

Aksjeklasser. Begrensninger i bruken i norsk og europeisk regelverk



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 568
Leveringsfrist: 25.11.2011

Til sammen 17 398 ord

22.11.2011

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Forskningsspørsmålet	1
1.2	Definisjon av aksjeklasser	2
1.3	Den videre fremstilling	3
1.4	Rettskilder og metode	3
1.4.1	Lovtekst	4
1.4.2	Forarbeider	4
1.4.3	Rettspraksis	4
1.4.4	Juridisk litteratur	5
1.4.5	Europeiske rettskilder	5
1.5	Den historiske bakgrunnen til aksjeklasser i Norge	5
<u>2</u>	<u>INNLEDENDE OM AKSJESELSKAPER</u>	<u>7</u>
2.1	Aksjeselskapet	7
2.2	Aksjonærdemokrati	8
2.3	Aksjemarkedet	9
<u>3</u>	<u>AKSJEKLASSER I NORSK RETT</u>	<u>10</u>
3.1	Hensynene bak bruken av aksjeklasser	10
3.1.1	Grensen mellom aksjeklasser og aksjonæravtaler	10
3.1.2	Grensen mellom aksjonærrettigheter knyttet til person og rettigheter knyttet til andel	12
3.2	Lovreguleringen	12
3.3	Etablering av aksjeklasser og flertallskrav i generalforsamlingen	13
3.3.1	Flertallskrav hvor ulikheten mellom aksjene fastsettes i tegningsgrunnlaget	14
3.3.2	Etterfølgende beslutning om opprettelse av aksjeklasser	14

3.3.3	Flertallskrav ved vedtak som innebærer at rettsforholdet mellom tidligere etablerte aksjeklasser endres	15
3.3.4	Innføring av en ny aksjeklasse som tegningsvilkår	16
3.3.5	Registrering av aksjeklasser i aksjeeierboken	17
4	<u>BEGRENSNINGER I ADGANGEN TIL Å OPPRETTE AKSJEKLASSER I NORSK RETT</u>	17
4.1	Ufravikelige bestemmelser i lovverket	17
4.1.1	Individualrettigheter	18
4.1.2	Mindretallsrettigheter	20
4.1.3	Beslutninger som krever tilslutning av en viss andel av aksjekapitalen	20
4.1.4	Andre bestemmelser i loven som ikke kan fravikes i vedtektene	21
4.1.5	Uthuling av likhetsgrunnsetningen	23
4.1.6	Forbudet mot myndighetsmisbruk i generalforsamlingen	23
4.1.7	Særskilt statlig godkjenning av vedtekter i finansforetak	24
4.2	Begrensninger i henhold til EU-rett	25
4.3	Avtalerettslige begrensninger	26
4.4	Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse	27
5	<u>DE VANLIGSTE RETTIGHETER OG BEGRENSNINGER KNYTTET TIL AKSJEKLASSER I NORSKE SELSKAPER</u>	29
5.1	Stemmerett	29
5.2	Utbytte	31
5.3	Omsettelighet	32
5.4	Forkjøpsrett	34
5.5	Fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse	35
5.6	Rett til valg av styre	35
6	<u>UTBREDELSEN AV BRUK AV AKSJEKLASSER I NORSKE SELSKAPER</u>	37

6.1	Generelt om utbredelsen av bruken i Norge	37
6.2	Konsekvensene (prisforskjeller)	39
6.2.1	Prisforskjeller mellom aksjeklasser ved tvangsinnløsning	39
6.2.2	Prisforskjeller mellom aksjeklasser i realiteten	41
6.2.3	Forskjell i verdsettelsen av selskaper som benytter seg av aksjeklasser	43
6.3	Særskilte selskapstyper med utstrakt bruk av aksjeklasser	45
6.3.1	Familieselskaper	45
6.3.2	Kraftselskaper	47
6.3.3	Private equity	47
7	<u>AKSJEKLASSER I EUROPEISK RETT</u>	49
7.1	Generelt om bruken av aksjeklasser i EU	49
7.2	Lovreguleringen innen EU	50
7.2.1	The Takeover Directive	50
7.2.2	Inkorporeringen av direktivet i Norge	51
7.3	Kort om Golden Shares	52
7.4	Kort om Europeiske Selskaper	54
7.4.1	Societas Europaea (SE)	54
7.4.2	Societas Privata Europaea (SPE)	55
7.5	Selskapsrett i EU sammenliknet med norsk selskapsrett	56
7.6	Mot en samlet europeisk selskapsrett?	57
8	<u>AVSLUTTENDE KOMMENTARER</u>	57
9	<u>KILDER</u>	60
9.1	Lover, forskrifter og internasjonale rettskilder	60
9.1.1	Lover	60
9.1.2	Forskrifter	61
9.1.3	Europeiske rettskilder	61
9.2	Forarbeider	61

9.3	Domsregister	63
9.3.1	Norske dommer	63
9.3.2	EU-dommer	63
9.4	Litteraturliste	63
9.4.1	Bøker	63
9.4.2	Artikler	65
9.5	Personlig meddelelse	68

1 Innledning

1.1 Forskningsspørsmålet

Oppgavens tema er aksjeklasser i norsk rett og lovreguleringen av dette. Oppgaven vil analysere reguleringen av aksjeklasser i EU og konsekvensene for norsk selskapsrett.

Aksjeklasser er kjent både i norske og utenlandske selskaper, og er ofte et alternativ til aksjonæravtaler. Aksjeklasser vil typisk være et brudd med likhetsprinsippet¹ som gjelder innen selskapsretten og er således et interessant tema både teoretisk og praktisk.

Den nærmere problemstilling for oppgaven vil være hvilke begrensninger som gjelder for aksjeselskapers bruk av aksjeklasser i norsk rett, bakgrunnen for disse begrensningene og konsekvensene av dem. I tillegg vil oppgaven inneholde en kvantitativ undersøkelse av hvilke selskaper i Norge som benytter seg av aksjeklasser, en nærmere utredning om hvilke rettigheter og plikter som reguleres ved bruk av aksjeklasser, og hva slags aksjeselskaper som benytter seg av denne muligheten. I dagens Norge er det typisk selskaper som ikke er børsnoterte som benytter seg av aksjeklasser. Innen familieselskaper og rederier har aksjeklasser tradisjonelt vært hyppig benyttet. I dag har også den økende investeringen i såkalt private equity medført en oppsving i bruken av aksjeklasser. Det vil bli nærmere redegjort for dette i kapittel seks. Hensynene bak bruken av aksjeklasser vil være mange, deriblant et ønske om kontroll eller fortrinnsrett til utbytte. Motstandere av aksjeklasser vil fremheve at hensynene til optimal ytelse i selskapet og økonomisk utbytte vil tale mot bruk av aksjeklasser.²

Oppgavens forskningsspørsmål er om norsk selskapslovgivning setter for vide eller for snevre grenser for bruken av aksjeklasser. Den kvantitative undersøkelsen vil benyttes for å belyse forskningsspørsmålet. Problemstillingen i oppgaven dreier seg altså om

¹ Aksjeloven (asl.) § 4-1 og Allmennaksjeloven (asal.) § 4-1

² For nærmere om dette, se punkt 3.1

bruken av aksjeklasser, som typisk vil omfatte forskjellige rettigheter eller plikter knyttet til en andel i et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Oppgaven vil ikke omfatte vedtektsfestede rettigheter og plikter som knytter seg til aksjonærens egenskaper³ som sådan. Hovedsakelig vil reglene for bruken av aksjeklasser i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper være sammenfallende. Terminologien i fremstillingen vil således være ”aksjeselskaper” uavhengig av om det dreier seg om aksjeselskaper eller allmennaksjeselskaper. Dersom det skulle være motstridende regler eller praksis mellom de to selskapsformene, vil dette bli særskilt bemerket på det aktuelle området i fremstillingen.

