning i aksjeomsetningen i de norske selskapene. Dette var resultatet av en økende transport av aksjer og et stort antall emisjoner som medførte et stort press i omsetningsapparatet.²¹ Fordi det allerede eksisterende registreringssystemet ikke klarte å håndtere den økte omsetningen og konsekvensene som fulgte med, forårsaket dette flere problemer. For hver aksjetransaksjon måtte det blant annet utstedes en sluttseddel til både selger og kjøper, og dersom partene ikke hadde samme megler måtte det også utstedes en kontrastuttseddel.²² Gjenpart av alle sluttsedler må i tillegg sendes til Bankinspeksjonen (forløperen til Finanstilsynet), og fra 1978 til 1983 økte antall sluttsedler med 316 prosent.²³ Dette førte til kapasitetsproblemer hos meglerne og i kontrollapparatet. Registreringstiden for eierskifter tok dermed lenger tid, og medførte perioder der eierskapet til aksjene fremsto som ukjent. Disse forholdene skapte usikkerhet for både selskapets ansatte, kunder og andre aksjonærer.²⁴ På bakgrunn av de nevnte problemene, oppsto et behov for endringer av det eksisterende registreringssystemet. I tillegg til dette hadde Danmark allerede et avansert og fungerende elektronisk system for aksjehandel gjennom «Værdipapircentralen»²⁵ Sverige hadde også delvis et elektronisk registreringssystem, gjennom den svenske verdipapirsentralen, som utførte visse oppdrag for selskapene som ønsket å benytte seg av systemet.²⁶

¹⁶ Skåre (1988) kap. 2.

¹⁷ *ibid.* kap. 3.

¹⁸ Rodhe (1971) s. 619.

¹⁹ Dir 68/151/EØF.

²⁰ Rodhe (1971) s. 619.

²¹ Ot.prp. nr. 83 (1984–1985) s. 20.

²² *l.c.*

²³ *l.c.*

²⁴ *l.c.*

²⁵ Ot.prp. nr. 83 (1984–1985) s. 23.

²⁶ *ibid.* s. 25.

Som et resultat av lovforslagene fremmet i Ot.prp. nr. 83 (1984–1985) og Ot.prp. nr. 84 (1984–1985), ble det bestemt at det skulle opprettes en verdipapirsentral også i Norge. Verdipapirsentralen (VPS) ble stiftet i 1985 da norske verdipapirer gikk over fra å være fysiske papirer til å bli elektroniske.²⁷ Dette medførte en slutt på praksisen der eierskapet til aksjene ble uttrykt i papirform. Dette registreringssystemet benyttes fremdeles den dag i dag, ved at styret i alle børsnoterte allmennaksjelskaper må opprette et aksjeeierregister for selskapet i en verdipapirsentral.²⁸ Registeret må inneholde flere opplysninger, inkludert aksjeeierens navn.²⁹ Dette innebærer at en reell aksjeeier etter dagens lovgivning, vil være den eller de fysiske eller juridiske personene som er registrert som eier i aksjeeierregisteret, i tråd med registreringskravene som fremkommer av allmennaksjeloven § 4-4 annet ledd nr. 4. Registreringsformen omtales gjerne som *direkteregistrering*, etter som aksjeeierens navn må fremgå direkte av registeret. For alminnelige aksjeselskaper er registreringsordningen frivillig.³⁰ Opprettelsen av VPS førte til at forholdene ble lagt til rette for et vesentlig forbedret offentlig innsyn i eierstrukturen i norske aksjeselskaper.³¹

Ettersom aksjeeiers navn tidligere måtte fremkomme av både aksjebrevet og aksjeboken, var *forvalterregistrering* av aksjer i utgangpunktet ikke mulig ikke etter datidens selskapslovgivning.³² At loven ikke åpnet for forvalterregistrering, førte imidlertid til praktiske utfordringer for utenlandske aksjeeiere som hadde ervervet aksjer ved kjøp på utenlandsk fondsbørs.³³ Til tross for begrensningen i loven, foregikk det derfor allikevel en praksis der utenlandske aksjeeiere ble registrert gjennom forvalter. Denne praksisen forenklet handelsprosessen, ettersom det da ikke var nødvendig med fysisk overlevering av de aktuelle aksjebrevene fra selger til kjøper.³⁴ Siden det allerede hadde utviklet seg et forvaltersystem på tvers av aksjelovens regler,³⁵ ble den allerede etablerte praksisen lovfestet³⁶ i 1985 i forbindelse med opprettelsen av VPS. Forvalterregistreringsadgangen fremgikk av § 3-14 i aksjeloven av 1976.³⁷

I forarbeidene er lovfestingen av forvalterregistreringsordningen begrunnet med at ettersom det allerede var utviklet en egen praksis i strid med lovens regler, tydet dette på at det forelå et

²⁷ VPS (u.å).

²⁸ Allmennaksjeloven § 4-4 (1).

²⁹ Allmennaksjeloven § 4-4 (2) nr. 4.

³⁰ Aksjeloven § 4-11 (1).

³¹ Bergo (2014) s. 334.

³² Ot.prp. nr. 84 (1984-1985) s. 5.

³³ *ibid.* s. 3.

³⁴ NOU: 2005: 13 s. 36.

³⁵ Ot.prp. nr. 84 (1984-1985) s. 31.

³⁶ Endringslov ved opprettelsen av Verdipapirsentralen.

³⁷ NOU 2005: 13 s. 15.

praktisk behov for en slik ordning. Å legalisere praksisen med en lovfesting ble derfor sett på som en fordel.³⁸ Det ble også vist til at dersom den etablerte forvalterregistreringspraksisen ikke kunne praktiseres videre, ville det kunne bidra til å hemme omsetningen av norske aksjer i utlandet.³⁹ Det ble pekt på at et krav om at alle utenlandske investorer måtte ha konto hos en norsk kontoførende institusjon fremsto som upraktisk. En eventuell tillatelse for utenlandske banker og meglere til å være kontoførende institusjon i den norske Verdipapirsentralen, ble også ansett som problematisk.⁴⁰ Bestemmelsen om forvalterregistrering er i dag videreført i allmennaksjeloven § 4-10 og gjelder fremdeles kun for utenlandske aksjeeiere.

Hva det innebærer å være en reell eier av forvalterregistrerte aksjer, er ikke legaldefinert i lovgivningen. Ettersom en reell aksjeeier i medhold av allmennaksjeloven kan være fysiske eller juridisk personer som er formelt registrert i aksjeeierregisteret,⁴¹ vil en *reell eier av forvalterregistrerte* aksjer i avhandlingens forstand være den eller de fysiske eller juridiske personene som i siste instans er formelt registrert som eier av aksjene som forvalteroppdraget omfatter.

1.3 Avgrensninger og presiseringer

Begrepet «allmennaksjeselskap» er legaldefinert i allmennaksjeloven § 1-1 annet ledd nr. 1 til 3, og omfatter ethvert selskap «...*hvor ikke noen av deltagerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser...*» og «...*som i vedtektene er betegnet som allmennaksjeselskap...*» og «...*som er registrert som allmennaksjeselskap i Foretaksregisteret.*»

Det vil bli redegjort for forvalterregistreringsordningen generelt, med hovedfokus på de juridiske vilkårene for registreringsordningen. Det avgrenses derfor mot en nærmere omtale av selve teknikken som benyttes ved forvalterregistreringen. Det avgrenses også mot en redegjørelse av Verdipapirsentralens system.

Avhandlingen vil fokusere på hovedprinsippene og de juridiske aspektene ved flaggingsreglene, og det avgrenses mot en redegjørelse av teknikken som benyttes ved flagging. Flaggingsreglene er regler som blant annet forplikter aksjonærene i et selskap til å melde fra til aksjeutsteder (selskapet) og Oslo Børs om større endringer i deres aksje- og rettighetsposisjoner.⁴²

³⁸ Ot.prp. nr. 84 (1984-1985) s. 32.

³⁹ l.c.

⁴⁰ l.c.

⁴¹ Allmennaksjeloven § 4-4 (2) nr. 4.

⁴² Verdipapirhandelloven § 4-3.

1.4 Rettskildene

1.4.1 EU-retten

I det følgende vil det kort redegjøres for direktiver og forordninger med særskilt betydning for avhandlingens videre fremstilling. En mer inngående gjennomgang vil gjennomføres i kapittel 4, mens andre relevante rettsakter vil bli omtalt løpende i avhandlingen.

Aksjonærrettighetsdirektivet (SRD I) ble gjennomført i norsk rett 3. august 2009,⁴³ og førte blant annet til mindre endringer i allmennaksjeloven, aksjeloven og verdipapirhandelloven.⁴⁴ Direktivets formål er å tilrettelegge forholdende best mulig for at aksjeeiere i børsnoterte selskaper kan få utøve aksjerettighetene sine på selskapets generalforsamling. Dette inkluderer både ved å kunne avgi stemme og ved å kunne utøve reell innflytelse på generalforsamling.⁴⁵

Med *endringsdirektivet* (SRD II) til aksjonærrettighetsdirektivet, innfører EU nye bestemmelser med mål om å tilrettelegge for aksjeeieres utøvelse av aksjeeierrettighetene sine. Hensikten er å styrke aksjeeiernes mulighet til å utøve innflytelse i børsnoterte selskaper. Dette omhandler blant annet bestemmelser om identifikasjon av aksjeeiere, videreformidling av opplysninger om aksjeeiere og tilrettelegging for utøvelse av aksjeeierrettigheter.⁴⁶ Direktivet inneholder både endringer og tilføyelser til aksjonærrettighetsdirektivets virkeområde og definisjoner, inkludert nye artikler med særlig betydning for selskapets rett til å identifisere aksjeeierne sine.⁴⁷ Et av formålene til endringsdirektivet er å sikre ensartede vilkår for gjennomføringen av bestemmelser om identifikasjon om aksjeeiere.⁴⁸ Direktivet kommer til anvendelse overfor selskaper som har forretningskontor i en EØS-stat med aksjer som er tatt opp til notering på et regulert marked i, eller som opererer i, en EØS-stat.⁴⁹ Direktivet vil dermed komme til anvendelse for børsnoterte allmennaksjeselskaper.

*Kommisjonens gjennomføringsforordning*⁵⁰ trer i kraft i EU 20. september 2020,⁵¹ og er per dags dato ikke innlemmet i EØS-avtalen. Det er ikke kjent at det tidligere er gitt en slik gjennomføringsforordning som skal implementeres direkte i norsk selskapsrett.⁵² Et av forordningenes overordnede formål er at rettigheter og plikter som følger av aksjonærrettighetsdi-

⁴³ Gjennomføringsloven til aksjonærrettighetsdirektivet.

⁴⁴ Prop. 135 L (2018-2019) s. 8.

⁴⁵ Dir 2007/36/EF artikkel 1 nr.1.

⁴⁶ Nærings- og fiskeridepartementet (2019b) s. 1.

⁴⁷ Dir (EU) 2017/828 artikkel 3a.

⁴⁸ *ibid.* jf. fortalen punkt 46.

⁴⁹ *ibid.* artikkel 1.

⁵⁰ For 2018/1212.

⁵¹ *ibid.* artikkel 11.

⁵² Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 8.

rektivet skal gjennomføres på en ensartet måte, for å hindre at det vedtas nasjonale standarder som er innbyrdes inkompatible.⁵³ Dette omfatter også den retten som selskaper etter direktivet har til å identifisere aksjeeiere.⁵⁴

1.4.2 Lover og forarbeider

Retten til å identifisere aksjeeiere i norske allmennaksjeselskaper reguleres i flere nasjonale lover. Allmennaksjeloven er den mest sentrale loven og inneholder flere bestemmelser med relevans for offentlige myndigheter, selskapet og allmennheten sine muligheter til å identifisere ordinære aksjeeiere og reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer. Det finnes også viktige bestemmelser i verdipapirhandelloven⁵⁵ og verdipapirsentralloven.⁵⁶

De relevante lovene har også tilhørende forarbeider. Både lovene og forarbeidene vil være sentrale kilder ved fastsettelsen av gjeldene rett. De eldre forarbeidene til aksjeloven av 1976 er også av betydning for fastleggelsen av den historiske bakgrunnen til dagens system med aksjeeierregister og forvalterregistrering.

Et sentralt spørsmål som oppstår er hvilken rettskildemessig verdi departementets høringsnotatet⁵⁷ vedrørende det omtalte lovendringsforslaget, skal ha ved tolkningen av de relevante EU-rettsaktene. Uttalelsene og tolkningene til departementet vil ha relevans, ettersom høringsnotatet vil være forarbeider til en kommende lovendringen i forbindelse med implementeringen av endringsdirektivet og gjennomføringsforordningen. Synspunkter som kan utledes fra høringsnotatet kan imidlertid ikke legges til grunn uten videre. Det er ikke departementet som skal fastlegge hva som ligger i direktiv- og forordningsteksten. Departementets argumenter tilknyttet spørsmålet om økt åpenhet om aksjeeierinformasjon, vil uansett kunne være av relevans for avhandlingens drøftelser.

Besvarelsen vil også anvende annen nordisk rett der det fremstår som relevant. Dette vil foretas løpende i avhandlingen, uten hensikt å foreta en sammenligning. På grunn av det tidligere nordiske aksjelovsamarbeidet, er det lange tradisjoner for å se hvordan rettslige spørsmål er løst i de andre nordiske landene.⁵⁸ Dette vil kunne ha en viss rettskildemessig verdi ved både

⁵³ For 2018/1212 fortalen punkt 2.

⁵⁴ *ibid.* fortalen punkt 5.

⁵⁵ Verdipapirhandelloven.

⁵⁶ Verdipapirsentralloven.

⁵⁷ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a).

⁵⁸ Bråthen (2017) s. 59.

fortolkningen av gjeldende rett og som inspirasjon til hvordan regelverket kan styrkes. Høyesterett har på bakgrunn av dette henvist til nordisk rett i flere dommer.⁵⁹

1.4.3 Juridisk teori

Jeg er ikke kjent med juridisk teori som særskilt uttaler seg om avhandlingens problemstilling. Det finnes imidlertid flere juridiske bøker, tidsskriftsartikler og andre publikasjoner innen selskaps- og finansmarkedsrett som kan være av betydning for fastleggelsen av gjeldende rett der lovteksten er uklar. Dette inkluderer også juridisk teori fra de øvrige nordiske landene.

1.5 Metodiske utfordringer

Ved besvarelsen av avhandlingens problemstilling oppstår det noen særlige metodiske utfordringer. I det følgende vil det kort redegjøres for hva som særpreger rettskildebildet og hvilke utfordringer som kan oppstå.

1.5.1 Fragmentert regelsett

Ved utformingen av reglene som omhandler identifisering av reelle aksjeeiere i allmennaksjeselskap, er flere ulike aktørers identifiseringsbehov tatt i betraktning. Dette innebærer at reglene er spredt utover flere lover, uten at det nærmere forholdet mellom lovene er tilstrekkelig avklart. Den nærmere grensen mellom selskapsrett og finansmarkedsrett er uklar, og dette medfører at rettskildebildet kan fremstå som noe komplekst og uoversiktlig. I tillegg til at bestemmelsene i nasjonal lovgivning fremstår som fragmentert, fører Norges EØS-tilknytning til et enda mer komplekst rettskildebilde ved at man også må ta stilling til EUs direktiver og forordninger.

1.5.2 Manglende praksis

At flere nasjonale lover samtidig regulerer innsynsretten i eierforholdene til aksjer, kunne tilsi at det nærmere forholdet og samspillet mellom rettsreglene burde presiseres i rettspraksis. Norske domstoler har imidlertid hatt en beskjeden rolle ved tolkningen av reglene som angår identifisering av aksjeeiere. Det foreligger dermed svært lite domstolspraksis av betydning for fastleggelsen av gjeldende rett.

I forvaltningen finnes det derimot mer relevant praksis. Finanstilsynet spiller en viktig rolle med å føre tilsyn med foretak i finansmarkedet.⁶⁰ Formålet med tilsynsarbeidet er blant annet å kontrollere at virksomhetene det drives tilsyn med, virker på en hensiktsmessig og betryg-

⁵⁹ Se for eksempel Rt. 1991 s. 119 og Rt. 2009 s. 1032.

⁶⁰ Finanstilsynsloven § 2 jf. § 1.

gende måte i samsvar med lov.⁶¹ Finanstilsynet bidrar til finansiell stabilitet og et velfungerende marked.⁶² Organet driver derfor blant annet med tilsyn og kontroll av at flaggingsreglene overholdes. Finanstilsynet har imidlertid ikke myndighet til å avgjøre klager på institusjonene som er underlagt tilsyn. Det er kun domstolene som har kompetanse til å avgjøre tvister mellom en kunde og foretaket.

Finanstilsynet har utarbeidet nærmere retningslinjer og veiledninger, som vil kunne få betydning ved fastleggelsen av gjeldende rett. Dette inkluderer blant annet Finanstilsynets «*veiledning til søknad om tillatelse til å stå oppført som forvalter.*»⁶³ Selv om det finnes mer relevant materiale her enn hos domstolene, er det fremdeles et lavt kvantum. Forvaltningspraksis har også betydelig mindre vekt i forhold til andre rettskilder enn det praksis fra domstolene har. Med liten tilgang til relevant forvaltnings- og rettspraksis er det utfordrende å redegjøre for temaet, ettersom praksis er en rettskilde av høy vekt ved fastleggelsen av innholdet i rettsregler.

1.5.3 Tilknytning til EU-retten

Spørsmål som omhandler norsk selskaps- og finansmarkedsrett kan ikke besvares løsrevet fra EU-rettens regler. EUs selskapsrett er omfattet av EØS-avtalen,⁶⁴ og dette medfører at norsk lovgivning om selskaper med begrenset deltakeransvar må tilfredsstillende EU-reglene om selskapsrett. Et av hovedformålene med den norske aksjelovreformen i 1900-årene var derfor å tilpasse norsk aksjelovgivning til EUs regelverk på selskapsrettens område.⁶⁵ I de senere årene er det gjennomført flere endringer for at norsk rett skal tilfredsstillende EØS-forpliktelsene. Noen av kravene følger av seks rådsdirektiver⁶⁶ som nå er kodifisert i et felles selskapsdirektiv.⁶⁷ Direktivkravene er transformert til norsk rett gjennom aksjeloven og allmennaksjeselskapsloven. I tillegg er finansmarkedsrettslige direktiver, som for eksempel direktiv 2004/109/EF⁶⁸ (transparensdirektivet), gjennomført i norsk rett i form av blant annet flaggingsreglene i verdipapirhandelloven.

⁶¹ Finanstilsynsloven § 3.

⁶² Finanstilsynet (u.å).

⁶³ Finanstilsynet (2017).

⁶⁴ EØS-avtalen artikkel 77 og artikkel 119.

⁶⁵ Bråthen (2017) s. 43.

⁶⁶ Dir 82/891/EØF, Dir 89/666/EØF, Dir 2005/56/EF, Dir 2009/101/EF, Dir 2011/35/EU og Dir 2012/30/EU.

⁶⁷ Dir (EU) 2017/1132.

⁶⁸ Dir 2004/109/EF.

