

Skjult eierskap på Oslo Børs - En analyse av omfanget av anonyme investorer

av Martin Garsjø og Per Henrik Seglem, MSc in Business and Economics at NHH 2016

I de senere år har det blitt økt fokus på skjult eierskap og konsekvenser av hemmelighold. For å takle problemet har internasjonale organisasjoner lansert tiltak som skal fremme åpenhet og informasjonsutveksling mellom land. Panama Papers-avsløringen våren 2016 var likevel en påminnelse på hvor stort omfanget av skjult eierskap er. Vi har gjort rede for potensialet for skjult eierskap på Oslo Børs. Vår analyse viser at 25,2 prosent av markedsverdien på Oslo Børs er forvalterregistrerte aksjer, noe som tilsvarer verdier for 488 milliarder norske kroner. Dette er en investeringsmetode som Økokrim trekker frem i sin trusselvurdering for 2015-2016 som problematisk. Videre viser vår analyse at verdier for ytterligere 21,5 milliarder norske kroner er registrert med eiere i land som kan ansees som skatteparadis.

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

Analysen av bruken av forvalterkonti baseres på hovedlisten på Oslo Børs, totalt 181 selskap. En fjerdedel av markedsverdien eies gjennom forvaltere. Andelen forvalterkonti er større for utenlandskregistrerte selskaper enn for norske ASA. Bruken viser seg likevel å være selskapsspesifikk, og 43 av 181 selskaper har en andel forvalterregistrerte aksjer på over 30 prosent. Store selskap er i større grad eksponert for forvalterkonti enn mindre selskap. I tillegg finnes det mer informasjon om de største forvalterregistrerte aksjonærene i mindre selskap da de oftere passerer flaggegrensene enn aksjonærer i større selskap. Dette trekker i retning av at skjult eierskap er et større problem i store selskap.

Analysen av hvilke land utenlandske eiere i aksjonærregisteret kommer fra tar utgangspunkt i norske ASA på Oslo Børs. Det er 119 selskaper. Vi bruker Tax Justice Networks *Financial Secrecy Index* som et mål på sekretesse (hemmelighold) i landene. Vi finner at den utenlandsk kapitalen i gjennomsnitt har en høyere grad av hemmelighold enn den norske norsk kapitalen. Vektet etter markedsverdi er sekretessscoren på utenlandsk kapital 50,2 mot Norges 38,5

(score 100 tilsvarer full sekretesse). Det medfører at den utenlandske kapital kan ha en negativ påvirkning på transparensen i eierstrukturen. De landene som står bak de største investeringene i norske børsnoterte ASA er USA, Storbritannia, Luxembourg og Belgia. Akkumulert står disse fire landene for 79 prosent av utenlandske investeringer og omtrent 28 prosent av den totale markedsverdien i disse selskapene. USA og Luxembourg har en sekretessscore på henholdsvis 60 og 55,1.

Vår analyse viser at omtrent 21,5 milliarder norske kroner er registrert med eiere i land som kan ansees som skatteparadiser, deriblant Sveits. Til sammenligning har land i denne kategorien en sekretessscore på 61 og oppover, flere av dem med en score over 70. Ettersom datagrunnlaget er informasjon registrert i første ledd i aksjonærregisteret er det grunn til å tro at kapitalen med opphav fra slike land i realiteten er mye større.

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