Hovedfokuset i oppgaven vil ligge på norsk rett, men det kan ikke gjøres uten å ta i betraktning EU-rettslige kilder. Gjennom vedtakelsen av EØS-avtalen⁴ fikk alle EUs selskapsrettslige rettsakter virkning i norsk rett.⁵ I tillegg vil diskrimineringsforbudet i EØS-avtalen artikkel 4 og reglene om de fire friheter ha innvirkning på selskapsretten i Norge. Temaet i oppgaven vil således være fellesskapsretten, og ikke inneholde en gjennomgang av forskjellige europeiske staters lovverk på området.

Oppgaven vil også omfatte en gjennomgang av de vanligste rettighetene og pliktene som er knyttet til forskjellige aksjeklasser, men ikke uttømmende om alle muligheter da dette vil være for omfattende, i tillegg til å være overflødig for å skape den nødvendige oversikten og forståelsen. Skattemessige hensyn vil ikke drøftes i oppgaven. Oppgaven vil heller ikke gå inn på eventuelle virkninger ved at generalforsamlingen i et selskap har begått formelle eller materielle feil ved opprettelsen av forskjellige aksjeklasser.

1.2 Definisjon av aksjeklasser

I henhold til aksjeloven og allmennaksjeloven § 4-1 første ledd annet punktum kan det i vedtektene bestemmes at det er skal være ”aksjer av ulike slag (flere aksjeklasser)”. Aksjene må i henhold til Andenæs fortsatt være like store.⁶ Ulikhetene kan være av flere ulike typer, og de forskjellige aksjeklassene kan betegnes ved ulike navn. I henhold til asl./asal. § 4-1 første ledd tredje punktum skal vedtektene angi hva ulikheten

³ Asl./asal. § 4-18

⁴ EØS-loven fra 1992

⁵ EØS-rett (2011) Side 98-99

⁶ Andenæs (2006) Side 134

mellom aksjeklassene dreier seg om, og aksjenes samlede pålydende innen hver klasse. Et forsøk på en enkel definisjon vil således være at dersom et selskap har vedtekter med bestemmelser om at aksjer skal gi ulike rettigheter, vil selskapet ha flere aksjeklasser. Dette er også i tråd med forståelsen til Aarbakke med flere.⁷

1.3 Den videre fremstilling

Fremstillingen er delt opp i syv hovedkapitler. Fremstillingen vil videre i kapittel 1 definere relevante rettskilder og metode for oppgaven, i tillegg til en kort presentasjon av aksjeklassenes historiske bakgrunn i Norge. Deretter vil kapittel 2 inneholde en generell innledning om aksjeselskaper i Norge.

Kapittel 3 og 4 er de mest omfattende kapitlene og omhandler reglene for bruk av aksjeklasser, hensynene bak bruken og begrensningene av aksjeklasser i norsk rett. Kapittel 5 og 6 tar for seg de vanligste rettigheter og plikter tilknyttet aksjeklasser og utbredelsen av dette i norske selskaper. I kapittel 7 gis det en fremstilling av bruken av aksjeklasser innen EU, og kort om regelverket på dette området. I kapittel 8 vil det bli gitt noen avsluttende kommentarer.

1.4 Rettskilder og metode

I oppgaven vil det bli benyttet alminnelig juridisk metode som er basert på Eckhoffs rettskildelære,⁸ men denne må suppleres med det faktum at innen selskapsretten har lovgiver ofte ligget på etterskudd, og benyttet kontraktspraksis og vedtektspraksis aktivt i utformingen av rettsreglene.⁹ Det vil således være naturlig å anta at denne praksis vil ha en viss verdi i tolkingen av de selskapsrettslige regler. Det er skrevet lite om aksjeklasser i litteraturen, men i den grad det finnes relevant litteratur vil dette bli benyttet. Oppgaven vil være en norsk rettsdogmatisk undersøkelse som vil benytte seg av europeiske rettskilder der dette er naturlig som følge av den rettsutviklingen som har funnet sted, da hovedsakelig på bakgrunn av EØS-avtalen.¹⁰

⁷ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 223

⁸ Eckhoff (2001)

⁹ Andenæs (2007) Side 16

¹⁰ EØS-loven

1.4.1 Lovtekst

De viktigste lovene som regulerer aksjeselskaper i norsk rett er aksjeloven (asl.)¹¹ og allmennaksjeloven (asal).¹² Aksjeloven fra 1997 er den fjerde i rekken av norske aksjelover. Den første aksjeloven kom i 1910 og omfattet ikke selskaper som drev rederivirksomhet.¹³ Loven ble deretter avløst av aksjeloven av 1957 etterfulgt av aksjeloven av 1976. Aksjeloven av 1976 har sin bakgrunn i et nordisk lovsamarbeid, og som følge av dette er det fortsatt store likhetstrekk mellom selskapslovgivningen i de nordiske landene. Aksjeloven fra 1997 bygger i stor grad på loven fra 1976, men med en del lovtekniske endringer og harmonisering med EU-retten som følge av forpliktelsene i EØS-avtalen.

I tillegg til aksjelovene vil verdipapirhandelloven,¹⁴ verdipapirregisterloven¹⁵ og børsloven¹⁶ til en viss grad bli benyttet i fremstillingen.

1.4.2 Forarbeider

Selv om aksjeklasser ikke har vært drøftet inngående i forarbeidene til den nyeste aksjeloven,¹⁷ vises det regelmessig til forarbeidene fra loven fra 1976.¹⁸ Disse forarbeidene inneholder en del informasjon og drøftelser rundt bruken av aksjeklasser i norske selskaper. Det er påtakelig at aksjeklasser ikke er drøftet mer inngående i de nyere forarbeidene, særlig i lys av at den siste aksjeloven foretar en del endringer på dette området.

1.4.3 Rettspraksis

De rettslige spørsmålene rundt aksjeklasser har sjelden vært gjenstand for domstolsprøving i det norske rettssystemet. I de tilfellene det har vært tema i domstolene, har det som hovedregel handlet om verdsettelse av aksjer i forskjellige

¹¹ Aksjeloven fra 1997

¹² Allmennaksjeselskapsloven fra 1997

¹³ NOU 1992:29. Side 15

¹⁴ Verdipapirhandelloven fra 2007

¹⁵ Verdipapirregisterloven fra 2002

¹⁶ Børsloven fra 2007

¹⁷ NOU 1992:29 og Ot. prp. nr. 44 (1997-1998)

¹⁸ Innstilling om lov om aksjeselskaper

klasser.¹⁹ Rettspraksis vil derfor bli benyttet i liten grad i fremstillingen. Den begrensede forvaltningspraksisen på området vil også ha en viss interesse.²⁰

1.4.4 Juridisk litteratur

Juridisk litteratur vil i en viss utstrekning bli benyttet i fremstillingen. Juridisk litteratur har tradisjonelt sett hatt liten selvstendig vekt som rettskilde,²¹ men vil innenfor oppgavens tema kunne ha stor betydning da aksjeklasser er lite detaljregulert i lovgivningen og forarbeidene. Selskapsretten er også som nevnt et rettsområde hvor lovgiver tradisjonelt har ligget på etterskudd i forhold til selskaps- og kontraktspraksis. Domstolene har benyttet seg av lover og forarbeider, så vel som selskapspraksis ved avgjørelser. Den juridiske litteraturen har stort sett fulgt selskaps- (vedtekter) og kontraktspraksis tett.

1.4.5 Europeiske rettskilder

Fremstillingen vil, som nevnt, også omfatte en del hvor det foretas en gjennomgang av regelverket som omhandler aksjeklasser i EU-systemet, og hvordan dette påvirker det norske regelverket, primært gjennom EØS-avtalen. I denne delen vil det bli benyttet EØS-rettslige kilder, EU-direktiver og domsavsigelser fra EU-domstolen. I tillegg vil internasjonal juridisk litteratur vedrørende selskapsrett og corporate governance være relevant. Et av hovedverkene som blir benyttet på dette området er Beate Sjøfjell, *Towards a Sustainable European Company Law*, 2009.