Norges forpliktelser i henhold til EØS-avtalen medfører at avtalens hoveddel gjelder som norsk lov.⁶⁹ Det følger av hoveddelen at forordninger, i motsetning til direktiver, skal gjøres til en til av avtalepartenes interne rettsorden som sådan.⁷⁰ Dette innebærer at gjennomføringsforordningen, som skal diskuteres nærmere i punkt 4.3, må implementeres direkte i norsk rett ved inkorporasjon. I departementets høringsnotat er det foreslått at forordningen skal gjennomføres i «*forskrift om formidlere mv. §5.*»⁷¹ Videre uttales det at ettersom «*...[f]orordningen pålegger plikter og rettigheter for selskaper i tillegg til formidlerne.*»⁷² foreslår departementet derfor av «*...informasjonshensyn å vise til forordningen også i forskrift til allmennaksjeloven.*»⁷³

EØS-relevante direktiver og forordninger passerer mange stadier fra de forberedes i Europakommisjonen til de vedtas i EU- og EØS-organene og innarbeides i norsk rett. Behandlingsprosessen kan ta fra måneder til flere år.⁷⁴ Selv om verken endringsdirektivet eller gjennomføringsforordningen er innlemmet i EØS-avtalen og den endelige ikrafttredelsesdatoen for Norge ikke fastsatt, har flere av direktivets bestemmelser allerede delvis blitt implementert i norsk rett allerede. Artikkel 3g til 3l ble gjennomført med en endringslov⁷⁵ og ble behandlet i Prop.135 L (2018-2019). Implementeringsprosessen av de andre direktivbestemmelsene er også allerede igangsatt. Endringsdirektivets artikkel 3a, 3b, 3c og 3j vil imidlertid bli behandlet i en egen proposisjon.⁷⁶ Gjennomføringsfristen i EU for de resterende artiklene med, unntak av artikkel 3j, er 3. september 2020, mens spørsmålet om EØS-relevans er under behandling.⁷⁷

Årsaken til at implementeringen av direktivet har startet, til tross for at spørsmålet om EØS-relevans er under behandling, er at det fremkommer av både direktiv- og forordningsteksten at rettsaktenes innhold er «[t]ext with EEA relevance.» Når rettsakter vedtas i EU angis det ofte foreløpige angivelser uten rettslig betydning, om hvorvidt EU anser dem som EØS-relevante eller ikke.⁷⁸ Arbeidet med å vurdere de nye EU-rettsaktenes EØS-relevans, skjer i en omfattende prosess som involverer EFTA-sekretariatet i Brussel og de nasjonale forvaltningsmyn-

⁶⁹ EØS-loven § 1.

⁷⁰ EØS-avtalen artikkel 7 bokstav a.

⁷¹ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 8.

⁷² l.c.

⁷³ l.c.

⁷⁴ Sejersted (2011) s. 190.

⁷⁵ Overgangsregler til lov 2019:77, endr. i aksjelovgivningens mv.

⁷⁶ Prop. 135 L (2018-2019) s. 6.

⁷⁷ l.c.

⁷⁸ Sejersted (2011) s. 188.

dighetene i EFTA-statene.⁷⁹ Dersom en EU-rettsakt anses å falle inn under et av EØS-avtalens områder, forutsettes det i avtalens artikkel 102 at rettsakten skal inntas i avtalen.

Vedrørende endringsdirektivet og gjennomføringsforordningen, fremstår det som klart at rettsaktene faller innenfor EØS-avtalens artikkel 77 om selskapsrett. Dette kan underbygges av departementets uttalelse i høringsbrevet⁸⁰ i forbindelse med implementeringen av endringsdirektivet, hvor det påpeker viktigheten av å sikre at norsk regulering er i tråd med EU på et så sentralt område.⁸¹ Avhandlingens problemstilling kan derfor ikke kan besvares uten å først avklare de relevante EU-rettsaktens betydning for utformingen av nasjonal rett. Ved tolkningen av EU-rettsakter har praksis fra EU-domstolen en sentral rolle⁸², mens forarbeidernes betydning er begrenset.⁸³ Ettersom det ikke foreligger relevant rettspraksis knyttet til endringsdirektivet eller gjennomføringsforordningen, vil uttalelser i fortalene ha en viktig rolle ved å fastlegge innholdet i de relevante bestemmelsene.⁸⁴

1.6 Fremstillingen videre

For å kunne vurdere hvorvidt det bør være økt åpenhet om aksjeeierinformasjon i norske allmennaksjeselskaper, inkludert de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer, er det først nødvendig å fastlegge hvilke identifikasjonsmuligheter som foreligger etter gjeldende rett.

Som nevnt i avsnitt 1.2 finnes det i dag to måter for investorer å registrere eierskapet sitt tilhørende aksjer i et allmennaksjeselskap. De to registreringsmåtene er *direkteregistrering* og *forvalterregistrering*. De ulike aktørenes rett til identifisering av aksjeeiere, varierer avhengig av om aksjene er direkteregistrert eller forvalterregistrert. På bakgrunn av dette vil jeg i kapittel 2 behandle de ulike aktørenes rettslige adgang til å identifisere de reelle eierne av aksjer som er direkteregistrert. I kapittel 3 vil jeg deretter behandle det særegne med forvalterregistreringsordningen og den rettslige adgangen ulike aktører har til å identifisere reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer.

I kapittelet 3 vil jeg også behandle flaggingsreglene. Det er i denne sammenhengen viktig å påpeke at flaggingsreglene er generelle regler som kommer til anvendelse uavhengig av om aksjene er forvalterregistrert eller direkteregistrert. For avhandlingens fremstilling har flag-

⁷⁹ Sejersted (2011) s. 188.

⁸⁰ Nærings- og Fiskeridepartementet (2019b).

⁸¹ *ibid.* s. 4.

⁸² Sejersted (2011) s. 54.

⁸³ *ibid.* s. 57.

⁸⁴ *l.c.*

gingsreglene imidlertid størst betydning vedrørende allmennhetens muligheter til å identifisere de reelle eierne av forvalterregistrerte aksjer, og det er derfor reglene vil bli redegjort for i denne sammenhengen.

I kapittel 4 vil jeg fastlegge betydningen endringsdirektivet og gjennomføringsforordningen vil ha for utformingen av de norske reglene som omhandler identifisering av aksjeeiere. I kapittel 5 vil jeg drøfte hvorvidt det foreligger rettspolitiske grunner som tilsier et behov for økt åpenhet og bedre muligheter til å identifisere aksjeeiere enn det som er foreligget etter gjeldende rett. Kapitlet vil derfor bære preg av drøftelser *de lege ferenda*. Avslutningsvis vil kapittel 6 gi en oppsummering, før det til slutt fremsettes en konklusjon.

2 Åpenhet og identifisering av ordinære aksjeeiere etter gjeldende rett

Det vil til enhver tid være flere aktører med ulik interesse og behov for å se hvem som er reelle eiere av aksjene i et allmennaksjeselskap. De sentrale aktørene vil være pressen, offentlige myndigheter, selskapet selv, aksjeeierne i selskapet, kapitalmarkedet og allmennheten generelt. Med «allmennheten» menes enhver med interesse eller behov for innsyn. Reglene som regulerer mulighetene for innsyn i eierforholdene til ordinære aksjeeiere (aksjeeiere med direkteregistrerte aksjer) er imidlertid felles for de ulike aktørene. Av praktiske årsaker vil de ulike aktørens innsynsrett underlegges en fellesbehandling.

2.1 Innsyn i aksjeeierregisteret

Ved etableringen av et allmennaksjeselskap, er styret forpliktet til å opprette et aksjeeierregister for selskapet i en verdipapirsentral.⁸⁵ VPS er den eneste verdipapirsentralen i Norge,⁸⁶ men EUs verdipapirsentralforordning⁸⁷ åpner for at et selskap også kan registrere aksjene sine i en annen verdipapirsentral som er tillatt eller anerkjent etter verdipapirsentralforordningen.⁸⁸ Selve aksjeeierregisteret i VPS dannes ved at det foretas et uttrekk av informasjon om eierskap fra samtlige investorkontoer og forvalterkontoer som inneholder aksjer i et selskap.⁸⁹ Registeret skal inneholde opplysninger om hver enkelt aksjeeier, som blant annet «*aksjeeiers navn, fødselsdato og adresse, eller – for juridiske personer – foretaksnavn, organisasjonsnummer og adresse.*»⁹⁰ Videre er det et krav at registeret skal inneholde «*antall aksjer som eies av den*

⁸⁵ Allmennaksjeloven § 4-4 (1).

⁸⁶ VPS (u.å).

⁸⁷ For 909/2014.

⁸⁸ Allmennaksjeloven § 4-4 (1).

⁸⁹ Aarbakke (2017) s. 1039.

⁹⁰ Allmennaksjeloven § 4-4 (2) nr. 4.

*enkelte aksjeeier, og i tilfelle hvilken aksjeklasse aksjene tilhører.»*⁹¹ Dette er registreringsformen som benyttes av ordinære norske aksjonærer, og det er selskapets styre som har ansvaret for at korrekte opplysninger er registrert.⁹²

Hovedregelen om innsyn i opplysningene som fremkommer av aksjeeierregisteret, følger av allmennaksjeloven § 4-5. Bestemmelsen fastslår at «*[a]ksjeeierregisteret skal være tilgjengelig for enhver.*» Det følger direkte av ordlyden at opplysningene i aksjeeierregisteret er tilgjengelig for alle som ønsker innsyn. Dette inkluderer derfor både pressen, aksjeeierne i selskapet, selskapet selv, offentlige myndigheter og allmenheten generelt. Det heller ingen krav om at det må foreligge en «*saklig grunn*» hos den som ønsker innsyn.⁹³ Dette innebærer at innsynsretten er ubetinget. Det er forutsatt i lovteksten og følger av lovens system, at henvendelse om tilgang til informasjon fra aksjeeierregisteret skal rettes direkte til selskapet.⁹⁴ I rettspraksis er det videre fastslått at innsyn ikke kan nektes ut fra en antagelse om at henvendelsen bygger på motiver man ikke sympatiserer med, som for eksempel at informasjonen kreves av selskapets konkurrenter.⁹⁵

Nærmere bestemmelser om innsynsretten, er fastsatt i forskrift om aksjebokens offentlighet.⁹⁶ Forskriften omhandler den tidligere aksjeloven og aksjeeierboken, men det antatt at forskriften også gjelder for allmennaksjeselskaper.⁹⁷ Det er fastsatt i forarbeidene at forskriftshjemmelen ikke kan brukes til å begrense innsynsretten.⁹⁸ Etter forskriftens § 1 førte ledd skal aksjeeierboken/aksjeeierregisteret være tilgjengelig for enhver på selskapets kontor i kontortiden. Dersom selskapet ikke har kontor, skal aksjeeierboken/aksjeeierregisteret være tilgjengelig på forretningsstedet i forretningssiden. Ettersom aksjeeierregisteret er et digitalt register, innebærer dette at innholdet i registeret må holdes tilgjengelig i form av en utskrift som ikke må være eldre enn tre måneder.⁹⁹ For å få tilgang til informasjonen i aksjeeierregisteret sitt, må selskapets kontofører¹⁰⁰ gi selskapet en utskrift av aksjeeierregisteret, eller så må selskapet gi direkte tilgang til VPS med daglig oppdatert aksjeeierregister.¹⁰¹

⁹¹ Allmennaksjeloven § 4-4 (2) nr. 5.

⁹² Bråthen (2014) note 406.

⁹³ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 99-100.

⁹⁴ Aarbakke (2017) s. 1041.

⁹⁵ Rt. 1998 s. 106, s. 108.

⁹⁶ Forskrift om aksjebokens offentlighet.

⁹⁷ Andenæs (2016) s. 143 og Aarbakke (2017) s. 1041.

⁹⁸ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 100.

⁹⁹ Forskrift om aksjebokens offentlighet § 1 (2).

¹⁰⁰ Verdipapirsentralloven § 6-1.

¹⁰¹ Aarbakke (2017) s. 1039 og verdipapirsentralloven § 8-3 (1) nr. 5.

Faktiske kostnader som oppstår ved krav om utskrift av eieropplysningene, skal i utgangspunktet dekkes av vedkommende som krever innsyn.¹⁰² Utskriften skal deretter sendes til vedkommende ikke senere enn 14 dager etter kravet kom inn til selskapet.¹⁰³ Dette er en maksimalfrist for selskapet til å sende en utskrift av aksjeeierregisteret til den som ber om innsyn. Dersom det er tale om en elektronisk overføring av informasjonen, vil det normalt ikke gi grunnlag for kostnader som kan belastes den som krever innsyn.¹⁰⁴

2.2 Innsyn med hjemmel i verdipapirsentralloven § 8-3 første ledd nr. 5

Innsynsreglene i allmennaksjeloven suppleres av verdipapirsentralloven § 8-3. Med mindre annet er fastlagt i verdipapirsentralloven eller annen lov, er opplysninger i et verdipapirregister som hovedregel underlagt taushetsplikt.¹⁰⁵ Et sentralt unntak er imidlertid verdipapirsentralloven § 8-3 første ledd nr. 5 som sier at *«[d]ersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger og opplysningene finnes i registeret i en verdipapirsentral, har vedkommende rett til å få disse opplysningene fra verdipapirsentralen.»* Paragrafen viderefører hovedsakelig den tilsvarende bestemmelse i den opphevede verdipapirregisterloven¹⁰⁶ § 8-2 nr. 5. Unntaket medfører at reglene om innsyn i allmennaksjeloven § 4-5, gir enhver rett til innsyn i opplysninger i aksjeeierregisteret som er registrert i et verdipapirregister. Den praktiske virkningen er at bestemmelsen åpner for at enhver kan kreve tilgang til aksjeeieropplysninger direkte fra verdipapirregisteret, uten å henvende seg til selskapet først.

Lovavdelingen har uttalt at bestemmelsen i den nå opphevede verdipapirregisterloven kun gir rett til innsyn i opplysningene som framgår av aksjeeierregisteret, og ikke i andre registrerte opplysninger.¹⁰⁷ Ettersom ordlyden i den opphevede bestemmelsen og den nye bestemmelsen i verdipapirsentralloven så og si er like, må det antas at lovavdelingens uttalelse gjelder fremdeles. Dersom noen av aktørene benytter seg av innsynsretten som følger av verdipapirsentralloven § 8-3 første ledd nr. 5, er det ikke et krav at man først må henvende seg til selskapet for samtykke.¹⁰⁸

Etter reglene i verdipapirsentralloven § 8-7 første ledd, kan VPS kreve vederlag for utlevering av opplysninger til andre, med unntak for opplysninger offentlige myndigheter har krav på i

¹⁰² Forskrift om aksjebokens offentlighet § 2 (1).

¹⁰³ *ibid.* § 2 (2).

¹⁰⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2015) s. 10.

¹⁰⁵ Verdipapirsentralloven § 8-1.

¹⁰⁶ Verdipapirregisterloven [opphevet].

¹⁰⁷ Aarbakke (2017) s. 1041.

¹⁰⁸ Andenæs (2016) s. 143.

medhold av lov eller forskrift. Det nærmere innholdet av vederlagskravene har departementet myndighet til å fastsette i forskrift, men hjemmelen er ikke benyttet.¹⁰⁹

Vedrørende forvaltere, finnes det ingen lov- eller forskriftsbestemmelser som direkte regulerer forvalteres adgang til å fastsette gebyrer for tjenestene sine.¹¹⁰ Det fremgår imidlertid av verdipapirsentralloven § 4-4 fjerde ledd at forvalteren plikter å «...gi opplysninger om de reelle eierne» i «...samme omfang og på samme måte...» som verdipapirsentralen plikter å gi opplysninger etter «...§ 8-3 første ledd eller annen lov.» Ettersom VPS i utgangspunktet kan kreve vederlag for utlevering av opplysninger til andre, med unntak for opplysninger offentlige myndigheter har krav på i medhold av lov eller forskrift,¹¹¹ medfører verdipapirsentralloven § 4-4 fjerde ledd at tilsvarende regler også gjelder forvaltere. En forvalter kan med dette også ta vederlag for tjeneste overfor andre, med unntak av opplysninger offentlige myndigheter har krav på i medhold av lov eller forskrift. Dette utelukker at forvaltere kan ta vederlag for informasjon offentlige myndigheter har krav på i medhold av for eksempel allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd.

2.3 Konklusjoner

Redegjørelsen av gjeldende rett viser at alle som ønsker tilgang til informasjon om identiteten til reelle eiere av direkteregistrerte aksjer i norske allmennaksjeselskaper, har ubetinget rettslig adgang til innsyn. Dette følger av at innsynsretten i aksjeeierregisteret tilhører «enhver» jf. allmennaksjeloven § 4-5 første ledd. I tillegg til innsynshjemmelen i allmennaksjeloven, oppstiller også verdipapirsentralloven en egen innsynshjemmel i § 8-3 nr. 5. Bestemmelsen supplerer reglene i allmennaksjeloven, og medfører at enhver med behov for innsyn også kan henvende seg direkte til VPS for innsyn i aksjeeierregisteret i verdipapirregisteret. Reglene i verdipapirsentralloven effektiviserer dermed offentlighetens tilgang til aksjeeierregisteret.

Det fremstår med dette som at innsynsreglene gir stor grad av åpenhet om eierforholdene til ordinære aksjeeiere. Aksjeeierregisteret gir allmenn tilgang til eierinformasjon både der aksjeeieren er en juridisk person og der det er en fysisk person. Dersom aksjeeier er en fysisk person vil det blant annet gis innsyn i personens navn, og dersom aksjeeier er en juridisk vil det gi innsyn i foretaksnummer og registreringsnummer.

Avslutningsvis kan det påpekes at redegjørelsen også viser at dersom eieren av de direkteregistrerte aksjene er en juridisk person, som for eksempel et aksjeselskap, finnes det ingen regler i allmennaksjeloven eller verdipapirsentralloven som forplikter den juridiske personen til å

¹⁰⁹ Verdipapirsentralloven § 8-7 (2).

¹¹⁰ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 75.

¹¹¹ Verdipapirsentralloven § 8-7 (1).

registrere i aksjeeierregisteret navnet på den eller de fysiske personene som i siste instans eier eller kontrollerer selskapet, eller som en transaksjon eller aktivitet utføres på vegne av. En norsk fysisk person kan alltid anvende et norsk heleid aksjeselskap som verktøy for investeringene sine, og identiteten til den fysiske personen fremkommer dermed ikke av aksjeeierregisteret.

3 Åpenhet og identifisering av reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer etter gjeldende rett

Ved stiftelse av et allmennaksjeselskap er som tidligere nevnt hovedregelen at navnet på den reelle aksjeeieren fremgår direkte av aksjeregisteret. Dette medfører at forvalterregistrering utgjør et unntak fra det alminnelige prinsippet om at aksjeeierregisteret skal vise det reelle eierskapet til aksjene.¹¹² For å få en forståelse av hva det særegne med forvalterregistrering av aksjer innebærer, vil det i det følgende redegjøres for forvalterregistreringsordningen og kravene som må oppfylles av forvalterne.

3.1 Generelt om forvalterregistrering

Forvalterregistrering er et av de vanligste registreringssystemene for finansielle instrumenter i Europa, men benyttes også i flere andre land som for eksempel USA og Canada.¹¹³ I norsk rett følger adgangen til å forvalterregistrere aksjer av allmennaksjeloven § 4-10 første ledd første punktum. Selv om spørsmålet om forvalterregistrering har vært oppe til vurdering flere ganger, er det som tidligere nevnt bestemt å fortsette med ordningen for utenlandske aksjonærer. En av hovedårsakene til dette er ønsket om å gjøre det enklere å sikre tilgang på utenlandsk kapital for norske selskaper.¹¹⁴

Forvalterregistreringen innebærer at det opprettes en forvalterkonto for aksjene (nominee-konto). Aksjeeierregisteret angir forvalterens navn i stedet for den reelle aksjeeieren og opplyser samtidig om at forvalteren forvalter aksjene. Dette inkluderer antall aksjer forvalteroppdraget til enhver tid omfatter.¹¹⁵ Av verdipapirsentralloven fremgår det at innehaver av forvalterkontoer må være en bank, kredittforetak, verdipapirforetak, verdipapirsentral eller et forvaltningsselskap for verdipapirfond.¹¹⁶

¹¹² Andenæs (2016) s. 144.