1.5 Den historiske bakgrunnen til aksjeklasser i Norge

Bruken av aksjeklasser har vært utbredt i Norge helt siden den første aksjeloven i landet trådte i kraft i 1910.²² Tradisjonelt har bruken av forkjøpsretter, krav om styresamtykke og stemmerettsløse aksjer i vedtektene vært mest utbredt. Adgangen for selskaper til å vedtektsfeste dette har til tider vært omdiskutert, og ved vedtakelsen av aksjeloven i 1976 ble det drøftet inngående.²³ Aksjeloven av 1976 innførte flere innskrenkninger i forhold til hva som lovlig kunne inntas i selskapets vedtekter. Loven inneholdt for eksempel en begrensning i henhold til aksjer med stemmerettsbegrensninger.

¹⁹ Se for eksempel Rt. 1989 s. 166

²⁰ Handelsdepartementets dispensasjonspraksis

²¹ Eckhoff (2001) Side 270

²² Aksjeloven fra 1910

²³ Innstilling om lov om aksjeselskaper. Side 127

Departementet foreslo at en slik aksjeklasse kun skulle være gyldig dersom antall aksjonærer i vedkommende klasse var 20 eller lavere.²⁴ Loven ble vedtatt etter dette forslaget, og regelen kunne fravikes ved dispensasjon.²⁵ I følge artikkelen til Sundby²⁶ og forarbeidene til den nye aksjeloven var dispensasjonspraksisen etter den gamle loven liberal. Det ble som oftest gitt tillatelse dersom den stemmesvake aksjekapitalen ikke utgjorde mer enn 50 % av den totale aksjekapitalen.

En gjennomgang av tilgjengelig materiale fra Handelsdepartementets dispensasjonspraksis viser at det finnes tilfeller der dispensasjon ble gitt til selskaper som gikk meget lenger i å utstede stemmerettsvake aksjer. I Viking-Askim AS var så mye som 90 % av aksjekapitalen helt, eller delvis uten stemmerett. Dette fremgår av Handelsdepartementets vedtak fra 25. mars 1986.²⁷

Ved vedtakelsen av den nye aksjeloven fra 1997 ble mange av begrensningene fra den gamle loven fjernet. Aksjelovutvalget under ledelse av professor dr. juris Erling Selvig anså det som usikkert at EFs selskapsdirektiv ville løse spørsmålet om aksjeklasser og tillate dette derfor mindre vekt.²⁸

EU har i ettertid forsøkt å samordne den europeiske selskapsretten for å gjøre det lettere å selge og kjøpe selskaper over landegrensene. I denne sammenheng har de vedtatt en rekke selskapsdirektiver, blant dem det trettende selskapsdirektiv som omhandler overtakelse av selskaper.²⁹

Før Norge vedtok EØS-avtalen,³⁰ ble aksjeklasser benyttet som et proteksjonistisk verktøy. Vedtektene kunne bestemme at en aksjeklasse kun skulle eies av norske statsborgere, og det kunne utstedes såkalte F-aksjer for utlendinger som ofte manglet stemmerett. Industrikonsesjonsloven³¹ hadde også et forbud mot at utenlandske

²⁴ Ot.prp.nr. 19 (1974-1975) Side 123

²⁵ Sundby (2003) Side 234

²⁶ Sundby (2003)

²⁷ Tatt inn i: Andenæs og Bjørland (1991) Side 61

²⁸ Sundby (2003) Side 234

²⁹ Det trettende selskapsdirektiv (On takeover bids)

³⁰ EØS-loven fra 1992

³¹ Industrikonsesjonsloven fra 1917

investorer kunne eie mer enn en tredjedel av den stemmeberettigede kapitalen uten konsesjon.³² Dette ble opphevet da EØS-avtalen trådte i kraft i Norge i 1994. Den nye aksjelovgivning fra 1997 ble således forandret fra å være en lov som krevet dispensasjon for allmennaksjeselskaper dersom de ønsket å opprette aksjeklasser, til å åpne for dette for alle. Et unntak finnes i allmennaksjeselskapsloven § 5-4 første ledd som krever dispensasjon fra departementet dersom det samlede pålydende av aksjer i selskapet med stemmerettsbegrensninger skal utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen i selskapet.

2 Innledende om aksjeselskaper

2.1 Aksjeselskapet

I norsk rett finnes det ingen klar legaldefinisjon av aksjeselskap, det nærmeste man kommer er aksjeloven § 1-1 annet ledd som lyder: ” Med aksjeselskap forstås ethvert selskap hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser, hvis ikke noe annet er fastsatt i lov”. Dette gir uttrykk for et av de mest markante kjennetegnene ved aksjeselskap, nemlig det begrensede ansvaret aksjeeierne har i henhold til selskapets forpliktelser. Dette kommer også til uttrykk i lovens § 1-2 første ledd: ”Aksjeeierne hefter ikke overfor kreditorene for selskapets forpliktelser.”

Aksjonærenes ansvar begrenser seg til aksjeinnskuddet. I Norge er det et krav om at nystartede allmennaksjeselskaper skal ha en aksjekapital på minimum en million norske kroner, jf. asal. § 3-1 første ledd og at aksjene skal lyde på et like stort beløp, jf. § 3-1 annet ledd. For aksjeselskaper er summen minimum NOK 100.000, jf. asal. § 3-1. Det er verdt å merke seg at et forslag til forenkling av aksjeloven foreslår å redusere dette minimumsbeløpet til NOK 30.000.³³ Forslaget er kommet fra et utvalg ledet av advokat Gudmund Knutsen, og fikk stor oppslutning i høringsrunden. Det er høyst sannsynlig at summen vil senkes i nærmeste framtid.

³² Sundby (2003) Side 235

³³ Prop. 148 L (2010-2011)

I tillegg er det et gjennomgående prinsipp i aksjeselskaper at aksjonærene har krav på likebehandling. I aksjeselskaper vil dette si lik behandling i forhold til aksjonærenes aksjeinnehav, og ikke etter hode.³⁴ Dette kommer til uttrykk i asl./asal. §§ 4-1, 5-21 og 6-28 første ledd. Forholdet mellom likebehandling og aksjeklasser vil bli drøftet inngående videre i oppgaven.

Aksjeloven § 1-1 tredje ledd nummer to presiserer også at loven ikke gjelder for selskaper som ikke har et økonomisk formål, med mindre selskapet er betegnet i stiftelsesgrunnlaget som et aksjeselskap. Dette gir uttrykk for at hovedformålet med et aksjeselskap er å generere profitt for aksjonærene. Augdahl har formulert det slik:

”Vanlige aksjeselskaper er stiftet for å skaffe deltagerne økonomisk vinning. Det er for å høste økonomisk vinning at aksjene er tegnet og innskuddet betalt. Og det er for å opnå økonomisk vinning at senere aksjonærer har kjøpt aksjer. Det er for alle aksjonærers vedkommende for å opnå økonomisk vinning at de har gjort en større eller mindre del av sin økonomiske skjebne avhengig av andre personer”.³⁵

2.2 Aksjonærdemokrati

Beslutninger i aksjeselskaper treffes som hovedregel ved flertall av de avgitte stemmene på selskapets generalforsamling, se asl./asal. § 5-17. Hovedprinsippet i aksjelovene er at hver aksje gir én stemme, se asl. § 5-3 første ledd første punktum og asal. § 5-4 første ledd første punktum. Dette gjelder så fremt ikke annet er bestemt i vedtektene, for eksempel om det er opprettet aksjeklasser med begrenset eller ingen stemmerett. Det stemmes således etter aksjeinnehav, ikke etter hode.³⁶ Dersom det skal stemmes etter hode, må dette være spesifikt hjemlet i vedtektene. Dette omtales av Andenæs som ”aksjonærdemokrati”.

³⁴ Andenæs (2007) Side 27

³⁵ Augdahl (1959) Side 100

³⁶ Andenæs (2007) Side 23

Hensynet bak prinsippet om at det stemmes etter aksjeinnehav er, i følge Andenæs, tanken om at kapitalinnsats og innflytelse bør henge sammen.³⁷ Hensynet bak reglene om alminnelig flertall er at selskapet skal være i stand til å fatte de beslutningene det trenger uten å måtte ha absolutt flertall. Som en motvekt til dette eksisterer det bestemmelser i aksjeloven, som skal beskytte minoritetsaksjonærene mot maktmisbruk fra majoriteten.

2.3 Aksjemarkedet

Aksjer i aksjeselskaper kan som hovedregel fritt omsettes med mindre annet er fastsatt i lov, vedtekter eller avtale mellom aksjonærene. Dette følger av asl. § 4-15 første ledd. I aksjeselskaper følger det av § 4-15 annet ledd at erverv er betinget av samtykke fra selskapet dersom ikke annet er fastsatt i vedtektene. En samtykkenektelse krever saklig grunn i henhold til § 4-16 annet ledd. I allmennaksjeselskap gjelder den motsatte hovedregel, at det kun kreves samtykke fra selskapet dersom dette spesifikt er angitt i vedtektene, se asal. § 4-15 annet ledd. Bakgrunnen for forskjellen er at allmennaksjeselskaper som regel er større og mer omfattende, og man har dermed ikke et så stort behov for å kontrollere hvem som er aksjonærer. Selskapet kan også nekte overgang av aksjer dersom erverver ikke oppfyller vedtektsfestede krav, se asl. § 4-18. Nye erververe skal innføres i aksjeeierboken, slik at man til enhver tid har oversikt over aksjonærene.

Allmennaksjeselskap kan også beslutte at selskapets aksjer skal børsnoteres, slik at de blir tilgjengelige for offentlig handel på børs. En slik børsnotering medfører at aksjene blir lett omsettelige, og at det dermed blir lettere for selskapet å få tilført kapital.³⁸ En søknad om børsnotering skal gjelde samtlige aksjer i en aksjeklasse, se børsforskriften § 5.

³⁷ Andenæs (2007) Side 23

³⁸ Woxholth (2007) Side 335

3 Aksjeklasser i norsk rett

3.1 Hensynene bak bruken av aksjeklasser

Det er mange ulike grunner for at et aksjeselskap kan ønske å organisere sine aksjer i flere forskjellige klasser. De ulike hensynene varierer naturlig nok med hvilke begrensninger eller rettigheter selskapet ønsker at de forskjellige klassene skal besitte. Det blir nærmere redegjort for disse særskilte hensynene under kapittel fem, der det blir foretatt en gjennomgang av de vanligste formene for begrensninger og rettigheter i norske selskaper.

Mer overordnet kan man si at hovedhensynet bak bruken av aksjeklasser er et ønske om å kontrollere enkelte aksjer i et selskap ved å tillegge dem særskilte rettigheter eller begrensninger. Bakgrunnen for ønsket om kontroll vil som regel være en visjon om hvorledes selskapet kan drives best mulig og (eller) generere høyest mulig profitt for aksjonærene. En annen grunn kan være et ønske om å beholde kontrollen av selskapet, selv om store deler av kapitalen innhentes fra eksterne investorer. Dette har ofte vært et ønske hos gründere og eiere av tradisjonelle familiebedrifter. For mer om dette, se kapittel fem og seks.

3.1.1 Grensen mellom aksjeklasser og aksjonæravtaler

Som alternativ til aksjeklasser kan selskapene benytte seg av aksjonæravtaler og personklausuler i vedtektene.³⁹ Flere selskaper velger å benytte seg av aksjonæravtaler alene, eller i kombinasjon med vedtektsbestemmelser. Aksjonæravtalen inngås mellom aksjeeierne, og det er således disse som blir forpliktet og berettiget etter avtalen, ikke selskapet.⁴⁰ Woxholth har beskrevet aksjonæravtalenes rettslige stilling som følger:

”I praksis uttrykkes dette gjerne slik at aksjonæravtalen ikke har noen selskapsrettslig virkning. Aksjonæravtalen skiller seg med dette fra vedtektene, som nettopp har selskapsrettslig virkning, ved at de ikke bare binder aksjeeierne, men også selskapets organer.”⁴¹

³⁹ Asl/asal. § 4-18

⁴⁰ Woxholth 2007 Side 93

⁴¹ Woxholth 2007 Side 93

En aksjonæravtale er underlagt alminnelig kontraktsrett med hensyn til ugyldighet, stiftelse, innhold og opphør. Den kan også settes til side som urimelig etter avtaleloven § 36.⁴² Avtalen binder i utgangspunktet kun de aksjonærene som er parter i avtalen da den blir opprettet. En henvisning i vedtektene til at aksjonæravtalen må tiltredes for å kunne overta aksjer i selskapet vil ikke være gyldig.⁴³ Dersom fremtidige aksjonærer skal bli bundet av avtalen, må dette tas inn i vedtektene ved at overdragelse av aksjer krever samtykke fra styret, og at dette samtykket vil være betinget av at den nye aksjonæren tiltrer aksjonæravtalen. Grunnlaget for lovlig nektelse må i så fall være at erververen mangler vilje eller evne til å oppfylle sine forpliktelser overfor selskapet, jf. Andenæs.⁴⁴

Som tidligere nevnt, har ikke aksjonæravtalen noen direkte selskapsrettslig virkning, og følgelig vil heller ikke mislighold av avtalen ha noen selskapsrettslig virkning. En aksjonæravtale kan også bli ansett som ugyldig dersom den strider mot vedtektene, dette ble fastslått av høyesterett i en sak angående stemmerettsbegrensninger i aksjeselskapet Nimbus.⁴⁵

Det er til tross for dette flere anerkjente fordeler med aksjonæravtaler fremfor vedtektsbestemmelser. Vedtektene skal registreres, og er således offentlig tilgjengelig gjennom foretaksregisteret. Aksjonæravtalene er avtaler mellom aksjonærene, og kan derfor bidra til, om ønskelig, å hindre offentlighet omkring forholdet.⁴⁶ Videre åpner aksjonæravtaler for at det kan avtales forhold mellom aksjonærene som det etter aksjelovent ikke er tillatt å vedtektsfeste. I tillegg kan aksjonæravtaler være å foretrekke dersom aksjonærene vet at de vil ha vanskeligheter med å oppfylle flertallskravene som kreves på generalforsamling for å opprette aksjeklasser.⁴⁷

⁴² Avtaleloven fra 1918

⁴³ Tolkinguttalelse av Justisdepartementets lovavdeling 2925/85 E GW/GK

⁴⁴ Andenæs (2009) Side 17

⁴⁵ Rt. 1995 s. 46

⁴⁶ Bråthen (1/2000) Side 1

⁴⁷ Bråthen (1/2000) Side 1

3.1.2 Grensen mellom aksjonærrettigheter knyttet til person og rettigheter knyttet til andel

Som nevnt i innledningen, vil de rettighetene og pliktene som er knyttet direkte til aksjonærens person falle utenfor oppgaven. Det kan allikevel være hensiktsmessig med en liten oversikt over forskjellen mellom de to mulighetene selskapene har for å kontrollere sine aksjonærer. I motsetning til aksjeklasser hvor plikter og rettigheter er knyttet til en gruppe med andeler, er plikter og rettigheter ved personklausuler knyttet direkte til aksjonæren.