¹¹³ NOU 2005: 13 s. 21.

¹¹⁴ Ot.prp. nr. 11 (2006-2007) s. 9 og s. 27.

¹¹⁵ Allmennaksjeloven § 4-10 (2).

¹¹⁶ Verdipapirsentralloven § 4-3 (1).

Selskapet kan imidlertid fastsette i vedtektene at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres.¹¹⁷ Lovpresiseringen ble inntatt i 2007 med grunnlag forslaget fremmet i Ot.prp. nr. 11 (2006-2007).¹¹⁸ Det følger av forarbeidene at begrunnelsen for at presiseringen ble inntatt i lovteksten, var for å synliggjøre og klargjøre muligheten for selskapet til å selv hindre forvalterregistrering av aksjene i selskapet.¹¹⁹

3.1.1 Krav til eiere av forvalterregistrerte aksjer

Det er et absolutt vilkår at den reelle eieren av de forvalterregistrerte aksjene er «utenlandsk.»¹²⁰ Hvem som skal anses som «utenlandsk» er definert i loven som «...*selskap registrert i utlandet, med mindre hovedkontoret befinner seg her i riket, samt utenlandsk statsborger som ikke er bosatt her i riket.*»¹²¹ Norskregistrerte filialer av utenlandske selskaper (NUF), skal ikke anses som hjemmehørende i Norge, men regnes å ha samme nasjonalitet som morselskapet.¹²² Fysiske personer må ha har utenlandsk domisil og utenlandsk statsborgerskap for å bli ansett som «utenlandsk.»¹²³ Dette betyr indirekte at norske aksjeeiere, det vil si norske statsborgere og personer bosatt i Norge og selskaper som enten har hovedkontor eller er registrert i Norge, ikke kan benytte seg av forvalterregistreringsordningen.

Selv om forvalterregistreringsadgangen etter gjeldende rett kun omfatter utlendinger, har spørsmålet om norske investorers adgang til å forvalterregistrere også blitt diskutert flere ganger. Forbudet mot forvalterregistrering for norske investorer har derimot blitt opprettholdt, under henvisning til blant annet allmennhetens behov for innsyn i aksjeeierforhold.¹²⁴

3.1.2 Krav til forvalter

Det er viktig å påpeke at ikke hvem som helst kan opptre som forvalter. Forvaltere må derfor tilfredsstille flere krav som hovedsakelig følger av verdipapirsentralloven § 4-3 og allmennaksjeloven § 4-10. I det følgende vil noen av de mest sentrale kravene bli gjennomgått.

For å kunne opptre som forvalter og føres inn i aksjeeierregisteret, oppstiller allmennaksjeloven § 4-10 første ledd et krav om at forvalteren må godkjennes av Kongen. Selve godkjenningen foretas av Finanstilsynet etter delegert fullmakt fra Finansdepartementet.¹²⁵ Kravet om

¹¹⁷ Allmennaksjeloven § 4-10 (1) siste punktum.

¹¹⁸ Endringslov til finanslovgivningen.

¹¹⁹ Ot.prp. nr. 11 (2006-2007) s. 32.

¹²⁰ Allmennaksjeloven § 4-10 (1).

¹²¹ I.c.

¹²² Ot.prp. nr. 11 (2006-2007) s. 29.

¹²³ I.c.

¹²⁴ ibid. s. 27 og 27.

¹²⁵ FOR-1998-07-17-619.

godkjennelse er spesielt viktig for å forhindre at forvalterregistreringen vanskeliggjør de norske myndighetenes tilgang til opplysninger reelle eiere av norske verdipapirer.¹²⁶ En godkjennelse vil fjerne de useriøse aktørene på markedet. Verdipapirsentralloven § 4-3 første ledd stiller videre et krav om at forvalteren må være underlagt tilsyn og regulering i hjemstaten sin, samtidig som regler tilsvarende EUs hvitvaskingsdirektiv (EU) 2015/849 også må overholdes.

Det følger av verdipapirsentralloven § 4-3 annet ledd, at før VPS oppretter en forvalterkonto for en forvalter for første gang, må forvalteren bekrefte ovenfor VPS at den er kjent med og kan oppfylle plikten til å gi opplysninger om den reelle eieren av de finansielle instrumentene på forvalterkontoen som følger av verdipapirsentralloven § 4-4 fjerde ledd. Bestemmelsen i verdipapirsentralloven § 4-3 annet ledd, erstatter § 6-3 første ledd i den opphevede verdipapirregisterloven som lovfestet et krav om forvalteres godkjennelse av Finanstilsynet. I forarbeidene til verdipapirsentralloven begrunnes valget om å ikke videreføre kravet om Finanstilsynets godkjennelse i den nye loven, med hensynet til mest mulig like konkurranseforhold for norske og utenlandske verdipapirsentraler. Det vises til at ingen andre land, ved implementeringen av verdipapirsentralforordningen, synes å stille tilsvarende krav om offentlige myndigheters godkjennelse av innehavere av forvalterkontoer i en verdipapirsentral.¹²⁷ Selv om kravet i den opphevede verdipapirregisterlovens § 6-3 første ledd ikke er videreført i verdipapirsentralloven, følger et krav om Finanstilsynets godkjennelse som tidligere omtalt uansett av allmennaksjeloven § 4-10 første ledd.

Det er fastsatt i forarbeidene og følger av Finanstilsynets forvaltningspraksis at en forvalter til enhver tid skal ha et oppdatert register over de reelle eierne av aksjene forvalteroppdraget omhandler, i tillegg til beholdningen knyttet til det enkelte forvalteroppdraget.¹²⁸ Norske myndigheter og utstederselskapet skal til enhver tid ha tilgang til opplysningene som fremgår av dette registeret.¹²⁹ I Finanstilsynets veiledning til forvaltere presiseres minstekrav til registreringsinformasjonen om den reelle eieren. Dette innebære blant annet fullt navn eller foretaksnavn, fødselsnummer, organisasjonsnummer eller annen unik identitetskode, statsborgerskap eller registreringsland for juridisk person.¹³⁰

Dersom forvalteren er underlagt sekretessebestemmelser (regler om hemmelighold) etter retten i hjemlandet, stilles det som vilkår at forvalteren må innhente forhåndssamtykke fra den reelle eieren av de forvalterregistrerte aksjene om at opplysninger om eierforholdet kan gis til

¹²⁶ Prop. 7 L (2018-2019) s. 93.

¹²⁷ I.c.

¹²⁸ Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) s. 75 og Finanstilsynet (2017) punkt 4.1.

¹²⁹ Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) s. 75.

¹³⁰ Finanstilsynet (2017) punkt 4.1.

norske myndigheter og selskapet.¹³¹ Dersom en forvalter ikke oppfyller de lovpålagte pliktene sine, kan Finanstilsynet kreve forvalterkontoen sperret.¹³² Hvis forvalteren viser manglende vilje til å opplyse om den reelle eierens identitet selv om han er forpliktet til det, har Finanstilsynet i enkelte tilfeller trukket forvalterens autorisasjon tilbake.¹³³

Selv om forvaltere er lovpålagt til å opplyse offentlige myndigheter og utstederselskapet om identiteten til samtlige eiere av forvalterregistrerte aksjer, er eierinformasjonen ofte vanskelig tilgjengelig.¹³⁴ Dette betyr at det kan være en tids- og ressurskrevende prosess for selskapet å anskaffe eieropplysningene fra forvalter. I tillegg til dette har mange forvaltere vanskeligheter med å sikre at de til enhver tid har oversikt over de reelle eierne, fordi investorene ofte er forvalterregistrert i flere ledd og eierskifte ofte skjer mellom investorer som er registrert hos samme underforvalter.¹³⁵ Det problematiske med dette er forvalteren som er registrert i verdipapirregisteret ofte ikke får vite om eierskifte.¹³⁶

3.2 Selskapets og offentlige myndigheters rett til identifikasjon av eiere av forvalterregistrerte aksjer

3.2.1 Innsyn med hjemmel i allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd

Hovedregelen om selskapets og offentlige myndigheters rett til identifikasjon av reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer, fremkommer av allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd. Bestemmelsen fastsetter at «[d]ersom selskapet eller en offentlig myndighet krever det, plikter forvalteren å gi opplysninger om hvem som eier de aksjer forvalteroppdraget omfatter, og om hvor mange aksjer hver enkelt eier.» Etter bestemmelsens ordlyd omfatter forvalterens opplysningsplikt informasjon om den reelle aksjeeieren. Dette kan som tidligere omtalt være en fysisk eller en juridisk person. Ordlyden tilsier at forvalteren plikter å gi informasjonen uavhengig av om det er flere forvaltere mellom forvalteren og den reelle aksjeeieren. Dette innebærer at opplysningsplikten ikke er begrenset til å kun omhandle opplysninger om det neste leddet i forvalterkjeden, den omfatter alle ledd.

For selskapets vedkommende, har selskapets styre ansvaret for forvaltningen av selskapet og skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten.¹³⁷ På bakgrunn av dette forutsettes det at styret på eget initiativ kan anmode forvalter direkte om anskaffelse av opplysninger tilhø-

¹³¹ Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) s. 75.

¹³² Verdipapirsentralloven § 11-7.

¹³³ Bergo (2014) s. 335.

¹³⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 11.

¹³⁵ NOU 2000: 10 s. 92.

¹³⁶ I.c.

¹³⁷ Allmennaksjeloven § 6-12 (1).

rende de reelle eierne av de forvalterregistrerte aksjene i selskapet. Hvem som er reell eier av de forvalterregistrerte aksjene, vil blant annet være relevant for styrets utførelse av organisatoriske plikter.

Hva angår offentlige myndigheters vedkommende, er loven taus om hvilke offentlige myndigheter som kan fremsette krav om innsyn, og til hvilket formål opplysningene kan kreves fremlagt. Bakgrunnen for innsynsretten er imidlertid hensynet til blant annet effektiv myndighetskontroll, ettersom aksjeeierinformasjon er et viktig redskap for utføringen av arbeidet til skattemyndighetene, Kredittilsynet, Finanstilsynet, påtalemyndigheten og andre tilsyns- og håndhevelsesorganer.¹³⁸ Dette kan tilsi at hvilke offentlige myndigheter som omfattes av innsynshjemmelen, trolig må bestemmes ut fra hvilken kompetanse påleggsgiver har og ikke ut fra om påleggsgiver er et offentlig eller et privat rettssubjekt. Det avgjørende må trolig bli i hvilken grad pålegget om innsyn treffes under utøvelse av offentlig myndighet.¹³⁹

3.2.2 Innsyn med hjemmel i verdipapirsentralloven § 4-4 fjerde ledd

Etter verdipapirsentralloven § 4-4 fjerde ledd plikter forvalteren «...å gi opplysninger om de reelle eierne i samme omfang og på samme måte som verdipapirsentralen plikter å gi opplysninger etter § 8-3 første ledd eller annen lov.» Paragrafen viderefører den tilsvarende bestemmelsen i § 6-3 fjerde ledd i den opphevede verdipapirregisterloven.¹⁴⁰ Alternativet «annen lov» kan gjøres gjeldene uavhengig av om særloven eksplisitt gir hjemmel til å kreve opplysningene fra verdipapirregisteret.¹⁴¹ Bestemmelsen svarer til den adgangen offentlige myndigheter og selskapet allerede har til å kreve opplysninger fra forvalteren om reell eier av forvalterregistrerte aksjer som, følger av allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd.¹⁴²

3.2.3 Konklusjoner

For offentlige myndigheter og selskapet selv, konkluderes det med at reglene i allmennaksjeloven og verdipapirsentralloven som gir tilgang til informasjon om aksjeeierforholdene fremstår som like. Både selskapet og offentlige myndigheter har etter gjeldende rett rettslig tilgang til informasjon om hvem som er reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer.

For offentlige myndigheters vedkommende, kan det derimot fremstå som at det foreligger noe usikkerhet knyttet til hvilke offentlige myndigheter som faktisk kan fremsette krav om innsyn. Dette kan potensielt bidra til at offentlige organer som i utgangspunktet har innsynsrett, ikke

¹³⁸ Ot.prp. nr. 11 (2006-2007) s. 15.

¹³⁹ Bråthen (2014) note 456.

¹⁴⁰ Prop. 7 L (2018-2019) s. 170.

¹⁴¹ Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) s. 119.

¹⁴² Andenæs (2016) s. 168.

benytter seg av mulighetene de har til å fremsette krav om innsyn. I tillegg kan forvaltere som påpekt i punkt 3.1.2, oppleve å ha vanskeligheter med å innhente informasjonen om de reelle eierne av de forvalterregistrerte aksjene, som igjen kan påvirke selskapets og offentlige myndighets tilgang til aksjeeierinformasjon. Uavhengig av den sistnevnte problemstillingene, fremstår de rettslige identifikasjonsmulighetene til både selskapet og offentlige myndigheter uansett som gode. Dersom eieren av de forvalterregistrerte aksjene er en fysisk person vil det gis innsyn i blant annet fullt navn og fødselsnummer, og dersom eieren er en juridisk person vil det gis tilgang til foretaksnavn og organisasjonsnummer. Finanstilsynets veiledning til forvaltere presiserer den nærmere informasjonen det gis innsyn i.

Dersom offentlige myndigheter, for eksempel skattemyndighetene eller påtalemyndigheten, trenger tilgang til informasjon om hvem som er de fysiske personene som i siste instans kontrollerer et selskap, kan reglene i allmennaksjeloven og verdipapirsentralloven allikevel benyttes som verktøy. Reglene gir imidlertid ingen direkte rett til informasjon om de reelle rettighetshaverne tilknyttet aksjene. Reglene gir som omtalt kun rett til informasjon vedrørende hvem som i siste instans er de reelle aksjeeiere. Dette er uansett verdifull informasjon i seg selv.

3.3 Allmennhetens rett til identifikasjon av eiere av forvalterregistrerte aksjer

Allmennhetens rett til identifikasjon av reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer, er ikke regulert i verken allmennaksjeloven eller annen lovgivning. Etter gjeldende rett er det generelle utgangspunktet uansett at innsyn i aksjeeierregisteret gis til «*enhver.*»¹⁴³ Det spesielle med forvalterregistreringen, er som tidligere nevnt imidlertid at den reelle aksjeeieren er registrert i aksjeeierregisteret under forvalterens navn.

Ettersom aksjeeierens navn ikke fremgår direkte av aksjeeierregisteret, er den reelle aksjeeieren i utgangspunktet skjult for allmennheten. Til tross for det begrensede utgangspunktet, foreligger det derimot regler som gir allmennheten en begrenset tilgang til informasjon om reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer, under forutsetning av at visse vilkår er oppfylt. Den aktuelle bestemmelsen er verdipapirhandelloven § 4-3 om flagging. Informasjonen som gjøres tilgjengelig via flaggingsreglene, blir dermed et supplement til aksjeeierinformasjonen som ellers fremgår av aksjeeierregisteret.

¹⁴³ Allmennaksjeselskapsloven § 4-5.

3.4 Generelt om flaggingsreglene

Flaggingsreglene ble for første gang innført i norsk rett i 1985, med bakgrunn i at enkeltaksjonærer eller grupper av aksjonærer hadde foretatt eller forsøkt å foreta skjulte oppkjøp av større aksjeposter i norske aksjeselskaper.¹⁴⁴ Skjulte oppkjøp ble ansett som uheldig, ettersom det blant annet skapte usikkerhet på aksjemarkedet med tanke på hvem som eide de ulike selskapene og hvem som hadde avkjørende kontroll over selskapenes ressurser.¹⁴⁵ I dag følger flaggingsreglene direkte av transparensdirektivet,¹⁴⁶ som i hovedsak er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven kapittel 4 og 5 med tilhørende forskriftsbestemmelser.

Hvem som eier større aksjeposter i børsnoterte selskaper og hvem som selger seg ut, kan være med på å påvirke markedets kursutvikling.¹⁴⁷ Flaggeplikten er en måte investorene kan bidra til at viktig informasjon stilles tilgjengelig for markedsaktørene i aksjehandelen.¹⁴⁸ For at investorer skal kunne analysere andres handlinger på aksjemarkedet, er det nødvendig å vite hvem som har utført handlene. Flaggeplikten er derfor eksempler på bestemmelser som bidrar til å forenkle denne prosessen.¹⁴⁹ Informasjon om større transaksjoner i et selskaps aksjer, kan derfor gjennom flaggemeldinger tillegges vekt i andre investorers investeringsbeslutninger.¹⁵⁰ For at verdipapirmarkedet skal fungere optimalt, er det et grunnleggende prinsipp at investorene har lik og samtidig tilgang til informasjon som kan påvirke aksjekursene.¹⁵¹ Det overordnede formålet med flaggingsreglene er å skape en god gjennomlysning av eierforholdene, og dermed øke allmennhetens fortrolighet til verdipapirmarkedet.¹⁵²

Det sentrale i forhold til allmennhetens tilgang til informasjon om identiteten til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer, er flaggemeldingens innholds krav. Flaggemeldingen må nemlig inneholde opplysninger om hvem som er den reelle eieren av aksjer som er forvalterregistrerte.¹⁵³ Flaggeplikten kan med dette få betydning for innsynsmulighetene i de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer, ettersom identiteten til disse aksjeeierne ellers er ukjent for allmennheten.

¹⁴⁴ Ot.prp. nr. 72 (1984-85) s. 3.

¹⁴⁵ I.c.

¹⁴⁶ Dir 2004/109/EF artikkel 9 og 11.

¹⁴⁷ Bergo s. 267.

¹⁴⁸ Degré (1999) kapittel 1, avsnitt 3.

¹⁴⁹ Stordrage (2019) s. 83.

¹⁵⁰ *ibid.* s. 45.

¹⁵¹ Degré (1999) kapittel 2, avsnitt 2.

¹⁵² Sevenius (2017).

¹⁵³ Verdipapirforskriften § 4-1 § 1 bokstav c.

Flaggingsreglens betydning vedrørende forvalterregistrerte aksjer, blir også påpekt i forarbeidene til verdipapirhandelloven der det uttales at:

«I Norge kan man også finne informasjon om eierne av aksjer i selskapets aksjeeierregister... Det er imidlertid viktige forskjeller på disse opplysningskildene, bl.a inneholder ikke aksjeeierregisteret informasjon om rettigheter til aksjer... og utenlandske eiere må ikke registrere seg i aksjeeierboken med eget navn (de kan la seg forvalterregistrere). Et velfungerende flaggesystem er derfor av stor betydning for det norske verdipapirmarkedets virkemåte og effektivitet.»¹⁵⁴

3.4.1 Virkeområde og vilkår

Flaggingsreglene gjelder for aksjer «...opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat.»¹⁵⁵ Reglene kommer dermed til anvendelse for børsnoterte norske allmennaksjeselskaper. De tilfellene Norge skal anses som «hjemstat» for en utsteder er definert i verdipapirhandelloven § 5-4 annet til fjerde ledd. I de tilfeller Norge er «vertsstat for en utsteder», gjelder hjemstatens lovgivning for forholdene i loven som gjelder meldeplikt.¹⁵⁶ Flaggingreglene kommer som nevnt til anvendelse ved kjøp og avhendelse av både vanlige aksjer og forvalterregistrerte aksjer, men det er som nevnt for sistnevnte kategori at flaggeplikten vil ha størst betydning for innsynsmulighetene i den reelle aksjeeiers identitet.