Tore Bråthen benytter begrepet personklausuler for å betegne vedtektsbestemte omsetnings- eller eierbegrensninger som reguleres av asl./asal. § 4-18, og om vedtektsbestemmelser som gjør aksjonærens forvaltningsrettigheter avhengig av aksjonærens egenskaper.⁴⁸

Et eksempel vil være stemmerettsbegrensninger knyttet til person, jf. asl. § 5-3 første ledd annet punktum og asal. §5-4 første ledd annet punktum. Slike vedtektsbestemmelser vil ofte ha karakter av å være ”stemmetak” som fastsetter et maksimalt antall stemmer en aksjeeier kan avgi, for eksempel at ingen kan stemme for mer enn 10 % av stemmene i selskapet.⁴⁹ Dette følger også av forarbeidene til aksjeloven av 1997.⁵⁰ I lovbestemmelsenes første ledd tredje punktum er det fastslått at dette også kan fastsettes i vedtektene med hensyn til forskjellige aksjeklasser.

3.2 Lovreguleringen

Opprettelsen av aksjeklasser skjer på generalforsamlingen og tas inn i vedtektene i henhold til aksjelovens regler.⁵¹ Da aksjeklasser med ulike rettigheter og plikter i utgangspunktet bryter med likhetsgrunnsetningen, er lovens regel at de må tas inn i vedtektene for å være gyldige. Dette er gjort for å skape klarhet overfor eventuelle investorer, eller tredjemenn, som kan finne alle opplysningene om vedtektene i foretaksregisteret. Vedtektene skal angi ulikheten mellom aksjeklassene, aksjenes

⁴⁸ Bråthen (1996) side 38

⁴⁹ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 333

⁵⁰ NOU 1996:3. Side 100

⁵¹ Asl./asal. § 4-1

samlede pålydende innenfor hver klasse og eventuell fortrinnsrett som tilkommer aksjonærene ved forhøyelse av aksjekapitalen.⁵²

Aksjelovene av 1997 gir selskapene stor frihet til å vedtektsfeste rettigheter og plikter i forskjellige aksjeklasser, i henhold til asl./asal. § 4-1. I forarbeidene til aksjeloven av 1976 ble det drøftet hvorvidt loven skulle tillate stemmerettsbegrensninger i samme utstrekning som den gamle loven. Utvalget kom til at selskapene burde gis størst mulig frihet i utformingen av sine egne vedtekter.⁵³ Dette ble også videreført i lovene fra 1997. Det finnes allikevel enkelte bestemmelser i lovene som begrenser selskapenes muligheter til å fastsette begrensninger og plikter i vedtektene. Disse begrensningene vil bli nærmere gjort rede for i kapittel fire.

Når det gjelder allmennaksjeselskap, finnes det fortsatt en begrensning i asal. § 5-4 første ledd. Slike selskaper har kun adgang til å utstede aksjer med stemmerettsforskjeller for inntil halvparten av selskapets aksjekapital dersom de ikke har fått en særskilt godkjenning fra Nærings- og handelsdepartementet. Bakgrunnen for dette er, i følge Sundby, å sikre effektiv omsetning av disse aksjene i sekundærmarkedet.⁵⁴

3.3 Etablering av aksjeklasser og flertallskrav i generalforsamlingen

Som tidligere nevnt, er det generalforsamlingen som vedtar å endre vedtektene dersom ikke annet er bestemt i loven.⁵⁵ Dette vil således være fremgangsmåten både ved etablering av nye aksjeklasser og ved konvertering av allerede bestående aksjeklasser. En vedtektsendring skal meldes til foretaksregisteret, men en slik melding vil ikke være avgjørende for ikrafttreddelsen av vedtektsbestemmelsen. Dersom ikke annet er bestemt i vedtektene eller loven, vil endringen ha virkning fra tidspunktet det blir lovlig besluttet på generalforsamlingen.⁵⁶

⁵² Innstilling om lov om aksjeselskaper. Side 127

⁵³ Innstilling om lov om aksjeselskaper

⁵⁴ Sundby (2003) Side 238

⁵⁵ Asl./asal. § 5-18

⁵⁶ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 390

Flertallskravene i loven er i tråd med anbefalingen fra OECD angående corporate governance.⁵⁷

3.3.1 Flertallskrav hvor ulikheten mellom aksjene fastsettes i tegningsgrunnlaget

Et selskap stiftes ved at de som skal tegne aksjer oppretter et stiftelsesdokument etter asl./asal. § 2-1. Nye aksjeklasser kan opprettes i vedtektene med hjemmel i asl./asal. § 4-1. Selskapet simultanstiftes, og vilkårene i § 4-1 forutsetter at det må foreligge enighet mellom alle tegnerne om at selskapet skal stiftes med flere aksjeklasser, og om forskjellene mellom klassene.⁵⁸

3.3.2 Etterfølgende beslutning om opprettelse av aksjeklasser

Dersom det skal opprettes flere aksjeklasser etter selskapet er stiftet, må denne beslutningen vedtas på generalforsamling i henhold til reglene i asl./asal. § 5-20 første ledd nr. 4 jf. annet ledd. Dette vil således være tilfellet dersom aksjeklasser skal opprettes etter aksjene allerede er utgitt. Som oftest vil etableringen av en ny aksjeklasse skje ved at det fastsettes særlige regler for de nye aksjene. En ny aksjeklasse kan, imidlertid, også etableres ved at det angis at eldre særbestemmelser ikke skal gjelde for de nye aksjene.

En slik beslutning krever i utgangspunktet tilslutning fra samtlige aksjonærer. Kravet gjelder samtlige aksjer i selskapet, ikke bare samtlige av de aksjer som møter på generalforsamling. Dette er gjort for å sikre aksjonærenes rettigheter, da de allerede har investert i selskapet. I dette tilfellet veier hensynet til at den enkelte aksjonær skal kunne forutberegne sin egen rettsstilling tyngre enn selskapets interesser.⁵⁹

Dersom beslutningen kun berører enkelte av selskapets aksjonærer, vil det være tilstrekkelig med samtykke fra de berørte, i tillegg til vanlig flertall som for vedtektsendring, jf. asl./asal. § 5-20 annet ledd. Dette vil antakelig omfatte beslutninger som gjør inngrep i forvaltningsrettigheter, men ikke beslutninger som påvirker selskapsformuen. Disse beslutningene faller utenfor da de berører alle selskapets

⁵⁷ OECD (2004)

⁵⁸ Sundby (2003) Side 238

⁵⁹ Sundby (2003) Side 238

aksjonærer og vil således kreve samtykke fra samtlige aksjonærer etter asl./asal. § 5-20 første ledd nr. 5.

3.3.3 Flertallskrav ved vedtak som innebærer at rettsforholdet mellom tidligere etablerte aksjeklasser endres

For vedtektsendringer som innebærer at rettsforholdet mellom tidligere etablerte aksjeklasser endres, gjelder asl./asal. § 5-18 annet ledd. Bestemmelsen omfatter vedtak som innebærer endring i rettighetene til en aksjeklasse, uten å berøre andre klasser på tilsvarende måte.⁶⁰ Formålet med bestemmelsen er å beskytte aksjonærene i aksjeklasser med særlige rettigheter. Det er opprettet særlige flertallskrav slik at det ikke kan gjøres inngrep i disse aksjonærenes særrettigheter ved et ordinært flertallsvedtak på generalforsamlingen.⁶¹

Det er tre stemmekrav som må oppfylles samtidig, for at et slikt vedtak skal kunne gjennomføres. For det første, kreves det et to tredjedels flertall av de avgitte stemmene og den kapitalen som er representert på generalforsamlingen. Dette harmonerer også med det alminnelige kravet for vedtektsendringer i asl./asal. § 5-18 første ledd.⁶² Videre krever bestemmelsen en votering innen den aksjeklassen som skal forringes. To tredeler av den representerte kapitalen i denne klassen må stemme for vedtektsendring. En aksjonær som eier aksjer i flere klasser er, i henhold til rettspraksis, ikke inhabil i en slik stemmeavgivning.⁶³

I tillegg oppstiller asl./asal. § 5-18 annet ledd et krav om at minst halvdelen av stemmene fra de aksjeeiere som ikke eier aksjer i noen annen klasse må være avgitt for forslaget. Dette gjelder altså kun for aksjonærer som bare eier aksjer i den klassen som skal forringes. Dersom det ikke møter noen aksjonærer i denne kategorien, vil ikke annet ledd annet punktum få betydning.⁶⁴

⁶⁰ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 390

⁶¹ Sundby (2003) Side 239

⁶² Sundby (2003) Side 239

⁶³ Rt. 1935 s. 88

⁶⁴ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 392

Et spørsmål som da reiser seg, er hva som vil skje dersom aksjonærene som kun eier aksjer i den vedkommende klasse møter, men er uten stemmerett som følge av begrensninger på den aktuelle aksjeklasse. Svaret vil trolig være at § 5-18 annet ledd annet punktum ikke får betydning i dette tilfellet heller. Dermed blir aksjonærene stående uten mulighet til å hindre at deres aksjeklasse blir forringet. I dette tilfellet vil asl./asal. § 5-21, om myndighetsmisbruk, være aksjonærenes eneste beskyttelse mot en beslutning som går på deres bekostning.

Det er blitt antatt i teorien, at de forskjellige aksjeklassene kan behandles som en felles aksjeklasse dersom den foreslåtte vedtektsendringen kun berører aksjonærenes felles fortrinnsrettigheter.⁶⁵ Dette er utledet av en høyesterettsdom fra 1931, hvor det forgjeves ble anført at en beslutning på generalforsamlingen var ugyldig da det ble stemt samtidig for to aksjeklasser.⁶⁶ Høyesterett utalte at de to aksjeklassene kunne behandles felles, da de særskilte rettighetene i aksjeklassene ikke ble berørt, kun de rettigheter som var felles for de to klasser.

Da aksjeloven av 1910 var mer lik dagens aksjelovgivning, når det gjaldt adgangen til å etablere aksjeklasser enn loven av 1976, vil dette være en avgjørelse som fortsatt vil ha en viss autoritet.

3.3.4 Innføring av en ny aksjeklasse som tegningsvilkår

Aksjeklasser med ulike rettigheter kan også innføres i sammenheng med kapitalforhøyelser hvor det utstedes nye aksjer, jf. asl. § 10-1 annet ledd nr. 8 og asal § 10-1 annet ledd nr. 9. En slik beslutning krever flertall som for vedtektsendring. Da dette dreier seg om nye aksjer, vil det ikke innebære en endring av rettstillingen til utgitte aksjer og følgelig kreves heller ikke enstemmighet etter asl./asal. § 5-20. Aksjer som tegnes etter denne metoden utgjør en egen aksjeklasse.⁶⁷

⁶⁵ Tore Bråthen (1996) Side 113 og Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 392

⁶⁶ Rt. 1931 s. 374

⁶⁷ Sundby (2003) Side 240

3.3.5 Registrering av aksjeklasser i aksjeeierboken

Som tidligere nevnt, er det et krav at dersom et selskap skal ha flere aksjeklasser, så skal det fremkomme av vedtektene.⁶⁸ Det skal også angis i aksjeeierboken hvilken klasse de forskjellige aksjene tilhører.⁶⁹ I allmennaksjeselskapet registreres aksjene i et aksjeeierregister i et verdipapirregister.⁷⁰ Et vedtak om å opprette aksjeklasser blir, som nevnt, gyldig fra og med lovlig beslutning er truffet på generalforsamlingen.

4 Begrensninger i adgangen til å opprette aksjeklasser i norsk rett

4.1 Ufravikelige bestemmelser i lovverket

Som tidligere nevnt, går dagens aksjelover langt i å gi selskapene mulighet til å regulere aksjeklasser slik de ønsker i vedtektene. Dette gjelder spesielt for aksjeselskaper som ikke er børsregistrert, og som således ikke trenger å forholde seg til børsreglementet. Børsreglementet er i utgangspunktet negativ til bruken av aksjeklasser og krever en rapport der det angis spesifikt dersom selskapet fraviker den norske corporate governance anbefalingen.⁷¹ Det finnes allikevel en del bestemmelser som er ufravikelige og som begrenser selskapenes vedtektsfrihet.

Den viktigste begrensningen av vedtektsfesting av stemmerettsbegrensninger er trolig bestemmelsen i asl. § 5-3 annet ledd og asal. § 5-4 annet ledd. Bestemmelsen er en innskrenkning av retten i første ledd som selskapene har til å vedtektsfeste aksjeklasser med begrenset eller ingen stemmerett. Annet ledd fastslår at disse begrensningene er uten betydning i forhold til lovbestemmelser som ”gir rettigheter til hver aksjeeier eller til aksjeeiere som eier eller representerer en viss del av aksjekapitalen”. Det samme gjelder for bestemmelser som krever tilslutning fra en viss del av den aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen.

⁶⁸ Asl./asal. § 4-1

⁶⁹ Asl. § 4-5, tredje ledd.

⁷⁰ Asal. § 4-4 annet ledd femte punktum

⁷¹ Norsk Anbefaling: Eierstyring og selskapsledelse.

Bestemmelsene som berøres av § 5-3 annet ledd dreier seg hovedsakelig om individualrettigheter, mindretallsrettigheter og, som nevnt, beslutninger som krever tilslutning fra en viss andel av aksjekapitalen.

Bakgrunnen for bestemmelsen i annet ledd er å verne om aksjonærenes fundamentale rettigheter og å beskytte minoriteten fra maktmisbruk fra majoritetens side.⁷²

Bestemmelsen gjør således et inngrep i selskapenes mulighet til å opprette aksjeklasser eller personklausuler, med begrensninger i stemmeretten og andre begrensninger i det som er ansett som viktige rettigheter. Nedenfor følger en oversikt over de viktigste bestemmelsene som ikke kan fravikes i vedtektene.

4.1.1 Individualrettigheter

Aksjeloven inneholder en del bestemmelser som skal sikre aksjonærenes fundamentale rettigheter og noen av disse kan ikke fravikes i vedtektene. For å unngå låste situasjoner inneholder for eksempel aksjeloven en bestemmelse som sikrer aksjonærene muligheten til å tre ut av selskapet dersom visse situasjoner har oppstått, jf. asl. § 4-24. Eksempler på slike situasjoner er varige motsetningsforhold mellom aksjonærene eller, dersom en aksjonær har misbrukt sin innflytelse i selskapet, jf. asl. § 4-24 første ledd punkt to og tre. Denne retten er det ikke mulig å begrense i vedtektene. Det samme gjelder retten til å kreve at morselskapet overtar aksjonærens aksjer i datterselskapet, dersom det blir foretatt en tvungen overføring etter asl. § 4-26 første ledd siste setning og asal. § 4-25 første ledd siste setning.⁷³

Aksjelovene inneholder bestemmelser i kapittel fem som regulerer selskapets generalforsamling. Asl./asal § 5-1 fastslår at det er gjennom generalforsamlingen at aksjonærene utøver den øverste myndighet i selskapet. Det er selskapets øverste organ og retten til å møte på generalforsamlingen er således ansett som en essensiell rettighet for alle aksjonærer. Det er i den forbindelse fastslått i asl./asal. § 5-2 første ledd at aksjonærene har rett til å møte i generalforsamlingen, og at denne retten ikke kan begrenses i vedtektene. Bestemmelsen i asl./asal. § 5-11 sikrer også alle aksjonærer retten til å få saker behandlet på generalforsamlingen. Det kan som følge av dette ikke

⁷² Innstilling om lov om aksjeselskaper. Side 127-128

⁷³ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 292

oprettes aksjeklasser i vedtektene som begrenser aksjonærenes møterett i generalforsamlingen, eller deres rett til å få saker behandlet der.