Hva som skal til for at flaggeplikten utløses, reguleres i verdipapirhandelloven § 4-3. Bestemmelsen viderefører § 3-2 i den opphevede verdipapirhandelloven av 1997, med noen endringer.¹⁵⁷ Flaggeplikten inntreder dersom en aksjeeiers eller annen persons andel av aksjer eller aksjerettigheter overstiger eller faller under terskelverdier på 5, 10, 15, 20, 25, 1/3, 50, 2/3 og 90 prosent av aksjekapitalen i selskapet.¹⁵⁸ Endringen må ha skjedd som følge av enten «...erverv, avhendelse eller annen omstendighet...»¹⁵⁹

Dersom flaggeplikten inntreder, skal den flaggepliktige «...gi melding til utstederen og til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker.»¹⁶⁰ Det utpekte organet skal deretter offentliggjøre mottatte meldinger.¹⁶¹ Det er fastsatt i forskrift at flaggemeldinger skal gis til

¹⁵⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 315.

¹⁵⁵ Verdipapirhandelloven § 4-1.

¹⁵⁶ l.c.

¹⁵⁷ Bergo (2014) s. 267.

¹⁵⁸ Verdipapirhandelloven § 4-3 (1).

¹⁵⁹ l.c.

¹⁶⁰ l.c.

¹⁶¹ Verdipapirhandelloven § 4-4 (3).

«...regulert marked der aksjene er opptatt til handel og til utstederen av aksjene.»¹⁶² Dette innebærer at en flaggemelding umiddelbart skal sendes til Oslo Børs som er utpekt av Finanstilsynet som sted for innvilgelse av flaggemeldinger. Meldingen må også sendes til utstederselskapet.¹⁶³ Forskriften¹⁶⁴ viser videre til verdipapirhandelloven § 3-6 femte ledd som sier at den Finansdepartementet utpeker, som herved er Oslo Børs, «...kan utarbeide og offentliggjøre oversikter som inneholder navn på personer og foretak som nevnt i første ledd...» Flaggemeldingen blir dermed offentliggjort, og fremkommer deretter straks av Oslo Børs' egen tjeneste for offentliggjøring på internett som er åpen for allmennheten: www.newsweb.no.

Flaggingsreglene er dynamiske, som innebærer at dersom det skjer et erverv, skjer det også en avhendelse. Dette betyr at det hver gang flaggeplikten utløses må det flagges en gang av erverver og en gang av avhender.

3.4.2 Flaggemeldingens innholdskrav

Innholdskravene til flaggemeldingen fremgår av verdipapirforskriften¹⁶⁵ § 4-1. Forskriften gjennomfører bestemmelsene i EUs kommisjonsdirektiv 2007/14/EF¹⁶⁶ i norsk rett, som gir utfyllende bestemmelser til transparensdirektivet om blant annet innholdskrav til flaggemeldingene. Innholdskravet som er av størst betydning for å belyse allmenhetens tilgang til informasjon om de reelle eierforholdene, er kravet om at meldingen må inneholde «*navn på den flaggepliktige, herunder navnet på aksjonæren.*»¹⁶⁷ Ordlyden i bestemmelsen kan fremstå som noe uklar, og i Finanstilsynets veiledning presiseres det at «*[s]iktemålet har vært at både navnet på den flaggepliktige og navnet på eieren av aksjene stemmerrettigheter er knyttet til, skal fremgå av flaggemeldingen.*»¹⁶⁸ Dette innebærer at i de tilfellene aksjene overstiger eller faller under lovens angitte terskler, vil allmennheten kunne få innsyn i identiteten til de reelle eierne av forvalterregistrerte aksjer.

3.4.3 Hvem har flaggeplikt?

For direkteregistrerte aksjer er utgangspunktet uomtvistet at aksjeeieren personlig må overholde flaggeplikten.¹⁶⁹ Hvem som har flaggeplikt dersom aksjene er forvalterregistrerte, kan imidlertid fremstå som mer uklart. Etter allmennaksjeloven § 4-10 tredje ledd kan en forvalter

¹⁶² Forskrift om innsendelse av flaggemeldinger mv. § 1.

¹⁶³ Verdipapirhandelloven § 4-3 (1).

¹⁶⁴ Forskrift om innsendelse av flaggemeldinger mv. § 2.

¹⁶⁵ Verdipapirforskriften.

¹⁶⁶ Dir 2007/14/EF.

¹⁶⁷ Verdipapirforskriften § 4-1 (1) bokstav c.

¹⁶⁸ Finanstilsynet (2015) punkt 13.9.1.3 første avsnitt.

¹⁶⁹ Verdipapirhandelloven § 4-3 (1).

ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn å «...motta utbytte eller andre utdelinger på de aksjer forvalteroppdraget omfatter, herunder tildeling av nye aksjer ved kapitalforhøyelse.» Ettersom forvalteren ikke er eier av aksjer, kun proforma, vil han etter lovens system som utgangspunkt ikke ha noen flaggeplikt. Dette følger også av den siste utredningen om forvalterregistrering. Forvalterregistreringsutvalget uttaler at «[på] bakgrunn av at forvalteren ikke er eier av de aksjer vedkommende forvalter, er det aksjeeier som har flaggeplikt etter verdipapirhandelloven.»¹⁷⁰ Uttalelsen ble gitt i relasjon til den tidligere verdipapirhandelloven § 3-2, men er fremdeles relevant etter som bestemmelsen er videreført uten endring i den nåværende § 4-3.

Bestemmelsene om forvalterregistrering i allmennaksjeloven må imidlertid ses i sammenheng med verdipapirhandelloven § 4-3 annet ledd nr. 2. Det følger av bestemmelsen at dersom det foreligger fullmakt til stemmerettigheter til aksjer «...hvor det ikke foreligger instruks fra aksjeeieren,» så skal fullmakten anses «[l]ike med aksjer og/eller rettigheter til aksjer...» Ordlyden tilsier at dersom det foreligger en slik fullmakt, vil også forvalteren ha flaggeplikt. Finanstilsynets veiledning til verdipapirhandelloven¹⁷¹ samsvarer med denne tolkningen. Bergo (2014) legger også til grunn at «[d]en som står som innehaver av forvalterregistrerte aksjer i norske selskaper etter asal. § 4-10 har ikke stemmerett og derfor ikke flaggingsplikt for slike posisjoner, med mindre han har fått en stemmefullmakt fra den reelle eieren som fyller kriteriene vphl. § 4-3 (3).» Det kan også være hensiktsmessig å se hvordan problemstillingen omtales i svensk teori, ettersom begge lands regler bygger på tilsvarende direktivforpliktelser. Sevenius (2017) uttalelse samsvarer imidlertid med de øvrige. Han viser til at «[en] förvaltare blir anmälningskyldig endast om han eller hon kontrollerar hur rösträtten för aktierna skal utövas. Den som har fått en fullmakt att rösta för annans aktier, men är tvungen att följa instruktioner om hur han eller hans skal rosta, skal inte räkna in aktierna i sitt innehav.»¹⁷²

Det synes med dette å være enighet om at både forvalter og reell aksjeeier vil ha flaggeplikt dersom vilkårene i unntaksbestemmelsen er oppfylt. Dersom det oppstår en situasjon der aksjer skal avhendes og forvalter har fått fullmakt til å stemme uten instruks, vil forvalteren ha plikt til å flagge for stemmerettighetene, mens den reelle eieren har plikt til å flagge for eierrettighetene. Hensikten med flaggereglene er som nevnt å ivareta hensynet til aksjemarkedets informasjons tilgang. Dersom begge flagger samtidig, er det liten tvil om at hensynet blir ivaretatt. I det tilfellet at en av de flaggepliktige skulle la være å flagge, vil den andres flagging uansett oppfylle flaggepliktens formål alene. Ved at forvalteren også unntaksvis får flagge-

¹⁷⁰ NOU 2005: 13 s. 19.

¹⁷¹ Finanstilsynet (2015) punkt 13.7.

¹⁷² Sevenius (2017) s. 288.

plikt, vil forvalterens flagging kunne fungere som en sikkerhetsventil i de tilfeller den reelle aksjeeieren skulle ha forglemt seg, eller av andre årsaker har unnlatt å flagge. I det tilfellet forvalteren derimot har fått en fullmakt med instruks, vil imidlertid kun den reelle eieren av de forvalterregistrerte aksjene være flaggppliktig.

Finanstilsynet har tilsynsplikt med overholdelse av flaggingsreglene.¹⁷³ Dersom det foreligger en uaktsom eller forsettlig overtredelse av flaggepliktreglene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr i medhold av verdipapirhandelloven § 21-4 første ledd. I følge Finanstilsynets oversikt¹⁷⁴ over ilagte overtredelsesgebyrer for brudd på flaggeplikten, sist oppdatert 07.02.2020, var det i 2018 og 2019 tilsammen ni selskaper som ikke overholdt flaggereglene. Bøtene varierte fra 75 til 150 000 kr.

3.4.4 Konklusjoner

Det konkluderes med at utformingen av gjeldene rett medfører at allmennheten får svært lite innsyn i de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer. Det foreligger dermed lite åpenhet. Det kan fremstå som et hull i den offentligheten om reelle aksjeeieres identitet som ellers følger av aksjeeierregisteret. Flaggingsreglene er den eneste rettslige reguleringen som unntaksvis gir allmennheten innsyn i identiteten til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer, under forutsetning av at visse vilkår er oppfylt. Ettersom flaggingsreglene kun kommer til anvendelse dersom det foreligger store oppkjøp eller salg, konkluderes det med at det i børsnoterte selskaper alltid vil kunne eksistere et stort antall forvalterregistrerte aksjer der identiteten til den reelle eieren vil forbli ukjent for allmenheten. I selskaper med mange aksjonærer vil flaggingsreglene derfor gi lite praktisk hjelp til innsyn.

Videre konkluderes det med at det synes å foreligge noe usikkerhet knyttet til hvorvidt en forvalter vil ha flaggeplikt eller ei. Denne usikkerheten kan medføre at reglene ikke blir praktisert riktig, slik at flaggemeldinger ikke blir innsendt. Dette kan påvirke allmenhetens tilgang til informasjon om identiteten til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer. Dersom flaggeplikten ikke blir overholdt, vil ikke allmenheten få kjennskap til identiteten til den reelle eieren av de forvalterregistrerte aksjene, og markedet vil gå glipp av opplysninger det hadde ventet å få. Finanstilsynets oversikt over utstedte overtredelsesgebyr viser at det årlig er flere selskaper som ikke overholder flaggeplikten. Dette kan tyde på at sanksjoneringen potensielt kunne vært strengere og at overtredelsesgebyrene kanskje ikke er høy nok. På bakgrunn av dette konkluderes det med at flaggreglene ikke fungerer 100 % etter sin hensikt. At selskaper ikke

¹⁷³ Verdipapirhandelloven § 19-1 nr. 2.

¹⁷⁴ Finanstilsynet (2020b).

oppfyller flaggeplikten, kan potensielt også henge sammen med at det foreligger uklarheter i forhold til hvem som har flaggeplikt.

4 Betydningen av endringsdirektivet (SRD II) og gjennomføringsforordningen

4.1 Innledende bemerkninger

I de tidligere kapitlene er det redegjort for rettsreglene som omhandler åpenhet og identifisering av reelle aksjeeiere i norske allmennaksjeselskaper etter gjeldende rett. Norges tilknytning til EU via EØS-avtalen krever imidlertid endringer i selskapslovgivningen, med utgangspunkt i kravene som fremkommer av endringsdirektivet og gjennomføringsforordningen (se punkt 1.5.3). I det følgende vil det undersøkes i hvilken grad rettsaktens bestemmelser vil være av betydning utformingen av nasjonale regler om åpenhet og identifisering av reelle aksjeeiere i norske børsnoterte allmennaksjeselskaper.

Redegjørelsen av både endringsdirektivet og gjennomføringsforordningen vil ta utgangspunkt i den offisielle engelskspråklige versjonen av rettsaktene, ettersom det ikke foreligger en offisiell norsk oversettelse av verken direktivet eller forordningen.

4.2 Betydningen av endringsdirektivet (SRD II)

Endringsdirektivet medfører endringer i aksjonærrettighetsdirektivet. Direktivet utvider aksjonærdirektivets virkeområde, ved at det også inneholder bestemmelser om blant annet selskapets rett til identifikasjon av reelle aksjeeiere i selskapet. Endringsdirektivet er i følge fortalen et minimumsdirektiv, som betyr at den nasjonale lovgiveren kan pålegge selskapene strengere plikter enn det som følger av direktivbestemmelsene.¹⁷⁵ Direktivet får kun betydning for selskaper som har forretningskontor i en medlemsstat med aksjer som er tatt opp til notering på et regulert marked i, eller som opererer i en medlemsstat.¹⁷⁶ Dette innebærer at direktivet vil være av betydning for norske børsnoterte allmennaksjeselskaper. Den videre fremstillingen vil hovedsakelig konsentrere seg om artikkel 3a, som omhandler selskapets rett til identifikasjon av sine aksjonærer, og artikkel 3d om vederlag.

Artikkel 3a nr. 1 fastsetter at medlemsland skal sørge for at «...companies have the right to identify their shareholders.» Det følger direkte av ordlyden at selskapet har en rett til å identifisere aksjeeierne sine. Opplysninger om aksjeeiers identitet omfatter blant annet opplysninger som er nødvendig for å identifisere den reelle aksjeeieren, herunder navn og antall eide ak-

¹⁷⁵ Dir (EU) 2017/828 fortalen punkt 55.

¹⁷⁶ ibid. artikkel 1 (1) bokstav a nr. 1.

sjer.¹⁷⁷ Nasjonal lovgivning kan ikke begrense selskapets rett til identifikasjon utover det direktivet åpner for.¹⁷⁸ Det følger av fortalen at et av direktivets formål er å tilrettelegge for økt langsiktig aksjeeierengasjement ved å sikre ensartede vilkår for gjennomføringen av bestemmelser om identifikasjon av aksjeeiere.¹⁷⁹ En forutsetning for å ha aktive aksjeeiere, er at forholdene er tilrettelagt for rask og effektiv kommunikasjon. At selskapet har kjennskap til hvem aksjeeierne er og har kontaktinformasjonen, kan derfor bidra til at kommunikasjonen blir effektivisert.¹⁸⁰

Artikkelen åpner for at medlemslandene «...*may provide for companies having a registered office on their territory to be only allowed to request the identification of shareholders holding more than a certain percentage of shares or voting rights. Such a percentage shall not exceed 0,5 %.*»¹⁸¹ Her gir direktivet statene et handlingsrom ved de kan fastsette at selskapets rett til å få informasjon om aksjeeiere i selskaper med registrert forretningssted i den aktuelle medlemsstaten, kun skal gjelde aksjeeiere med eierskap som ikke kan overstige en nærmere angitt prosentandel av aksjene eller stemmerettighetene. Terskelen kan maks kan settes til 0,5 prosent. Dette innebærer at terskelen kan benyttes overfor for allmennaksjeselskaper, ettersom disse skal ha forretningskontor i Norge.¹⁸²

Artikkel 3a nr. 2 fastsetter at medlemsstatene «...*shall ensure that, on the request of the company or of a third party nominated by the company, the intermediaries communicate without delay to the company the information regarding shareholder identity.*» Den direkte oversettelsen av «intermediaries» er formidler, og direktivet definerer en formidler som «...*a person, such as an investment firm...which provides services of safekeeping of shares, administration of shares or maintenance of securities accounts on behalf of shareholders or other persons.*»¹⁸³ Ordlyden tilsier at alle forvaltere av aksjer etter allmennaksjeloven § 4-10 omfattes av formidlerdefinisjonen. Dette innebærer at selskapet skal sørge for at formidlere etter en anmodning fra selskapet eller av en tredjepart utpekt av selskapet, formidler informasjonen om aksjeeiers identitet uten opphold. Formidlere får med dette en plikt til å gi opplysninger om aksjeeieres identitet til selskapet.

¹⁷⁷ Jf. dir (EU) 2017/828 artikkel 1 (2) som fastslår endringer i dir 2007/36/EF artikkel 2 med ny bokstav j.

¹⁷⁸ Dir EU 2017/828 artikkel 3a nr. 6.

¹⁷⁹ *ibid.* fortalen punkt 46.

¹⁸⁰ *ibid.* fortalen punkt 5

¹⁸¹ *ibid.* artikkel 3a nr. 1.

¹⁸² Allmennaksjeloven § 2-2 (1) nr. 3.

¹⁸³ *ibid.* artikkel 1 (2) som fastslår endringer i dir 2007/36/EF artikkel 2 med ny bokstav d.

Artikkel 3a nr. 3 første ledd fastsetter at dersom det foreligger flere formidlere, skal medlemslandene sørge for at «...*the request of the company, or of a third party nominated by the company, is transmitted between intermediaries without delay.*» Anmodningen om aksjeeierinformasjon skal derfor uten opphold videresendes i forvalterkjeden. Formidleren som er i besittelse av de etterspurte opplysningene skal deretter, uten opphold, gi opplysningene direkte til selskapet eller tredjepersonen utpekt av selskapet. Dette følger direkte av artikkelens ordlyd som sier «... *the information regarding shareholder identity is transmitted directly to the company or to a third party nominated by the company without delay by the intermediary who holds the requested information.*»¹⁸⁴ Uavhengig av hvor lang formidlerkjeden er skal medlemsstatene sørge for at «...*the company is able to obtain information regarding shareholder identity from any intermediary in the chain that holds the information.*» Dette medfører det skal være mulig for selskapet å innhente aksjeeierinformasjon fra en formidler, selv om det foreligger flere ledd med formidlere. Dersom det foreligger en formidlerkjede, kan medlemsstatene imidlertid selv bestemme om de ønsker å lovfeste en plikt som pålegger formidlerne å opplyse selskapet om hvem som er den neste formidleren i kjeden av formidlere på forespørsel av selskapet.¹⁸⁵

Medlemsstatene «...*may provide for the company to be allowed to request the central securities depository...*» eller en annen «...*intermediary or service provider...*» for å «...*collect the information regarding shareholder identity, including from the intermediaries in the chain of intermediaries...*» for å deretter «...*transmit the information to the company.*»¹⁸⁶ Etter direktivets ordlyd gis selskapet herved adgang til å be en tjenesteyter, som for eksempel en verdipapirsentral eller en formidler, om å innhente og sammenstille aksjeeierinformasjonen fra samtlige formidlere i kjeden og gi informasjonen til selskapet.

Selv om direktivets hovedformål med å lovfeste selskapets rett til aksjeeieridentifikasjon er å effektivisere selskapets kommunikasjon med aksjonærene sine, fastsetter direktivet at «*Member States may provide by law for processing of the personal data of shareholders for other purposes.*»¹⁸⁷ Dette innebærer at direktivet åpner for at medlemsstatene kan anvende aksjeeieropplysningene selskapet har krav på, til andre formål enn kommunikasjon vedrørende aksjerettigheter.

Artikkel 3d nr. 1 pålegger medlemsstatene å sørge for at formidlerne «...*disclose publicly any applicable charges.*» for tjenester de er forpliktet å tilby etter direktivets kapittel Ia «... *separa-*

¹⁸⁴ Dir (EU) 2017/828 artikkel 3a nr. 3.

¹⁸⁵ *ibid.* artikkel 3a nr. 3 (3).

¹⁸⁶ *ibid.* artikkel 3a nr. 3 (2).