Retten til å få tilsendt innkalling til generalforsamlingen i tide etter asl./asal. § 5-10 annet ledd vil således også gjelde for alle aksjonærer, da alle som nevnt har krav på å få møte på generalforsamlingen. Selskapet har også plikt til å sende ut årsregnskap, årsberetning og revisorberetning til alle aksjonærer med kjent adresse før generalforsamlingen etter asl. § 5-5 tredje ledd og asal. § 5-6 femte ledd. Dette kunne etter den gamle aksjeloven begrenses til å gjelde kun de aksjonærene som spesifikt etterspurte disse dokumentene. Denne bestemmelsen er ikke videreført i aksjeloven fra 1997, og det vil således være naturlig å anta at denne retten heller ikke kan begrenses til å gjelde kun visse aksjeklasser.⁷⁴

Bestemmelsen i asl./asal. § 5-15 gjelder den enkelte aksjonærs rett til å kreve opplysninger om selskapet på generalforsamlingen. Denne retten er, i følge Aarbakke med flere, begrenset til å kreve opplysninger på generalforsamlingen, og kun innenfor rammene av bestemmelsen. Men innenfor dette er retten ubetinget og kan ikke begrenses i vedtektene eller ved flertallsvedtak.⁷⁵

Aksjonærene har etter asl./asal. § 5-22 rett til å reise søksmål med påstand om at en beslutning som er foretatt av generalforsamlingen er ugyldig. I tillegg kan aksjonærene kreve selskapet oppløst ved dom etter asl./asal. § 16-19, dersom vilkårene foreligger. Disse bestemmelsene eksisterer for at aksjonærene ikke skal bli satt i en uholdbar situasjon, og er derfor ikke mulig å fravike i vedtektene.⁷⁶

I visse tilfeller krever beslutninger fra generalforsamlingen enstemmighet blant aksjonærene, se asl./asal. § 5-20. Et slikt enstemmighetskrav er nødvendig ved særlig viktige beslutninger, og det kan ikke vedtektsfestes at visse aksjonærer skal stå utenfor dette. For nærmere om flertallskravene, se ovenfor i kapittel tre.

⁷⁴ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 347

⁷⁵ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 377

⁷⁶ Andenæs (2006) Side 325

4.1.2 Mindretallsrettigheter

Som tidligere nevnt inneholder aksjelovene en del bestemmelser for å sikre at majoritetsaksjonærene ikke misbruker sin myndighet overfor mindretallsaksjonærene. Mange av disse bestemmelsene kan ikke fravikes i vedtektene.

En aksjonær, eller flere som til sammen representerer en tidel av aksjekapitalen, kan etter asl. § 5-6 annet ledd kreve at styret innkaller til ekstraordinær generalforsamling for å få behandlet en sak. I allmennaksjeselskap er det tilstrekkelig at aksjonærene som krever ekstraordinær generalforsamling representerer en tjuedel av aksjekapitalen, se asal. § 5-7 annet ledd. Vedtektsbestemte stemmerettsbegrensninger blir i denne sammenheng uten betydning. Aksjonærene har også rett til å fremsette forslag om granskning av deler av selskapet, som nærmere beskrevet i asl./asal. § 5-25. I følge Aarbakke med flere er denne retten hjemlet i asl./asal. § 5-11, og må sees i sammenheng med retten til å kreve at det blir innkalt til ekstraordinær generalforsamling.⁷⁷ Det vil derfor være naturlig å anta at heller ikke denne retten kan begrenses i vedtektene.

Retten til å kreve at tingretten overtar ansvaret for avviklingen av selskapet finnes i asl./asal. § 16-14 første ledd nr. 2. Dersom aksjeeiere som representerer mer enn en femdel av aksjekapitalen krever det, skal avviklingen overtas av tingretten. Jeg har ikke funnet holdepunkter i litteraturen som tilsier at denne reglen ikke kan begrenses i vedtektene, men da denne bestemmelsen har lik utforming som de andre bestemmelsene nevnt ovenfor, vil det være naturlig å gå ut i fra at denne retten heller ikke kan begrenses i vedtektene.

4.1.3 Beslutninger som krever tilslutning av en viss andel av aksjekapitalen

Det er lovfestet at vedtektsendringer skal foretas av generalforsamlingen, jf. asl./asal. § 5-18. En vedtektsbestemmelse kan ikke frata generalforsamlingen denne myndigheten, men dersom det er lovfestet, kan en bestemmelse i vedtektene være betinget av godkjenning fra offentlig myndighet før den trer i kraft.⁷⁸ Det vanlige flertallskravet som kreves ved vedtektsendringer er to tredeler av så vel de avgitte stemmer, som av

⁷⁷ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 419

⁷⁸ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 388

den representerte aksjekapitalen. Det følger av tredje ledd at flertallskravene kan gjøres strengere i vedtektene, og en naturlig forståelse av dette er at det lovbestemte kravet er et minimumskrav, slik at det ikke kan vedtektsfestes et mindre kvalifisert flertall enn det loven krever.⁷⁹

I noen tilfeller kreves det også et kvalifisert flertall som beskrevet i asl./asal. § 5-19. Det må antas at dette kravet heller ikke kan senkes i vedtektene. For nærmere om flertallskravene ved opprettelsen av aksjeklasser, se kapittel tre.

Det er i tillegg en rekke bestemmelser i lovene som krever flertall i generalforsamlingen som ved vedtektsendring. En naturlig følge er da at det ikke kan vedtektsfestes lavere krav ved disse beslutningene enn beslutning om vedtektsendring. Blant de viktigste er beslutning om å gi styrefullmakter (asl./asal. §§ 10-14, 11-8), opptak av lån og utstedelse av tegningsrettsaksjer (asl./asal. §§ 11-2, 11-10), beslutning om fusjon og fisjon (asl./asal. §§ 13-3 annet ledd, 14-6 første ledd), omdanningsvedtak (asl./asal. § 15-1 første ledd) og beslutning om oppløsning av selskapet og omgjøring av dette vedtaket (asl./asal. §§ 16-1 første ledd jf. § 16-13 første ledd)

4.1.4 Andre bestemmelser i loven som ikke kan fravikes i vedtektene

I tillegg til de nevnte begrensningene i asl. § 5-3 annet ledd og asal. § 5-4 annet ledd finnes det noen bestemmelser i lovene som ikke kan fravikes i vedtektene.

Det er fastslått i bestemmelsen i asl./asal. § 6-3 tredje ledd at generalforsamlingens valgrett av styret kan overføres til andre. Det er ikke uvanlig at det opprettes aksjeklasser med rett til å utpeke deler av styret. Bestemmelsen i tredje ledd slår, imidlertid fast at generalforsamlingen alltid skal velge mer enn halvdel av styrets medlemmer, så fremt valgretten ikke overføres til et vedtektsfestet selskapsorgan. Dette kan ikke fravikes i vedtektene. Regelen var ment å skulle hindre at en liten gruppe aksjonærer kunne sikre seg kontroll over styret på en måte som vil virke urimelig overfor de andre aksjonærene. Denne begrensningen vil således gjelde dersom

⁷⁹ NOU 1992:29 Side 163

vedtektene statuerer at en aksjeklasse spesifikt har rett til å utpeke hvem som skal sitte i styret.

I praksis gjøres dette dog på en annen måte for å unngå denne begrensningen. Det vanlige er at generalforsamlingen velger styrerepresentantene, men at det kun er én aksjeklasse som har stemmerett. Da unngår man at valgretten blir ”overført” og begrensningene vil således ikke gjelde.⁸⁰ Aksjonæravtaler benyttes også til dette formålet i praksis.