¹⁸⁷ *ibid.* artikkel 3a nr. 4 (3).

tely for each service.» Dette innebærer at medlemsstatene må sikre at formidlerne offentliggjør kostandene tilknyttet hver enkelt tjeneste de er forpliktet til å yte etter direktivkapittelet. Videre følger det av bestemmelsen at medlemslandene «...*may prohibit intermediaries from charging fees for the services provided for under this Chapter.»*¹⁸⁸ Dette innebære at nasjonal rett kan fastsette hvorvidt formidlere skal kunne ta betalt for å innhente informasjonen selskapet har på i medhold av artikkel 3a og de øvrige artiklene i kapittelet. Dersom formidlerne tillates å ta betalt for tjenestene sine, må gebyrene formidlere eventuelt krever fra aksjeeierne, selskapene og andre formidlere i utgangspunktet være «...*non-discriminatory and proportionate...*» og knyttet til «...*the actual costs...*» som formidleren har med å levere tjenestene sine.¹⁸⁹ Unntak fra prissettingen kan kun foretas dersom de er «...*duly justified and where they reflect the variation in actual costs incurred for delivering the services.»*¹⁹⁰ Ordlyden tilsier at unntaket kun omfatter tilfeller som er tilstrekkelig begrunnet og gjenspeiler variasjonen i faktiske kostnader formidlerne har pådratt seg for levering av tjenestene.

4.3 Gjennomføringsforordningens krav

Gjennomføringsforordningen er gitt med hjemmel i endringsdirektivets artikkel 3a nr. 8, 3b nr. 6 og 3c nr. 3 og fastsetter minimumskrav til gjennomføringen av bestemmelsene i aksjonærrettighetsdirektivet.¹⁹¹ Dette omfatter blant annet minimumskrav med betydning for selskapets rett til identifikasjon av aksjeeiere, videreformidlingen av opplysningene og tilretteleggelse for utøvelse av aksjeeierrettigheter.¹⁹² Et av formålene med gjennomføringsforordningen er i følge fortalen å fastsette nærmere regler for å sikre en elektronisk og effektiv gjennomføring av formidling av aksjeeierinformasjonen som utstederselskapet har krav på.¹⁹³

Endringsdirektivets artikkel 3a. nr. 8 har gitt Kommisjonen adgang til å fastsette nærmere minstekrav til formidlingen av aksjeeierinformasjon som skal gis etter endringsdirektivets artikkel 3a nr. 2, og har særlig betydning for korrespondansen en «*issuer*» med formidlere. Hvem som skal anses å være en «*issuer*» er legaldefinert i forordning og omfatter «... *a company which has its registered office in a Member State and the shares of which are admitted to trading on a regulated market situated or operating within a Member State or a third party nominated by such a company for the tasks set out in this Regulation.»*¹⁹⁴ Etter ordlyden vil utstederselskapet eller en tredjepart utpekt av utstederselskapet, innfor det nevnte virkeom-

¹⁸⁸ Dir (EU) 2017/828 artikkel 3d nr. 3.

¹⁸⁹ *ibid.* artikkel 3d nr. 2.

¹⁹⁰ *ibid.* artikkel 3d nr. 2.

¹⁹¹ Regjeringen (2020).

¹⁹² *l.c.*

¹⁹³ For 2018/1212 fortalen punkt 5.

¹⁹⁴ *ibid.* artikkel 1 (1).

rådet, omfattes av definisjonen. I det følgende vil begrepet «utsteder» benyttes. Det faller utenfor avhandlingens hensikt og gjennomgå alle minstekravene, og i det følgende vil det fokuseres på de mest sentrale.

Dersom en utsteder sender en anmodning til formidler om en aksjeeiers identitet, som det har krav på etter endringsdirektivets artikkel 3a nr. 2, må anmodningen tilfredsstillende utformingskravene i forordningens artikkel 3 første ledd. Formidlers svare på anmodningen må tilfredsstillende utformingskravene som er fastsatt i artikkel 3 annet ledd. Anmodningen fra utsteder til formidler skal derfor samsvare med minimumskravene som er angitt i tabell 1 i bilaget til forordningen, mens svaret fra formidler skal oppfylle minimumskravene angitt i tabell 2 i billaget.¹⁹⁵

Det følger av tabell 1 at utstедers anmodning til formidler må spesifisere hva slags «type of request» anmodningen omhandler. Ettersom anmodningen er en forespørsel om aksjeeiers identitet, må det derfor spesifiseres at det er «*request to disclose shareholder identity.*»¹⁹⁶ I anmodningen må utsteder videre spesifisere dens «[s]cope of request.» Dette innebærer at utsteder må klargjøre omfanget av anmodningen, ved å blant annet opplyse om «*the request is to be forwarded to and responded by the other intermediaries down the chain of intermediaries.*»¹⁹⁷ Det følger direkte av ordlyden at utsteder må presisere i anmodningen hvorvidt den skal bli videresendt fra den første formidleren og videre i formidlerkjeden dersom det foreligger en formidlerkjede. Dersom utsteder ønsker, kan det i anmodningen også kreves at formidler opplyser om datoen «*from which the shares have been held.*»¹⁹⁸

Etter tabell 1 må anmodningen videre inneholde en «*issuer deadline*» som samsvarer med artikkel 9 nr. 6 i forordningen. Utsteder må derfor oppstille en tidsfrist som regulerer hvor lang tid en formidler kan bruke på å innhente aksjeeierinformasjonen. Forordningen kommer med nærmere presiseringer ved at anmodningen «*...shall be transmitted by intermediaries, in accordance with the scope of the request, to the next intermediary in the chain without delay and no later than by the close of the same business day as the receipt of the request. Where the intermediary receives the request after 16.00 during its business day, it shall transmit the information without delay and no later than by 10.00 of the next business day.*»¹⁹⁹ Svaret på anmodningen skal sendes tilbake til utsteder «*...without delay and no later than during the business day immediately following the record date or the date of receipt of the request by the*

¹⁹⁵ For 2018/1212 artikkel 3 (2) og (3).

¹⁹⁶ *ibid.* tabell 1 rute A2.

¹⁹⁷ *ibid.* tabell 1 rute A3.

¹⁹⁸ *ibid.* tabell 1 rute A8.

¹⁹⁹ *ibid.* artikkel 9 nr. 6 (1).

*responding intermediary, whichever occurs later.»*²⁰⁰ Det oppstilles dermed ulike frister som utstedere og formidlere må overholde gjennom hele aksjeeieridentifikasjonsprosessen.

Tabell 2 i forordningen oppstiller krav til utformingen av formidlers svar på anmodningen, som samsvarer med spesifikasjonene i utsteders anmodning. Svaret skal blant annet inneholde «*[n]umber of shares held by the responding intermediary on own account*» og «*[n]umber of shares held by the responding intermediary on account of someone else.*»²⁰¹ Formidleren må derfor angi hvor mange aksjer han besitter på egen regning, og hvor mange aksjer han besitter på vegne av aksjonæren.

Formidleren må videre oppgi «*[n]ame of shareholder in case of a natural person*» og «*[n]ame of shareholder in case of a legal person.*»²⁰² For en fysisk person omfatter dette fornavn, etternavn og et unikt nasjonalt identifikasjonsnummer.²⁰³ Dersom det er en juridisk person, skal svaret inneholde navnet på den juridiske personen inkludert et unikt registreringsnummer som for eksempel en BIC-code (Bank Identification Code).²⁰⁴ Hvis aksjonæren har utpekt en tredjepart som er «*...authorised to take investment decisions on behalf of the shareholder*»,²⁰⁵ skal anmodningen også inkludere fornavnet og etternavnet på tredjeparten.

For både anmodningen og svaret på anmodningen, stilles det også tekniske og organisatoriske krav til sikkerhet, integritet og autentisitet ved formidlingen av aksjeeierinformasjonen. Sikkerhetskravene fremkommer av forordningens artikkel 10 nr. 1, som blant annet sier at «*...the issuer and the intermediary shall implement appropriate technical and organisational measures aiming at ensuring the security, integrity and authentication of the information originated by the issuer...*»

4.4 Konklusjoner

Gjennomgangen av endringsdirektivet og gjennomføringsforordningen vedrørende åpenhet og identifikasjon av aksjeeiere har ført til noen konklusjoner. For det første viser gjennomgangen at rettsaktene kun omhandler selskapets rett til å identifisere aksjeeierne sine, og ikke de øvrige aksjeeiernes, allmenhetens, pressens, kapitalmarkedets eller offentlige myndighetenes rett til identifikasjon. Redegjørelsen viser også at den norske lovgivningen allerede oppfyller flere av rettsaktens krav angående selskapets rett til identifikasjon. Som det fremgår av kapittel 2,

²⁰⁰ For 2018/1212 artikkel 9 nr. 6 (2).

²⁰¹ *ibid.* tabell 2 bokstav B nr. 4 og 5.

²⁰² *ibid.* tabell 2 bokstav C nr. 2(a) og 2(b).

²⁰³ *ibid.* tabell 2 bokstav C nr. 1(b) jf. for 2017/590 artikkel 6.

²⁰⁴ *ibid.* tabell 2 bokstav C nr. 1(a) nr. 2.

²⁰⁵ *ibid.* tabell 2 bokstav C nr. 13.

har allmennaksjeloven allerede krav om at alle allmennaksjeselskaper skal føre et aksjeeierregister som identifiserer aksjeeierne i selskapet og som er tilgjengelig for «enhver.»²⁰⁶ I tillegg har selskapet en lovfestet rett til å få informasjon om hvem som er reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer i selskapet.²⁰⁷ Allmennaksjeselskaper i Norge har dermed allerede rett til å vite hvem som er selskapets aksjonærer, uavhengig av om aksjene er direkteregistrert eller forvalterregistrert.

Som omtalt i punkt 2.2, har imidlertid norsk rett ingen regler som direkte regulerer forvalteres og andre formidlers adgang til å fastsette vederlag for tjenestene sine. Redegjørelsen tilknyttet direktivets artikkel 3d, viser at en nasjonal regulering i norsk rett som oppfyller artikkelens krav fremstår som nødvendig. Dette omfatter blant annet en regulering som sikrer at formidlerne offentliggjør kostandene tilknyttet hver enkelt tjeneste de er forpliktet til å yte etter kapittel 1a i direktivet.

Det kan også konkluderes med at direktivet og forordningen kun gir innsyn i den formelle eierinformasjonen til de registrerte eierne av direkte- og forvalterregistrerte aksjer. For fysiske personer vil dette være blant annet fornavn, etternavn og et nasjonalt registreringsnummer. For juridiske personer vil dette omfatte navnet på den juridiske personen og en unik registreringskode som for eksempel en BIC-code. Dette viser at det faller utenfor rettsaktens virkeområde å regulere adgangen til informasjon om de fysiske personene som i siste instans eier eller kontrollerer selskapet.

Videre kan det konkluderes med at norsk rett gir større innsyn i identiteten til reelle aksjeeiere enn direktivet krever. Grunnen til dette er at gjeldende rett ikke begrenser selskapets rett til identifikasjon av aksjeeiere til å kun omfatte aksjeeiere som eier en bestemt andel av aksjene eller stemmerettene, slik som direktivet åpner for. Etter gjeldende rett er det heller ingen bestemmelser som hindrer selskapets bruk av tjenester levert av tredjeperson, til å innhente aksjeeierinformasjon for benytte den til å lage en sammenstilling.²⁰⁸ Norsk lovgivning inneholder heller ingen bestemmelser som pålegger formidlerne å opplyse selskapet om hvem som er neste formidler i kjeden, dersom den består av flere formidlere. Som gjennomgangen viser, er dette noe direktivet åpner for og som kan være nyttig for selskapet dersom en formidler ikke oppfyller pliktene sine. En lovfesting av en slik opplysningsplikt, gir selskapet mulighet til å selv følge opp direkte overfor hver enkelt formidler.²⁰⁹ På den andre siden kan det medføre

²⁰⁶ Allmennaksjeloven § 4-4 jf. § 4-5 og verdipapirsentralloven § 8-3 (1) nr. 5.

²⁰⁷ Allmennaksjeloven § 4-10 (4) og verdipapirsentralloven § 4-4 (4).

²⁰⁸ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 19.

²⁰⁹ *ibid.* s. 20.

praktiske utfordringer og økte kostnader, ved at formidlerne må forholde seg til meldinger fra et ukjent selskap de ikke har et avtaleforhold med.²¹⁰

Det kan også konkluderes med at verken endringsdirektivet eller gjennomføringsforordningen, setter begrensninger for hvordan medlemsstatene ønsker å benytte aksjeeierinformasjonen selskapet har krav på etter direktivet. Dette betyr at dersom norsk lovgiver ønsker å bruke aksjeeierinformasjonen som ledd i en prosess om å gi ulike aktører økt tilgang til informasjon om reelle aksjeeiere, så er det mulig. I tillegg medfører direktiv- og forordningsbestemmelsene at det vil bli et mer harmonisert regelverk i medlemslandene i forbindelse med forvalteres formidling av aksjeeierinformasjon. Dette kan føre til at det blir enklere for selskapene å få aksjeeieropplysninger fra forvaltere enn det er i dag. Dette er opplysninger som igjen kan benyttes til å gi for eksempel gi allmennheten større innsyn i de reelle eierforholdene tilknyttet forvalterregistrerte aksjer.

Ettersom EU har valgt å utelukke en lovfesting av allmennhetens rett til informasjon om reelle aksjeeiere, kan det tyde på at EU finner det tilstrekkelig at medlemsland selv regulerer dette på nasjonalt nivå. Verken direktivet eller forordningen setter skranker for hvordan nasjonale regler for identifisering av aksjeeiere skal utformes i forhold til andre aktørene med behov for innsyn utover selskapet. Dette betyr at ved en utforming av nye bestemmelser om økt åpenhet og innsyn i eierforholdene til reelle aksjeeiere, har den nasjonale lovgiveren et stort handlingsrom til å utforme lovgivningen slik at den tilfredsstillende de ulike medlemsstatenes behov. Spørsmålet om hvorvidt det bør være økt åpenhet om aksjeeierinformasjon i norske allmennaksjeselskaper, kan derfor vurderes uten at en potensiell lovendring om økt åpenhet vil komme i strid med EU-lovgivningen.

Gjennomgangen synliggjør også noen mulige kritiske sider ved direktivet. Ettersom direktivet ikke legger strengere føringer på hvem som har rett til å identifisere reelle aksjeeiere utover selskapet, kan det fremstå som at EU ikke anser de andre aktørenes innsynsmuligheter som like viktige, inkludert allmennhetens behov for tilgang til aksjeeieropplysninger. Et stort nasjonalt handlingsrom til å selv bestemme omfanget av innsynsretten til andre aktører, kan medføre en stor variasjon i lovgivningen. Dette kan potensielt føre til at utenlandske investorer favoriserer land utfra hvilke innsynsregler de har.

For at utstedere og formidlere skal tilfredsstillende forordningens krav, konkluderes det med at aktørene må investere i nye tekniske systemer og organisatoriske verktøy. Dette vil medføre økte kostnader avhengig av hvor mange av kravene til tekniske og organisatoriske løsninger

²¹⁰ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 20

aktørene tilfredsstillt allerede. En større harmonisering av de spesifikke innholdskravene i anmodningen fra utsteder og i svaret fra formidler, vil derimot potensielt medføre at kommunikasjonen mellom utstedere og formidlere og mellom formidlere i kjeden seg i mellom blir mer effektiv enn den er etter gjeldende rett. Forordningens krav til proporsjonal og ikke-diskriminerende prissetting i forhold til formidlers tjenester, vil også hindre formidlere i å ta uforholdsmessig høye priser. Med innføringen av et mer harmonisert regelverk i EØS- og EU-området, vil det forhåpentligvis bli vesentlig enklere for selskapet å få tilgang til de opplysningene de har krav på om reelle eiere fra forvaltere og formidlere enn det er i dag.²¹¹

5 Bør det innføres regler som gir økt åpenhet om identiteten til reelle eiere av forvalter registrerte aksjer?

5.1 Innledende bemerkninger

Frem til nå har jeg diskutert hvordan det rettslige landskapet stiller seg i forhold til åpenhet og identifisering av reelle aksjeeiere i norske allmennaksjeselskaper. Jeg har også sett på betydning av EU-direktiver og forordninger, og vurdert hvilke føringer rettsaktene legger på utformingen av den selskapsrettslige lovgivningen i kommende fremtid i tilknytning til aksjeeieridentifikasjon.

I det følgende vil jeg undersøke hvorvidt det finnes rettspolitiske grunner som taler for å innføre regler som gir økt åpenhet om reelle aksjeeiere, og som går lenger enn det som kreves av endringsdirektivet og gjennomføringsforordningen. Ettersom kapittel 2 viser det allerede er allmenn tilgang til informasjon om samtlige reelle norske aksjeeiere med direkteregistrerte aksjer, knytter de videre drøftelsene seg til hvorvidt det foreligger rettspolitiske grunner som tilsier at det også bør være økt åpenhet og allmenn tilgang til informasjon om reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer.

Et hensyn som ofte blir fremtrukket i diskusjonen om åpenhet og innsyn i aksjeeierforhold, er hensynet til offentlige myndigheter og deres mulighet til å drive kontrollvirksomhet. Som omtalt i punkt 3.2 har imidlertid offentlige myndigheter etter gjeldende rett krav på innsyn i eierinformasjonen til samtlige reelle aksjeeiere innenfor lovgivningens virkeområde. Dette inkluderer informasjon om identiteten til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer. Den samme retten har utstederselskapene. Ettersom offentlige myndigheters og selskapets tilgang til aksjeeierinformasjon synes å være tilstrekkelig etter gjeldende rett, vil det i følgende drøftes hvorvidt hensynet til samfunnsendringer, allmennheten generelt, pressen, kapitalmarkedet og aksjonærer taler for økt åpenhet om reelle aksjeaksjeeieres identitet. Det vil også undersøkes hvordan Oslo Børs stiller seg til økt åpenhet.

²¹¹ NHO (2019) punkt 2.2.

5.2 Hovedargumenter av betydning for spørsmålet om økt åpenhet

5.2.1 Et samfunn i endring

Et argument som særskilt gjør seg gjeldende i dag og viser at det kan være et behov for økt åpenhet om aksjeeierforhold, er at samfunnet har endret seg betydelig siden reglene om forvalterregistrering ble inntatt i 1985. Fokuset på økt åpenhet og mindre hemmelighold rundt finansielle eierforhold har økt betraktelig. I forbindelse med den siste utredningen av forvalterregistreringsordningen, ble Norges tradisjon for åpenhet om eierforhold uttrykkelig presisert. I forarbeidene ble det dermed fastslått at «[å]penhet om eierforhold, eierstrukturer og maktforhold i næringslivet... er en grunnleggende verdi som i dag kjennetegner det norske samfunnet.»²¹² En slik uttrykkelig presisering av åpenhetens betydning for det norske samfunnet har ikke fremkommet tidligere.

Da reglene om forvalterregistrering ble lovfestet, viser forarbeidene som omtalt i punkt 1.2 at de viktigste hensynene bak lovfestingen av registreringsordningen var hensynet til utenlandske investorer. Konsekvensene av skjulte aksjeeiere ble ikke nærmere diskutert i forarbeidene som ble utarbeidet i forbindelse med lovfestingen. Hensynet til allmenhetens informasjonsbehov om reelle aksjeeiere ble dermed nedprioritert. En mulig årsak til dette kan være at selv om det allerede i 1985 var stor pågang fra utenlandske investorer, var andelen av forvalterregistrerte aksjer allikevel ikke så høy som andelen på Oslo Børs er i dag. Tall fra den siste utredningen om det norske kapitalmarkedet, viser at 1984 utgjorde utenlandske investorer 9 prosent av aksjonærene i de norske børsnoterte selskapene.²¹³ Hvor mange av aksjene som var forvalterregistrert er derimot ukjent, men antallet var uansett lavere enn det er i dag. I november 2019 utgjorde ifølge VPS markedsandelen av forvalterregistrerte aksjer rundt 26 % av verdien på Oslo børs. Dette tilsvarer verdier tilsvarende 679 milliarder kroner.²¹⁴ Det kan tenkes at avveiningen av de ulike hensynene hadde stilt seg annerledes, dersom lovgiver i 1985 var klar over hvor stor andel av markedet på Oslo Børs forvalterregistrerte aksjer ville utgjøre i fremtiden og hvilke konsekvenser skjult eierskap medfører i forhold til allmenhetens tilgang til aksjeeierinformasjon.

Det økte fokuset på åpenhet gjelder ikke bare i Norge, men generelt i store deler av verden. Som nevnt i avhandlingens innledning har avsløringene i blant annet Panama Papers, om rike og kjente personers pengeplasseringer og eierskap i skatteparadis, medført et bredt samfunnsengasjement i hele verden for økt åpenhet om eierforhold. Dette kan underbygges av den

²¹² Ot.prp. nr. 11 (2006–2007) s. 33.

²¹³ NOU 2018: 5 s. 41.

²¹⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 5.

siste *Financial Secrecy Index*²¹⁵ fra 2020, som viser at det på verdensbasis stadig blir mindre finansielt hemmelighold. Dette fremstår som resultatet av en trend som viser at land samarbeider bedre og mer om utveksling av informasjon, i tillegg til at flere åpenhetstiltak er vedtatt.²¹⁶ Rapporten ble utarbeidet av Tax Justice Network, et uavhengig internasjonal nettverk som arbeider med spørsmål knyttet til skattepolitikk og finansiell globalisering.²¹⁷ Det har også oppstått et økende press fra nasjonale organisasjoner som Tax Justice Network Norge, som har fokus på å løfte frem åpenhetstiltak og internasjonale skattespørsmål i den offentlige debatten.²¹⁸

I Norge har ønsket om økt åpenhet har blitt fremhevet ved flere anledninger de siste årene. Stortingsanmodningen fra 2014²¹⁹ om åpenhet rundt eierskap i aksjeselskaper, og anmodningen fra 2015²²⁰ der regjeringen ble bedt om å fremme forslag om et norsk offentlig eierskapsregister, viser også at åpenhet fremstår som stadig viktigere i det norske samfunnet. Anmodningen fra 2014 hadde sin bakgrunn i Financial Action Task Force (FATF) rapporten²²¹ fra 2014, hvor Norge fikk sterk kritikk for arbeidet sitt mot hvitvasking. FATF er en mellomstatlig organisasjon, med hensikt å bekjempe hvitvasking og terrorfinansiering.²²² Anmodningen fra 2015 var basert på FATFs videre anbefalinger om forebygging av hvitvasking. Anbefalingene resulterte i opprettelsen av EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv,²²³ og i Norge ledet dette til vedtakelsen av *lov om register over reelle rettighetshavere*.²²⁴ Loven har ikke trådt i kraft, og det er usikkert hvorvidt loven omfatter børsnoterte selskaper. Stortinget har i en anmodning²²⁵ bedt regjeringen presisere lovens virkeområde nærmere i forskrift.²²⁶ Vedtagelsen av loven viser uansett at åpenhet om eierforhold i næringslivet generelt som fremstår som stadig viktigere i Norge.

Det økende fokuset på åpenhet kan også underbygges med den politiske «Granavolden-plattformen»²²⁷ (Granavolden). Granavolden ble utformet av regjeringen utgått av Høyre, Fremskrittspartiet, Venstre og Kristelig Folkeparti, og ble offentliggjort på Granavolden 19.

²¹⁵ Tax Justice Network (2020).

²¹⁶ Tax Justice Network Norge (2020).

²¹⁷ Tax Justice Network (u.å.).

²¹⁸ Tax Justice Network Norge (u.å.).

²¹⁹ Anmodningsvedtak (2014).

²²⁰ Anmodningsvedtak (2015) s. 4.

²²¹ FATF (2014).

²²² FATF (u.å.).

²²³ Dir (EU) 2015/849.

²²⁴ Lov om register over reelle rettighetshavere [ikke i kraft].

²²⁵ Anmodningsvedtak (2019) s. 12.

²²⁶ Prop. 109 L (2017–2018) s. 13–14.

²²⁷ Granavolden (2019).

januar 2019. De daværende regjeringspartiene har i den politiske plattformen utformet ulike mål og ønsker for å trygge Norge for fremtiden. Temaet «åpenhet» fremstår som et viktig element i arbeidet om å oppnå disse. Det uttales blant annet at regjeringen skal «...*støtte internasjonalt arbeid og jobbe for åpenhet og kapital plasseringer og kapitalbevegelser mellom land, og støtte det internasjonale arbeidet som skal sikre mer effektiv og rettferdig beskatning av globale selskaper.*»²²⁸ Videre uttales det at «*[å]penhet og innsyn er grunnleggende i et demokrat [...] Dessuten er åpenhet et sikkerhetsnett mot maktmisbruk og korrupsjon.*»²²⁹ Det er en naturlig slutning at målene og verdiene regjeringene fremmer, gjenspeiler at økt åpenhet fremstår som viktig i Norge.

Til tross for det økte fokuset på åpenhet som har utviklet seg de siste årene, kan stilles spørsmål om hvorfor allerede eksisterende virkemidler for å oppnå større åpenhet ikke er benyttet. Lovforslaget som ble fremmet i Ot.prp. nr. 11 (2006–2007) resulterte blant annet i allmennaksjeloven § 4-10 femte ledd. Bestemmelsen gir regjeringen hjemmel til å vedta en forskrift som kan fastsette en plikt for forvalter til å rapportere periodisk om eierforholdene til aksjene som forvaltes. Selv om det uttales i forarbeidene at bruk av en informasjonsplikten vil kunne bidra til større åpenhet om utenlandske aksjonærer og eierstrukturer i norske selskap,²³⁰ har den eksisterende hjemmelen ikke blitt tatt i bruk.

At det i dag også synes å foreligge et politisk ønske om økt åpenhet, fremstår allikevel som tydelig. Som nevnt i innledningen (se punkt 1.1) har departementet fremmet et nytt lovendingsforslag²³¹ som skal medføre økt åpenhet om aksjeeiere. Den sentrale endringen fremkommer av forslaget i allmennaksjeloven § 4-5 tredje ledd, og innebærer at styret i selskaper med forvalterregistrerte aksjer skal sørge for at opplysninger om samtlige aksjeeierne, inkludert reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer blir offentliggjort. I begrunnelsen til forslaget viser departementet blant annet til at det har det blitt en «...*økende grad av oppmerksomhet om offentlighet rundt økonomiske forhold i selskaper fra offentlige myndigheter, media og interesseorganisasjoner både nasjonalt og internasjonalt.*»²³² Lovforslaget viser at ønsket om økt åpenhet fremdeles er gjeldende.

Et sentralt spørsmål å stille videre, er hvorfor det har vokst frem et slikt politisk ønske om økt åpenhet tilknyttet eierforhold i Norge de siste årene. Et naturlig startpunkt vil være å se på om eierstrukturen på Oslo Børs har endret seg. Av særlig betydning for åpenhet, er som tidligere

²²⁸ Granavolden (2019) s. 102.

²²⁹ *ibid.* s. 63.

²³⁰ Ot.prp. nr.11 (2006-2007) s. 34.

²³¹ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a).

²³² *ibid.* s. 21.

omtalt andelen av utenlandske investorer. Statistikk hentet fra VPS viser at i 2002 var markedsverdien av aksjer eid av utenlandske investorer 26,72 prosent, mens markedsverdien i pr 31 mars 2020 var 38,41 prosent.²³³ Statistikken viser at det har skjedd en gradvise økning av utenlandske investorer på Oslo Børs, med unntak av noen svingninger på grunn av finansisen i 2009. Utenlandske investorer fikk større interesse av å investere på Børsen da EØS-avtalen åpnet for likebehandling av norske og utenlandske investorer i 1995.²³⁴ Dette er en utvikling som har medført at utenlandske investorers eierandeler på Børsen har økt, mens andelen av norske investorers eierandeler har blitt tilsvarende redusert.²³⁵ Det kan dermed fremstå som at det norske samfunnets voksende fokus på økt åpenhet om eierskap, henger sammen med den gradvise økningen av utenlandske investorers investeringer på Børsen.

At samfunnet har endret seg, uten at innsynsreglene har endret seg, kan tilsi at det nå er et behov for å innføre nye regler som gir økt åpenhet om aksjeeierforhold. Identiteten til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer har i utgangspunktet vært skjult for allmennheten siden praktiseringen av forvalterregistreringsordningen startet på 1980-tallet. Dette taler for at det bør skje en lovendring i tråd med samfunnsendringene. Norsk rett bygger på en lang tradisjon med offentlig innsyn i aksjeeierregisteret²³⁶ og åpenhet om reelle aksjeeieres identitet. For at denne tradisjonen skal kunne opprettholdes, kreves det større åpenhet om identiteten til utenlandske eiere av forvalterregistrerte aksjer enn det som er tilfellet i dag.

5.2.2 Hensynet til pressen og allmennheten

Åpenhet om eierforholdene i næringslivet kan anses å være en naturlig del av et demokratisk land som Norge.²³⁷ Åpenhet er et viktig redskap som kan brukes til å opprettholde en informert og konstruktiv samfunnsdebatt om makt- og eierforhold i det norske næringslivet.²³⁸ Pressen har en funksjon som en såkalt «*public watchdog*», ved å belyse og skape debatt om viktige temaer av samfunnsmessig betydning. For at den denne oppgaven skal kunne utføres på en tilstrekkelig måte, er journalister avhengige av at det er rikelig tilgang til informasjon om temaet som skal belyses. God tilgang til aksjeeierinformasjon er dermed helt avgjørende for at journalister som ønsker å sette søkelys på kapitalplasseringer, kan utføre arbeidet sitt ved å for eksempel undersøke dobbeltroller og inhabilitet.²³⁹ En sentral oppgave for pressen er

²³³ Verdipapirsentralen (u.å.).

²³⁴ NOU 2018: 5 s. 42.

²³⁵ l.c.

²³⁶ Ot.prp. nr. 11 (2006-2007) s. 26.

²³⁷ NOU: 2005: 13 s. 49.

²³⁸ l.c.

²³⁹ Norsk redaktørforening og Norsk Journalistlag (2020).

nettopp det å reise diskusjoner rundt forhold i næringslivet, til tross for at det i enkelte tilfeller kan være ubehagelig og uønsket av den eller de som rammes av medias søkelys.²⁴⁰

Dagens ordning med offentlig aksjeeierregister, innebærer at pressen og alle andre med interesse, forholdsvis raskt kan få tilgang til identiteten til norske aksjonærer. Som omtalt i punkt 5.2.1, har imidlertid omfanget av utenlandske eiere av forvalterregistrerte aksjer økt betraktelig de siste årene. Dette har medført at registerets verdi som pressens informasjonskilde har blitt betraktelig svekket. Dette taler for at pressen og allmennheten har et behov for større åpenhet om de hittil ukjente utenlandske eierne av forvalterregistrerte aksjer enn gjeldende rett medfører i dag.

Dersom det blir større åpenhet om identiteten til de utenlandske aksjeeierne, blir det lettere for pressen å utføre arbeidet sitt. Økt åpenhet vil med dette kunne bidra til at pressen i enda større grad får satt søkelys på maktstrukturer og maktforhold, som igjen kan være et positivt bidrag til kampen mot økonomisk kriminalitet, til å avdekke skjult eiermakt og til å fremme etisk forretningsvirksomhet. Den norske juristen og professoren Jan Fridthjof Bernt, uttalte i et intervju med NRK vedrørende skjult eierskap at «...*påvirkning fra næringslivet og disposisjoner fra dette blir stadig viktigere. Da er det grunnleggende viktig at politikerne og allmenheten vet hvem som trekker i trådene i selskapene.*»²⁴¹ Selv om uttalelsen ble gitt i 2015 er den like aktuell i dag, ettersom innsynsreglene har forblitt uendret.

Behovet for økt åpenhet kan illustreres med et eksempel. Dersom en innflytelsesrik utenlandsk politiker eller statsleder ved bruk av forvalter kjøper seg opp i et norsk allmennaksjeselskap, vil identiteten til vedkommende i utgangspunktet være skjult for allmennheten. Dette forutsetter at flaggegrensene ikke passerer. Hvis dette er et selskap den norske stat har store eierinteresser, kan allmenheten ha et behov og ønske om vite hvem denne eieren er. Allmenheten kan ha nytte av å vite hvem som kontrollerer store verdier i det norske samfunnet. Det er pressens oppgave å bringe slike forhold frem, slik at det kan bli underlagt diskusjon og samfunnsdebatt. Etter gjeldende rett er dette ikke mulig, fordi identiteten til den reelle eieren er skjult for allmennheten. For å kunne foreta slike avsløringer er pressen i dag avhengig av muntlige kilder.

En VG-artikkel²⁴² publisert i juni 2018 med overskrift «Barnevernsselskaper kontrolleres fra skatteparadiser», er et annet eksempel som kan belyse viktigheten av økt åpenhet. I artikkelen avsløres det at store deler av det private barnevernsmarkedet i Norge eies av utenlandske opp-

²⁴⁰ NOU 2005: 13 s. 48.

²⁴¹ Bernt (2015).

²⁴² VG (2018).

kjøps fond eller investeringselskap registrert i blant annet London og Sveits. Videre fremgår det at aksjonsgruppen «For Velferdsstaten» er vært kritisk til utenlandsk eierskap i barnevernet. Dette er blant annet på bakgrunn av at de som tar avgjørelsene i disse selskapene ifølge aksjonsgruppen kan synes å ha for fjern tilknytning til selskapene de eier, og som kan få konsekvenser for sårbare barn.²⁴³ Uavhengig av om aksjonsgruppen har rett i antagelsene sine eller ei, er det viktige at pressen får muligheten til å belyse slike forhold for å skape samfunnsdebatt, ettersom en avsløring av forholdene kan ha stor samfunnsmessig verdi. Økt åpenhet om de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer kan derfor være positivt.

Selv om hensynet til pressen og allmennhetens isolert kan sies å tale for økt åpenhet, kan det stilles spørsmål vedrørende hvilken interesse allmenheten egentlig har av å få større innsyn i eierforholdene til aksjonærer med svært små aksjeposter. Som drøftelsene viser knytter behovet om økt innsyn seg særlig til aksjeeiere med større aksjeposter og makt og innflytelse i selskapet. Dersom selskapene må skaffe opplysninger fra forvalter om identiteten til alle reelle eiere av forvalterregistrerte aksjeeiere, vil det kreve mye arbeid og ressurser fra selskapene som egentlig kunne blitt benyttet til å skaffe eierinformasjon om de større skjulte aksjonærene med innflytelse og makt i selskapet.

Som omtalt i punkt 1.5.3 er det etablert en tradisjon med å se hen til hvordan rettslige spørsmål er løst de andre nordiske landene. Svensk rett som omhandler avståmningsbolag²⁴⁴ (tilsvarende norske allmennaksjeselskap) er svært like de norske reglene med aksjeeierbok og verdipapirregister. I Sverige må alle aksjeselskaper (aktiebolag) føre en offentlig tilgjengelig aksjebok som blant annet inneholder aksjeeierens navn og antall aksjer vedkommende innehar.²⁴⁵ Dette gjelder både for selskaper som anvender manuelt aksjehåndteringssystem (kuponbilag)²⁴⁶ og selskaper med kontoførte aksjer (avståmningsbolag).²⁴⁷ Dersom aksjeboken føres av en verdipapirsentral, må fremstillingen også være tilgjengelig hos verdipapirsentralen.²⁴⁸ Euroclear Sweden, tidligere Värdepapperscentralen VPC AB, er Sveriges verdipapirsentral.²⁴⁹

²⁴³ VG (2018).

²⁴⁴ Aktiebolagslagen kap. 1 § 10 jf. § 2.

²⁴⁵ Aktiebolagslagen kap. 5 § 13 jf. § 11

²⁴⁶ Aktiebolagslagen kap. 5 § 10.

²⁴⁷ Aktiebolagslagen kap. 5 § 19 (1).

²⁴⁸ Aktiebolagslagen kap. 5 § 19 (1) jf. kontoföringslagen kap. 3 § 13.

²⁴⁹ Euroclear Sweden (u.å.).

I motsetning til aksjeboken, skal utskriften eller fremstillingen i verdipapirsentralen også inneholde navnet på de reelle eierne av forvalterregistrerte aksjer.²⁵⁰ Dette innebærer at i kontrast til reglene i allmennaksjeloven, gir den svenske *aktiebolagslagen (2005:551)* tilgang til informasjon om samtlige aksjeeiere, inkludert de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer.²⁵¹ Svenskene har imidlertid en begrensingsregel som innebærer at offentligheten ikke har krav på en utskrift eller fremstilling som omfatter aksjeeiere som eier 500 aksjer eller færre i et avstämningsslag,²⁵² med unntak av aksjeeiere som er i besittelse av samtlige aksjer.²⁵³ Begrensingsregelen gjelder også innsyn i eierforholdene til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer.²⁵⁴ Begrunnelsen for dette er nettopp «...att varken samhället eller allmänheten har något berättigat intresse av att känna till namnet på de personer som har små aktieposter och saknar möjlighet att påverka bolagets förvaltning.»²⁵⁵ Dette forutsetter imidlertid at unntaksbestemmelsen som fratrar forvalterens opplysningsplikt dersom det «...finns särskilda...» ikke er benyttet.²⁵⁶ Det fremgår av forarbeidene at en slik særskilt grunn kan være dersom det hindrer et samarbeid med en utenlandsk verdipapirsentral.²⁵⁷

Ettersom begrunnelsen bak begrensingsregelen også synes å samsvare med innsynsbehovet i norsk rett, kan det være en hensiktsmessig løsning at lovgiver tar inspirasjon fra svenske rett og benytter en begrensingsregel ved en innføring av regler for økt åpenhet om eierforholdene. Dette vil også være ressurs sparende for selskapene, og i tillegg kunne redusere mulige problemstillinger tilknyttet retten til privatliv²⁵⁸ i relasjon til mindre aksjonærer og småsparende, som kan oppstå ved en eventuell offentliggjøring av eierinformasjon på selskapenes nettsider.

5.2.3 Hensynet til kapitalmarkedet og aksjonærer

Hensynet til kapitalmarkedet og aksjonærene må også tas i betraktning når behovet for økt åpenhet skal drøftes. I forarbeidene uttales det at åpenhet har en særlig stor betydning i et aksjemarked som det norske, «...som er preget av relativt få likvide aksjer, få aktører og en forholdsvist stor økonomi.»²⁵⁹ Velfungerende verdipapirmarkeder er en viktig bidragsyter for å

²⁵⁰ Kontoföringslagen kap. 3 § 13 (1) jf. kap 3 § 12 (1).

²⁵¹ Kontoföringslagen kap. 3 § 13 (1) jf. kap 3 § 12 (1) og aktiebolagslagen kap 5 § 13.

²⁵² Aktiebolagslag kap. 5 § 19 (3).

²⁵³ l.c.

²⁵⁴ Kontoföringslagen kap. 3 § 13 (1) jf. kap 3 § 12 (1).

²⁵⁵ Prop. 2004/05:85 s. 284.

²⁵⁶ Kontoföringslagen kap. 3 § 12 (4).

²⁵⁷ Prop 1997/98:160 s. 171.

²⁵⁸ Grunnloven § 102

²⁵⁹ NOU 2005: 13 s. 47.

sikre næringslivet tilgang til kapital og bidrar til økt verdiskapning.²⁶⁰ Den samfunnsmessige nytten av verdipapirmarkedene forutsetter at personer og foretak faktisk deltar i verdipapirmarkedet. Deltagelse forutsetter at markedsaktørene har tillit til at plasseringer og transaksjoner vil bli utført etter hensikten, ved at ingen beriker seg på andres bekostning som følge av for eksempel innsideinformasjon eller andre former for privilegerte posisjoner.²⁶¹

I det nye høringsnotatet²⁶² påpeker departementet at økt åpenhet om aksjeeierinformasjon potensielt vil kunne styrke offentlighetens tillit til det norske markedet i noen grad, og viser til at spesielt enkelte institusjonelle investorer ønsker eller har krav om å plassere investeringer i markeder med høy grad av tillit og transparens.²⁶³ Økt åpenhet vil dermed kunne bidra til å øke tilliten til det norske markedet, og fremme norske selskapers attraktivitet hos utenlandske investorer.²⁶⁴ Dersom antagelsene stemmer, kan det tilsi at økt åpenhet vil ha en positiv virkning på det norske kapitalmarkedet.

Selv om flaggingsreglene sikrer at verdipapirmarkedet og aksjonærene uansett får informasjon om identiteten til samtlige reelle aksjeeiere ved erverv og avhendelse av strategisk viktige aksjeposter, vil større åpenhet uansett føre til at tilgangen til eierinformasjon vil øke betraktelig. Større åpenhet vil kunne påvirke både små og store investorers mulighet til å foreta bedre gjennomtenkte investeringsbeslutninger, ettersom beslutningsgrunnlaget blir styrket. I forbindelse med økt åpenhets betydning for investorers investeringsgrunnlag, kan det også være av relevans at investorers fokus på miljø og bærekraft har økt betraktelig. Dette kan henge sammen med endringer i samfunnet. Ifølge Peter Behncke, leder for DNBs investeringsbank, har det oppstått en såkalt «grønn bølge» i finansmarkedet de siste årene. Dette underbygger han med å blant annet vise til at en aksjeindeks bestående av nordiske selskaper med virksomheter innen fornybar energi, resirkulering og grønn teknologi har steget over 250 prosent siden 2017.²⁶⁵ Investeringsdirektøren i Skagenfondene bekrefter det samme, og viser til en sterk vekst i etterspørselen etter aksjer i selskaper som forbindes med fornybar virksomhet, såkalte «grønne aksjer.»²⁶⁶

Det kan ikke utelukkes at det økte miljøfokus har medført et enda større behov for økt åpenhet enn tidligere. Grunnen til dette er at det for noen investorer vil være betydningsfullt å ha

²⁶⁰ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a) s. 23.

²⁶¹ Myklebust (2011) s. 45.

²⁶² Nærings- og fiskeridepartementet (2019a)

²⁶³ *ibid.* s. 88.

²⁶⁴ *l.c.*

²⁶⁵ Nilsen (2020).

²⁶⁶ Solgård (2020).

muligheten til å undersøke at de reelle aksjeeierne i et selskap det skal investeres i, deler de samme verdiene i forhold til for eksempel miljø og bærekraft som seg selv. I denne sammenhengen vil det videre kunne være viktig å ha muligheten til vise hvilket etiske standpunkt man har, ved at det investeres i selskaper som eies og styres av andre investorer som man kan identifisere seg med. Dette forutsetter større åpenhet enn det som følger av gjeldende rett.

Til tross for den positive effekten økt åpenhet kan tilføre kapitalmarkedet, foreligger det imidlertid også en mulighet for at økt åpenhet vil ha en negativ virkning på markedet i et utvidet perspektiv. Som departementet påpeker i høringsnotatet²⁶⁷ foretrekker internasjonale investorer ofte forutsigbarhet og et harmonisert regelverk, også på tvers av nasjonal lovgivning.²⁶⁸ Dersom det innføres norske regler om økt åpenhet som vesentlig avviker fra andre lands lovgivning kan det ha en negativ virkning.²⁶⁹ Som både NHO og Finanstilsynet påpeker i høringsssvarene til høringsnotatets lovendringsforslag, kan en innføring av særnorske regler om åpenhet som går lenger enn direktivforpliktelsene i endringsdirektivet, i seg selv gjøre det mindre attraktivt å investere i Norge for utenlandske investorer som benytter forvalter.²⁷⁰ En naturlig konsekvens av dette er at innføring av regler som gir større åpenhet, kan føre til at det tilføres mindre utenlandsk kapital til norsk næringsliv.

Den omtalte negative virkningen kan imidlertid reduseres ved å innføre regler som er mindre særnorske. Et alternativ kan også her være å ta inspirasjon fra svensk rett. Som nevnt i punkt 5.2.2 gir den svenske lovgivningen offentlig tilgang til informasjon om samtlige aksjeeiere, inkludert de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer, med unntak av aksjeeiere som eier 500 aksjer eller færre i et avstemningsbolag. I svensk rett er det derfor større åpenhet om reelle aksjeeiere av forvalterregistrerte aksjer enn det følger av norsk rett. Dette viser at det er mulig å innføre norske regler som medfører økt åpenhet uten at det er trenger å fremstå som en særnorsk ordning.

Som påpekt i punkt 5.2.2 vil bruk av en begrensingsregel også kunne være ressurs- og kostnadsbesparende. Grunnen til dette er at selve identifiseringsprosessen av reelle eierne av forvalterregistrerte vil kunne medføre økte kostnader for selskapet og forvalterne, avhengig av hvem som i sisteinstans blir ansvarlig for å betale for identifiseringskostnadene. Økte administrative kostnader for forvaltere i tilknytning til identifikasjon av aksjeeiere, antas imidlertid ofte å ende hos eieren av de forvalterregistrerte aksjene gjennom gebyrer.²⁷¹ Dersom kostna-

²⁶⁷ Nærings- og fiskeridepartementet (2019a)

²⁶⁸ *ibid.* s. 25.

²⁶⁹ *l.c.*

²⁷⁰ NHO (2020) punkt 2.2 og Finanstilsynet (2020a) s. 2.

²⁷¹ Nærings og fiskeridepartementet (2019a) s. 24 og 25.

dene er betydelige kan det imidlertid medføre lavere samlet avkastning for aksjeeierne og påvirke utenlandske investorers investeringsvilje i norske selskaper.²⁷² Kostnadene vil imidlertid kunne variere avhengig av hvor ofte selskapene forpliktet til å innhente og offentliggjøre eierinformasjonen. Det vil også være av stor betydning for kostnadsspørsmålet å vite hvor mange aksjeeiere som holdes gjennom forvalter. Hvor store kostnader det dreier seg om og den faktiske virkningen kostnadene vil ha for de påvirkede aktørene, er imidlertid umulig å fastslå. Bruk av begrensingsregler vil uansett begrense disse kostnadene, ved at selskapet slipper å innhente informasjon fra forvaltere om reelle aksjeeiere uten stor innflytelse i selskapet.

5.2.4 Oslo Børs' forhold til åpenhet

I diskusjonen om hvorvidt det bør innføres regler som medfører økt åpenhet om eierforhold, er det også nødvendig å ta i betraktning hvordan markedsopinionen i forholder seg til åpenhet. I Norge er Oslo Børs er den sentrale markedsplasse for notering og omsetning av finansielle instrumenter i det norske markedet.²⁷³

Gjennom «IR-anbefalingen» søker Oslo Børs å bidra til høy kvalitet på informasjonen fra børsnoterte selskaper. I anbefalingen stadfestes det at «*relevant, samlet og oppdatert informasjon skaper interesse og tillit...og er en forutsetning for likviditet.*»²⁷⁴ Anbefalingen er utarbeidet av Oslo Børs i samarbeid med Norsk Investor Relations Forening og gjelder for selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Den oppdateres jevnlig for å sikre at den samsvarer med den beste praksisen på markedet.²⁷⁵ Det følger av anbefalingen at selskapene bør utarbeide en oversikt som oppdateres løpende eller månedlig «*...over de 20 største eierne, som også gir informasjon om hvilke som er registrert på forvalterkonto...*»²⁷⁶ Videre følger det av anbefalingen at «*...med utgangspunkt i hvor stor andel av aksjene som er registrert på forvalterkonto, anbefaler vi at selskapet vurderer om det er hensiktsmessig å publisere en reell eieroversikt basert på de 20 største eierne jevnlig og minst en gang i året.*»²⁷⁷

Som navnet tilsier er «IR-anbefalingen» imidlertid kun anbefalinger, og det får ingen rettslige konsekvenser for selskapene som ikke ønsker å overholde dem. Det sentrale poenget er uansett at Oslo Børs fremstår som positive til økt åpenhet om eierforhold, ettersom Børsen på eget initiativ anbefaler selskaper om å være åpne om de største eierne i selskapene, inkludert

²⁷² Nærings og fiskeridepartementet (2019a) s. 25.

²⁷³ Oslo Børs (u.å.).

²⁷⁴ Oslo Børs IR-anbefalingen (2019) s. 3.

²⁷⁵ I.c.

²⁷⁶ ibid. s. 8

²⁷⁷ Oslo Børs IR-anbefalingen (2019) s. 9.

de reelle eierne av forvalterregistrerte aksjer. Økt transparens om eierforhold synes å bli ansett som noe positivt markedet ønsker å tilstrebe.

Samtlige av de største norske børsnoterte allmennaksjeselskapene som DNB, Equinor, Hydro, Orkla, Telenor og YARA har valgt å følge retningslinjene. Selskapene publiserer jevnlig en oversikt over de 20 største reelle aksjeeierne på selskapets nettside, inkludert de reelle eierne av forvalterregistrerte aksjer.²⁷⁸ Dette viser at de store norske allmennaksjeselskapene ser viktigheten av å ha åpenhet om aksjeeierinformasjon. Flere andre selskaper har imidlertid valgt å ikke følge retningslinjene, og dette tyder på at det ikke er nok å bare ha retningslinjer, og at det bør innføres en lovendring for økt åpenhet.

6 Oppsummering og konklusjon

Avhandlingens problemstilling er om det bør være økt åpenhet om aksjeeierinformasjon i norske allmennaksjeselskaper, inkludert de reelle eierforholdene til forvalterregistrerte aksjer. I avhandlingen har jeg derfor sett på utformingen av dagens regler om åpenhet og identifikasjon av reelle aksjeeiere, og fastlagt rekkevidden av rettsreglene. Jeg har videre vurdert hvilke føringer EU-relevante rettsakter pålegger utformingen av det norske regelverket av betydning for åpenhet og identifisering av reelle aksjeeiere. Tilslutt har jeg vurdert hvorvidt det foreligger rettspolitiske grunner som tilsier å endre på det rettslige landskapet vi har i dag.

Den deskriptive analysen av gjeldende rett i kapittel 2 og 3, viser at Norge allerede har regler som medfører forholdsvis stor åpenhet om aksjeeieres reelle identitet. Hovedgrunnen til dette er at aksjeeierregisteret er offentlig tilgjengelig, og alle som ønsker innsyn har rett til å kreve det. Enten ved henvendelse til selskapet eller ved en direkte henvendelse til Verdipapirsentralen. Det problematiske knytter seg imidlertid til de utenlandske eierne av forvalterregistrerte aksjer, ettersom identiteten til disse aksjeeierne ikke fremkommer direkte av aksjeeierregisteret. Etter gjeldende rett har kun offentlige myndigheter og selskapet rett til innsyn i de reelle eierforholdene tilknyttet disse aksjene. Pressen, kapitalmarkedet, aksjonærer og allmennheten generelt har derimot ingen rettslig adgang til å få innsyn i identiteten til de utenlandske aksjeeierne, med unntak av den begrensede eierinformasjonen som blir offentliggjort i tilknytning til flaggeplikten. På grunn av en stadig økende andel av skjulte utenlandske aksjeeiere med forvalterregistrerte aksjer på Oslo Børs, kan dette fremstå det som et «hull» i den ellers forholdsvis store åpenheten som synes å foreligge om reelle aksjeeieres identitet i norsk rett. Kjernen i besvarelsen av problemstillingen, knytter seg derfor til hvorvidt det også bør være allmenn tilgang til informasjon om reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer.

²⁷⁸ DNB (2019), Equinor (2020), Hydro (2020), Orkla (2019), Telenor (2020) og Yara (2020).

De rettspolitiske drøftelsene i kapittel 5, viser at det eksisterer et allment behov og ønske om innføring av regler som medfører større åpenhet enn det som følger av norsk rett allerede. Dette behovet knytter seg i stor grad til at samfunnet har endret seg, og det kan fremstå som at det i dag foreligger et synlig politisk ønske om en lovendring. Ønsket om større åpenhet har økt i tråd med en stadig voksende andel skjulte utenlandske eiere på Oslo Børs, mens innsynsreglene har forblitt uendret. Isolert sett taler både hensynet til pressen, kapitalmarkedet og allmennheten generelt for at det bør være allmenn tilgang til informasjon også om de hittil skjulte aksjeeierne. Særlig hensynet til pressen og allmennheten viser at det er behov for økt åpenhet, ettersom dagens innsynsregler setter store begrensinger for muligheten den frie pressen har til å utføre arbeidet sitt i tilstrekkelig grad. Pressens oppgave med å problematisere sentrale maktforhold i næringslivet som kan være av stor samfunnsmessig interesse, er avhengig av at det blir allmenn tilgang til informasjon også om identiteten utenlandske eiere av forvalterregistrerte aksjer.

Det gjør seg imidlertid også gjeldene noen sentrale mothensyn. Det kan ha negativ virkning på det norske kapitalmarkedet, dersom Norge innfører regler om økt åpenhet som avviker fra andre lands rett. For selskapene vil det også kunne være kostbart og ressurskrevende å innhente informasjon om reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer. I tillegg vil det medføre et økt ansvar for styret, ettersom det vil være en naturlige oppgave for styret å skaffe eieropplysningene fra forvalterne. Flere av konsekvensene kan derimot avhjelpes i stor grad, avhengig av hvordan reglene som gir økt åpenhet blir utformet. Dette er i seg selv et komplisert og vanskelig spørsmål, men avhandlingen viser at det finnes potensielle løsninger.

Som drøftelsene i kapittel 5 viser, knytter de ulike aktørenes behov for økt åpenhet seg hovedsakelig til de større aksjeeierne som utøver makt og innflytelse i selskapene. En løsning kan derfor være å la seg inspirere av svensk rett. Dersom det bare gis allmenn tilgang til utskrift eller fremstilling av eierinformasjonen til reelle aksjeeierne av over 500 forvalterregistrerte aksjer eller mer, vil selskapene spare både tid og ressurser ved å slippe å innhente informasjon om aksjeeiere uten særlig betydning. Dette vil også kunne avhjelpe den mulige konsekvensen som kan oppstå i form av å miste utenlandske investorer, dersom Norge innfører særnorske regler.

Et annet alternativ kan være å pålegge selskapene en plikt til å offentliggjøre aksjeeierinformasjonen til de største aksjonærene på selskapets nettside, mens identiteten til de mindre aksjonærene kun blir tilgjengeliggjort ved en direkte henvendelse til selskapet på samme måte som dagens ordning med innsyn i eierforholdene til direkteregistrerte aksjer i aksjeeierregisteret. Dette alternativet vil også være kostnadsbesparende for selskapene, ettersom de da kan fokusere på innhenting av opplysninger fra forvaltere om de større aksjonærene med reell innflytelse i selskapene. Denne løsningen vil samtidig kunne avhjelpe noe av problematikken

som kan oppstå, dersom de mindre aksjonærenes eieropplysninger blir offentliggjort på selskapenes nettsider. Det kan tenkes at flere småsparere ville opplevd en slik offentliggjøring av privatinformasjon som et inngrep i retten til privatliv.²⁷⁹ Dersom informasjonen kun gjøres tilgjengelig ved en direkte henvendelse til selskapet om hver enkelt aksjonær, vil en offentliggjøring av informasjonen fremstå som et vesentlig mindre inngrep i privatlivet.

Som redegjørelsen i kapittel 4 viser, vil ingen av de nevnte alternativene være i strid med endringsdirektivet eller gjennomføringsforordningen. Det fremgår av endringsdirektivet at opplysninger om reelle aksjeeiere som selskapet har krav på, kan brukes til andre formål enn det som følger av direktivet. Et formål kan derfor være å gi allmennheten økt innsyn i eierforholdene til reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer. I lys av avhandlingens funn konkluderes det derfor med at det bør være økt åpenhet om aksjeeierinformasjon i norske allmennaksjeselskaper. Det kan videre være hensiktsmessig å lovfeste en offentlig adgang til informasjon om reelle eiere av forvalterregistrerte aksjer, men med begrensninger slik at konsekvensene av økt åpenhet kan reduseres i størst mulig grad. Selv om kompliserte forvalterkjeder og sekretessebestemmelser uavhengig av en lovendring vil kunne sette begrensninger for innsynsmulighetene i eierforholdene til de forvalterregistrerte aksjene, kan det uansett fremstå som hensiktsmessig å forsøke å tilstrebe det innsynet som det er mulig å oppnå. Det er allikevel umulig å fastslå hva som kommer til å skje videre i Norge, og om det eventuelt kommer en lovendring i tråd med departementets lovendringsforslag. Avhandlingens hensikt har vært å undersøke hvorvidt det i det hele tatt finnes rom for forandring av innsynsreglene i norsk rett, og svaret er bekreftende.

Avslutningsvis kan det nevnes at dersom man ønsker å innføre regler som gir full åpenhet også om de fysiske personene som i siste instans eier eller kontrollerer en juridisk person, kan dette tvilsomt oppnås uten radikale lovendringer og en endring av allmennaksjelovens regler er ikke riktig verktøy for å oppnå dette. Et mulig alternativ kan være at anvendelsesområdet til *lov om register over reelle rettighetshavere* også bør inkludere børsnoterte allmennaksjeselskaper. For at full åpenhet skal kunne oppnås, må en registrering av reelle rettighetshavere omfatte eiere av både direkteregistrerte aksjer og eiere av forvalterregistrerte aksjer. Å gjennomføre en slik ordning i praksis kan derimot fremstå som svært utfordrende, ettersom et selskap kan bestå av flere tusen aksjonærer som igjen kan eies av andre selskap, fond, truster, samvirkeforetak eller andre kompliserte selskapsstrukturer. Dette er uansett et spørsmål for en annen diskusjon.

²⁷⁹ Grunnloven § 102

Litteraturliste

Litteratur

- Aarbakke (2017) Aarbakke, Magnus, Aarbakke Asle og Gudmund Knudsen, *Lovkommentar: Aksjeloven og allmennaksjeloven*, Oslo: Universitetsforlaget, 2017.
- Andenæs (2016) Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, 3.utg., Oslo: M. H. Andenæs, 2016.
- Bergo (2014) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4.utg., Oslo: Cappelen Damm AS, 2014.
- Bernt (2015) Bernt, Jan Fridthjof. «-skjult eierskap et alvorlig samfunnsproblem.» 22.01.2015.https://www.nrk.no/norge/_skjult-eierskap-et-alvorlig-samfunnsproblem-1.12165604 hentet 27.04 2020.
- Bråthen (2014) Bråthen, Tore. «Kommentar til allmennaksjeloven.» i *Norsk lovkommentar, Gyldendal Rettsdata 2014* sitert 13.03.2020.
- Bråthen (2017) Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 5.utg., Oslo: Gyldendal/Focus Forlag, 2017.
- Degré (1999) Degré, Atle. «Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper.» *Tidsskrift for forretningsjus* 03/1999 (2016), s. 217-261. [sitert fra Idunn.no].
- DNB (2019) Den Norsk Bank ASA (DNB). «Major shareholders.» 31.12.2019. <https://www.ir.dnb.no/share/largest-shareholders> hentet 04.04.2020.
- Equinor (2020) Equinor ASA. «Our shareholders.» Mars 2020. <https://www.equinor.com/no/investors.html#our-shareholders> hentet 04.04.2020.
- FATF (2014) Financial Action Task Force. «*Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures, Norway Mutual Evaluation Report.*» 18.11.2014. <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/mer4/Mutual-Evaluation-Report-Norway-2014.pdf> hentet 28.02.2020.

- FATF (2019) The Financial Action Task Force. «*The FATF recommendations.*» Juni 2019
<http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF%20Recommendations%202012.pdf> hentet 25.03.2020.
- FATF (u.å.) The Financial Action Task Force. «Who we are.» u.å. <https://www.fatf-gafi.org/about/> hentet 25.03.2020.
- Finanstilsynet (2020b) Finanstilsynet. «*Oversikt over Finanstilsynets ilagte overtredelsesgebyrer for brudd på flaggeplikten i verdipapirhandelloven § 4-3.*» 07.02.2020
<https://www.finanstilsynet.no/globalassets/tilsyn/markedsatferd/oversikt-overtredelsesgebyrer-flaggeplikt-070220.pdf> hentet 18.02.2020.
- Finanstilsynet (u.å.) Finanstilsynet. «Om finanstilsynet.» u.å.
<https://www.finanstilsynet.no/om-finanstilsynet/> hentet 18.02.2020.
- Fitzgibbon (2019) Fitzgibbon, Will. «Panama Papers FAQ: All You Need To Know About The 2016 Investigation.» 21.08.2019
<https://www.icij.org/investigations/panama-papers/panama-papers-faq-all-you-need-to-know-about-the-2016-investigation/> hentet 06.03.2020.
- Granavolden (2019) Regjeringen. «Granavolden-Plattformen.» 17.01.2019
<https://www.regjeringen.no/contentassets/7b0b7f0fcf0f4d93bb6705838248749b/plattform.pdf> hentet 20.03.2020.
- Hydro (2020) Norsk Hydro ASA. «Annual report 2019.» s. 118. 31.12.2019
<https://www.hydro.com/globalassets/download-center/investor-downloads/ar19/annual-report-2019-web.pdf> hentet 04.04.2020.
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, 1.utg., Oslo: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke, 2011.
- Nilsen (2020) Nilsen, Asgeir Aga. «Grønne aksjer drar fra våpen, tobakk og alkohol på børs.» 17.02.2020 <https://e24.no/boers-og-finans/i/pLv12j/groenne-aksjer-drar-fra-vaapen-tobakk-og-alkohol-paa-boers> hentet 11.03.2020.
- Orkla (2019) Orkla ASA. «Orkla ASA Shareholder Analyses.» 31.12.2019
<https://corporate.prod.onewp.net/app/uploads/sites/3/2020/01/Orkla-shareholder-analysis-Top-20-shareholders-as-of-Q4-2019.pdf>

- hentet 04.04.2020.
- Oslo Børs (u.å.) Oslo Børs. «Om Oslo Børs.» u.å. <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers> hentet 21.02.2020.
- Oslo Børs' IR-anbefaling (2019) Oslo Børs. «Oslo Børs' IR-anbefaling.» 01.07.2019 <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Oslo-Boers-IR-anbefaling> hentet 21.02.2020.
- Regjeringen (2020) Regjeringen. «Gjennomføringsordningen til aksjonærrettighetsdirektivet.» 17.02.2020 <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2019/nov/gjennomforingsforordningen-til-aksjonarrettighetsdirektivet/id2680915/> hentet 04.04.2020.
- Rodhe (1971) Rodhe Knut «Harmonisering av aktiebolagsrätt inom EEC og Norden», *SvTJ* häfte nr. 1 (1971). S.609-626. [hentet fra <https://svjt.se/svjt/1971/609>]
- Sejersted (2011) Sejersted, Fredrik mfl. *EØS-rett*. 3.utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2011.
- Sevenius (2017) Sevenius, Robert og Torsten Örtengren, *Börsrätt*, 4.utg., Lund: Studentlitteratur AB, 2017.
- Skåre (1988) Skåre, Jan. «Det nordiske aksjelovsamarbeidet.» *Tidsskrift for Rettsvitenskap* 4/1988 (1988), s. 606-623. [sitert fra Idunn.no].
- Solgård (2020) Solgård, Jonas. «'Grønne' aksjer skyter til værs på børsen – men eksperter er skeptiske til prisingen: - det lukter intuitivt dyrt.» 20.02.2020 <https://www.dn.no/bors/alexandra-morris/tomra/nel/gronne-aksjer-skyter-til-vars-pa-borsen-men-eksperter-er-skeptiske-til-prisingen-det-lukter-intuitivt-dyrt/2-1-759752> hentet 11.03.2020.
- Stordrange (2019) Bang Stordrange, Caroline. *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar*, Oslo: Gyldendal, 2019.

- Tax Justice Network (2020) Tax Justice Network. «Financial Secrecy Index–2020 Results.» 18.02.2020 <https://fsi.taxjustice.net/en/introduction/fsi-results> hentet 20.03.2020.
- Tax Justice Network (u.å) Tax Justice Network. «Our goals and methods.» u.å. <https://www.taxjustice.net/about/who-we-are/goals/> hentet 20.03.2020.
- Tax Justice Network Norge (u.å.) Tax Justice Network Norge. «Hva gjør vi.» u.å. <https://taxjustice.no/hva-gj%C3%B8r-vi> hentet 03.03.2020.
- Tax Justice Network Norge (2020) Tax Justice Network Norge. «Financial Secrecy Index 2020: Norge best på åpenhet i Norden.» 18.02.2020 <https://taxjustice.no/artikkel/financial-secrecy-index-2020-norge-best-p%C3%A5-%C3%A5penhet-i-norden> hentet 03.03.2020.
- Telenor (2020) Telenor. «Major Shareholdings.» 31.03.2020 <https://www.telenor.com/investors/share-information/major-shareholdings/> hentet 04.04.2020.
- Verdipapirsentralen (u.å.) Verdipapirsentralen. «Eierfordeling i børsnoterte selskap.» u.å. <http://vpsinfo.manamind.com/sectorstats/stockListsInvestorLists.do?f=p&l=no> hentet 15.05.2020.
- VG (2018) VG. «Barnevernselskaper kontrolleres fra skatteparadiser.» 22.06.2018 <https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/224lr/barnevernselskaper-kontrolleres-fra-skatteparadiser> hentet 03.03.2020.
- VPS (u.å.) Verdipapirsentralen. «Om VPS.» u.å. <https://www.vps.no/pub/om-oss/om-vps/> hentet 12.02.20.
- Woxholth (2018) Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 6. utg., Oslo: Gyldendal Juridisk, 2018.
- YARA (2020) Yara. «Yara International ASA: Current Holders 3 March 2020.» 03.03.2020 <https://www.yara.com/siteassets/investors/030-share-price-information/060-shareholders/2020-03-03-yara-international-real-owners-march-2020.pdf> hentet 04.04.2020.

Norske rettskilder

Lover og forskrifter

- 1814 Kongeriket Norges Grunnlov 17. mai 1814 (Grunnloven).
- 1956 Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet med finansforetak mv. (finanstilsynsloven).
- 1976 Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper [opphevet].
- 1976 Forskrift 4. November 1976 nr. 1 om aksjebokens offentlighet i aksjeselskaper og kommandittaksjeselskaper (forskrift om aksjebokens offentlighet).
- 1985 Lov 14. juni 1985 nr. 70 om endringer i lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (Verdipapirsentralen). Delegering av myndighet. [endringslov ved opprettelsen av Verdipapirsentralen].
- 1992 Lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven).
- 1997 Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven).
- 1997 Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).
- 2002 Lov 5. juli 2002 nr. 64 registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) [opphevet].

- 2007 Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).
- 2007 Forskrift 12. juni 2007 nr. 1359 om innsendelse og offentliggjøring i forbindelse med flagge- og meldepliktig verdipapirhandel, samt delegering av myndighet til å unnta fra språkkrav etter verdipapirhandelloven (forskrift om innsendelse av flaggemeldinger mv).
- 2007 Lov 16. mars 2007 nr. 11 om endringer i finanslovgivningen mv. (forvalterregistrering av aksjer, obligasjoner med fortrinnsrett, mv.) [endringslov til finanslovgivningen].
- 2007 Forskrift av 29 juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).
- 2009 Lov 19. juni 2009 nr. 77 om endringer i aksjeloven og allmennaksjeloven mv. (gjennomføring av aksjonærrettighetsdirektivet i norsk rett mv.) [gjennomføringsloven til aksjonærrettighetsdirektivet].
- 2019 Lov 1. mars 2019 nr. 2 om register over reelle rettighetshavere [ikke i kraft].
- 2019 Lov 15. mars 2019 nr. 2 om verdipapirsentraler og verdipapiroppgjør mv. (verdipapirsentralloven).
- 2019 Lov 6. desember 2019 nr. 77 om endringer i aksjelovgivningen mv. (langsiktig eierskap i noterte selskaper mv.) (Overgangsregler til lov 2019:77, endr. i aksjelovgivningen mv).

Forarbeider

NUT 1984:1

Innstilling fra arbeidsgruppe nedsatt for å utrede de juridiske og tekniske sider ved etableringen av en verdipapirsentral i Norge.

NOU 2000: 10

Lov om registrering av finansielle instrumenter (Verdipapirregisterloven).

NOU 2005: 13

Om forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper.

NOU 2018: 5

Kapital i omstillingens tid Næringslivets tilgang til kapital.

Ot.prp. nr. 19 (1974-1975)

Om lov om aksjeselskaper.

Ot.prp. nr. 72 (1984-85)

Om endringer i aksjeloven.

Ot.prp. nr. 83 (1984–1985)

Om verdipapirsentral.

Ot.prp. nr. 84 (1984-1985)

Om endringer i aksjeloven mm (Verdipapirsentralen).

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997)

Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

Ot.prp. nr. 39 (2001-2002)

Om lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven).

Ot.prp. nr. 11 (2006-2007)

Om lov om endringer i finanslovgivningen mv. (forvalterregistrering av aksjer, obligasjoner med fortrinnsrett, mv).

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)

Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).

Prop. 109 L (2017-2018)	<i>Lov om register over reelle rettighetshavere.</i>
Prop. 135 L (2018-2019)	<i>Endringer i aksjelovgivningen mv. (langsig- tig eierskap i noterte selskaper mv.)</i>
Prop. 7 L (2018-2019)	<i>Lov om verdipapirsentraler og verdipapir- oppgjør mv. (verdipapirsentralloven).</i>

Høringsutkast og høringsuttalelser

Finanstilsynet (2020a)	Finanstilsynet. «Hørings svar fra Finanstilsynet.» 06.01.2020 https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-om-ny-lov-om-roystingsradgjevarar-og-endringer-i-aksjelovgivningen-mv/id2678178/?uid=a1c6504d-0617-423a-ac27-8ed68776a834 hentet 10.02.2020.
NHO (2020)	Næringslivets Hovedorganisasjon. "Hørings svar fra NHO." 06.01.2020 https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-om-ny-lov-om-roystingsradgjevarar-og-endringer-i-aksjelovgivningen-mv/id2678178/?uid=8ad91962-b2d1-4e94-9759-51355ab91703 hentet 10.02.2020.
Norsk redaktørforening og Norsk Journalistlag (2020)	Norsk redaktørforening og Norsk Journalistlag. «Felleshøring NR og NJ om forslag til endringer i aksjelovgivningen (forvalterkontor).» 06.01.2020 https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-om-ny-lov-om-roystingsradgjevarar-og-endringer-i-aksjelovgivningen-mv/id2678178/?uid=fce90354-0bfc-4940-8ece-eedad8152c1c hentet 10.02.2020.
Nærings- og fiskeridepartementet (2015)	Nærings- og Fiskeridepartementet. <i>Høringsnotat – Etablering av en løsning for å sikre økt åpenhet om registrerte aksjeeiere – Mulige alternative løsninger.</i> 16.12.2015 https://www.regjeringen.no/contentassets/f0ce97dacc224cbd8a05d7fe6513eb75/horingsnotat.pdf hentet 25.01.2020.

- Nærings- og fiskeri- departementet (2019a) Nærings- og Fiskeridepartementet. *Høringsnotat – Forslag til ny lov om røystingsrådgjevarar og endringer i aksjelovgivning mv. (SRD II, åpenhet og innflytelse)*. 18.11.2019
[\[https://www.regjeringen.no/contentassets/3e0f8a22009d48cc98e6b141a1878990/horingsnotat-.pdf\]](https://www.regjeringen.no/contentassets/3e0f8a22009d48cc98e6b141a1878990/horingsnotat-.pdf) hentet 25.01.2020.
- Nærings- og fiskeri- departementet (2019b) Nærings- og fiskeridepartementet. *Høringsbrev – Om ny lov om røystingsrådgjevarar og endringer i aksjelovgivning mv. (SRD II, åpenhet og innflytelse)*. 18.11.2019
<https://www.regjeringen.no/contentassets/3e0f8a22009d48cc98e6b141a1878990/horingsbrev.pdf> hentet 25.01.2020.
- Rettspraksis, forvaltningspraksis og vedtak
- Rt. 1991 s. 119.
- Rt. 1998 s. 106.
- Rt. 2009 s. 1032.
- Anmodning (2014) Stortinget. «Anmodningsvedtak nr. 496.» 16.06 2014
<https://www.stortinget.no/nn/Saker-og-publikasjoner/Vedtak/Vedtak/Sak/?p=59870> hentet 14.03.2020.
- Anmodning (2015) Stortinget. «Anmodningsvedtak nr. 602.» 05.06.2015
<https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2015-2016/inns-201516-246.pdf> hentet 14.03.2020.
- Anmodning (2019) Stortinget. «Anmodningsvedtak nr. 407.» 17.02.2019
<https://www.regjeringen.no/contentassets/e5dd6ac8406a463baa10de91603a5ba4/no/pdfs/stm201920200012000dddpdfs.pdf> hentet 14.03.2020.
- Finanstilsynet (2015) Finanstilsynet. «*Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4.*» 18.08.2015
<https://www.finanstilsynet.no/globalassets/regelverk/markedsatferd/lov-om-verdipapirhandel---enkelte-kommentarer-til-kapittel-3-og-4.pdf> hentet 18.02.2020.

Finanstilsynet (2017) Finanstilsynet. «Veiledning til søknad om tillatelse til å stå oppført som forvalter (nominee).» 18.03.2017
<https://www.finanstilsynet.no/konsesjon/forvaltningsselskap/tillatelse-til-a-sta-oppfort-som-forvalter-nominee/veiledning-til-soknad-om-tillatelse-til-a-sta-oppfort-som-forvalter-nominee/> hentet 18.02.2020.

Internasjonale rettskilder

Internasjonale konvensjoner, EU-direktiver og forordninger

EØS-avtalen Avtale om Det Europeiske økonomiske samarbeidsområde, 2. mai 1992.

Dir 68/151/EØF Første rådsdirektiv av 9. mars 1968 om samordning av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper som definert i traktatens artikkel 58 annet ledd for å verne selskapsdeltakeres og tredjemanns interesser, med det formål å gjøre garantiene likeverdige [Selskapsdirektiv nr. 1 (publisitetsdirektivet)].

Dir 82/891/EØF Sjette rådsdirektiv av 17. desember 1982 med hjemmel i traktatens artikkel 54 paragraf 3 bokstav g) om deling av åpne aksjeselskaper [Selskapsdirektiv nr. 6 (fisjonsdirektivet)].

Dir 89/666/EØF Ellevte rådsdirektiv av 21. desember 1989 om offentlighet angående filialer opprettet i en medlemsstat av visse former for selskaper som er underlagt en annen medlemsstats lovgivning. [Selskapsdirektiv nr. 11 (filialdirektivet)].

Dir 2004/109/EF Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om har-

monisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, og om endring av direktiv 2001/34/EF. [Transparensdirektivet].

Dir 2005/56/EF

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2005/56/EF av 26. Oktober 2005 om fusjoner over landegrensene av selskaper med begrenset ansvar. [Fusjonsdirektivet – 10. selskapsdirektiv]

Dir 2007/36/EF

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2007/36/EF av 11. juli 2007 om utøvelsen av visse rettigheter for aksjeeiere i børsnoterte selskaper. [Aksjonærrettighetsdirektivet (SRD I)].

Dir 2007/14/EF

Kommisjonsdirektiv 2007/14/EF av 8. mars 2007 om fastsettelse av nærmere regler for gjennomføringen av visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF om harmonisering av krav til åpenhet med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked [Kommisjonsdirektivet].

Dir 2009/101/EF

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2009/101/EF av 16. september 2009 om samordning av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper som definert i traktatens artikkel 48 annet ledd for å verne selskapsdeltakeres og tredjemanns interesser, med det formål å gjøre garantiene likeverdige (kodifisert utgave) [Publisitetsdirektivet – 1. selskapsdirektiv].

Dir 2011/35/EU

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2011/35/EU av 5. april 2011 om fusjon av

allmennaksjeselskaper (kodifisering) [Fusjonsdirektivet – 3. Selskapsdirektiv].

Dir 2012/30/EU

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2012/30/EU av 25. oktober 2012 om samordning av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper som definert i artikkel 54 annet ledd i traktaten om Den europeiske unions virkemåte for å verne selskapsdeltakeres og tredjemanns interesser når det gjelder stiftelsen av allmennaksjeselskaper og sikring og endring av deres kapital, med det formål å gjøre slike garantier likeverdige (omarbeiding).

Dir (EU) 2015/849

Europaparlaments- og rådsdirektiv (EU) 2015/849 av 20. mai 2015 om tiltak for å hindre at finanssystemet brukes til hvitvasking av penger eller finansiering av terrorisme, om endring av europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 648/2012 og om oppheving av europaparlaments- og rådsdirektiv 2005/60/EF og kommisjonsdirektiv 2006/70/EF [fjerde hvitvaskingsdirektiv].

Dir (EU) 2017/828

Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (Text with EEA relevance) [Endringsdirektivet (SRD II)].

Dir (EU) 2017/1132

Europaparlaments- og rådsdirektiv (EU) 2017/1132 av 14. juni 2017 om visse aspekter i selskapsretten (kodifisering).

For 909/2014

Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 909/2014 av 23. juli 2014 om forbedring av verdipapiroppgjør i Den europeiske union og

om verdipapirsentraler samt om endring av direktiv 98/26/EF og 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 236/2012 [Verdipapirsentralforordningen].

For 2017/590

Delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/590 av 28. juli 2016 om utfylling av europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 med hensyn til tekniske reguleringsstandarder for rapportering av transaksjoner til vedkommende myndigheter.

For 2018/1212

Commission Implementing Regulation (EU) 2018/1212 of 3 September 2018 laying down minimum requirements implementing the provisions of Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council as regards shareholder identification, the transmission of information and the facilitation of the exercise of shareholders rights (Text with EEA relevance.) [Gjennomføringsforordningen].

Utenlandske (nasjonale) rettskilder

Lover og forarbeider

Kontoföringslagen

Lag (1998:1479) om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument. (Kontoföringslagen) [Sverige].

Aktiebolagslagen

Aktiebolagslagen (2005:551) [Sverige].

Prop. 1997/98:160

Kontoföring av finansiella instrument och kostnadsinformation till fondandelsägare.

Prop. 2004/05:85

Ny aktiebolagslag.