Signaturrett kan fastsettes i vedtektene etter asl./asal. § 6-31 første ledd, og således tillegges innehavere av enkelte aksjeklasser. Dette begrenses av annet ledd som gir styret muligheten til å trekke tilbake fullmakten, dersom det ikke kan vente på generalforsamlingens beslutning uten skade for firmaet. Denne retten vil naturlig nok kun benyttes i ekstraordinære tilfeller.

Vedtektene kan som tidligere nevnt gi en aksjeklasse fortrinnsrett til utbytte, men de generelle reglene for hva som kan utdeles som utbytte etter asl./asal. § 8-1 må fortsatt følges. Bestemmelsen i asl./asal. § 8-3 annet ledd som innehar regler om forbud mot å skille eierretten og utbytteretten av en andel begrenser ikke adgangen til å avtale en annen fordelingsnøkkel av utbyttet i vedtektene. Dette fremkommer i en upublisert uttalelse fra justisdepartementets lovavdeling i 1997, som det er referert til i Aarbakke med flere.⁸¹

Ved forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning har aksjeeierne fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de allerede eier aksjer, dette følger av asl./asal. § 10-4 første ledd. Dette er for å hindre at aksjonærenes forholdsmessige eierandel blir utvannet. Denne fortrinnsretten kan ikke fraskrives på forhånd ved hjelp av vedtektene, dette følger av annet ledd i bestemmelsen. I hvert enkelt tilfelle kan generalforsamlingen ved flertallskrav som ved vedtektsendring bestemme, at det som er fastsatt i loven eller vedtektene ikke skal gjelde. Dette må i så fall gjøres i henhold til den respektive kapitalforhøyelsen, og som nevnt ikke på forhånd i vedtektene, jf.

⁸⁰ Andenæs (2006) Side 335

⁸¹ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 602

asl./asal. § 10-4 annet ledd.⁸² Dersom det foreligger flere aksjeklasser i selskapet kan vedtektene bestemme at aksjonærene kun har fortrinnsrett innenfor sin respektive aksjeklasse, jf. asl. § 10-4 annet ledd annet punktum. I allmennaksjeselskaper gjelder dette såfremt forskjellen dreier seg om stemmerett, rett til utbytte eller rettigheter ved utlodning av selskapets eiendeler ved oppløsning. Dette følger av asal. § 10-4 annet ledd annet punktum.

4.1.5 Uthuling av likhetsgrunnsetningen

Et spørsmål som reiser seg ved utstrakt bruk av aksjeklasser er hvorvidt likhetsgrunnsetningen i asl./asal. § 4-1 første ledd første punktum kan ha selvstendig betydning, som vil kunne begrense bruken av aksjeklasser på tross av annet punktum.

Ved en utstrakt bruk av stemmerettsbegrensninger, utbyttebegrensninger og annet er det klart at likhetsgrunnsetningen kan bli svært uthult. Som nevnt, har lovgiver forsøkt å bøte på dette ved å gjøre enkelte viktige bestemmelser i loven ufravikelige, for eksempel bestemmelsen i asl. § 5-3 annet ledd og asal. § 5-4 annet ledd som begrenser betydningen av stemmerettsløse aksjer i visse sammenhenger.⁸³ Problemstillingen er ikke direkte reist i litteraturen, men det er trolig intet som tyder på at likhetsgrunnsetningen skal kunne ha en selvstendig betydning der det er vedtektsbestemte aksjeklasser som ikke strider mot de ufravikelige bestemmelsene i loven.

4.1.6 Forbudet mot myndighetsmisbruk i generalforsamlingen

I tillegg til de nevnte bestemmelser vil forbudet mot myndighetsmisbruk i asl./asal. § 5-21 kunne sette en skranke for hvilke rettigheter og plikter som kan vedtektsfestes. Hovedvilkåret i bestemmelsen er at generalforsamlingens beslutning ”er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning”.

Aarbakke med flere skriver om generalklausulen i asl. § 5-21:

⁸² Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 680

⁸³ Se ovenfor under punkt 4.1

”Bestemmelsen må ses i sammenheng med likhetsgrunnsetningen i § 4-1 som gir alle aksjer lik rett i selskapet, men som også gir hjemmel til å fravike likhetsprinsippet ved å vedtektsfeste at det skal være aksjer med ulike rettigheter i selskapet”⁸⁴

Lagmannsretten uttaler enstemmig i en sak fra 2000 om vedtektsbestemt skjevfordeling av utbytte og forholdet til generalklausulen at ”Det er utvilsomt adgang til å ha bestemmelser i et aksjeselskaps vedtekter om ulik fordeling av utbyttet. En konkret utbyttebeslutning, som ikke strider mot en slik vedtekt, kan da ikke overprøves.”⁸⁵

Men at rekkevidden av bestemmelsen er uklar kommer frem i samme domsavgjørelse da lagmannsretten uttaler at:

”Lagmannsretten er i tvil om aksjeloven § 5-21 er utelukket fra å kunne anvendes i et tilfelle som i herværende sak. Dette behøver lagmannsretten imidlertid ikke ta stilling til”.⁸⁶

En forsiktig konklusjon kan være, at så lenge beslutningen er i samsvar med vedtektene, skal det mye til før klausulen i asl./asal. § 5-21 vil utgjøre en begrensning i muligheten til å opprette aksjeklasser.

4.1.7 Særskilt statlig godkjenning av vedtekter i finansforetak

I et lovutkast til ny finanslovgivning er det fremmet et forslag om nye bestemmelser om ”preferansekapital i finansforetak”.⁸⁷ Forslaget går ut på at preferansekapital kun kan utstedes i samsvar med vedtektene og etter samtykke fra Kongen. Med preferansekapital sikter lovutkastet til: ”aksjer i en aksjeklasse som i vedtektene er tillagt rettigheter i selskapet som på en eller annen måte avviker fra det som ellers vil følge av de alminnelige regler i aksjelovgivningen”.⁸⁸ I henhold til forarbeidene er dette

⁸⁴ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 400-401

⁸⁵ RG. 2001 s. 1332

⁸⁶ RG. 2001 s. 1332

⁸⁷ NOU 2011:8 Punkt 11.5.3

⁸⁸ NOU 2011:8 Punkt 11.5.3

i tråd med allerede eksisterende lovgivning, blant annet sparebankloven, forretningsbankloven, finansieringsvirksomhetsloven og forsikringsvirksomhetsloven.

I slike foretak må altså en vedtektsbestemmelse om aksjeklasser godkjennes av departementet før de blir gyldige. Bakgrunnen for dette er å opprettholde en statlig kontroll med institusjoner som driver med finansiering for å hindre spekulasjoner og sikre en økonomisk sunn drift av foretaket.

4.2 Begrensninger i henhold til EU-rett

Gjennom vedtakelsen av EØS-avtalen fikk Norge ta del i EUs indre marked og forpliktet seg samtidig til å gjennomføre store deler av EU sitt regelverk i norsk rett. Hoveddelen av EØS-avtalen ble gjort til norsk rett ved lov,⁸⁹ og de direktiver EU har vedtatt vedrørende selskapsrett har fått virkning i Norge gjennom EØS-avtalen.⁹⁰ Andre viktige bestemmelser i EØS-avtalen, når det kommer til aksjeselskaper, er som nevnt diskrimineringsforbudet i EØS-avtalen artikkel 4 og reglene om de fire friheter.⁹¹ Som følge av disse har selskaper rett til å etablere seg hvor som helst i EU/EØS, retten til å drive virksomhet i alle EU/EØS-stater, fra hvilken som helst annen EU/EØS-stat og rett til å opprette filialer i andre EU/EØS-land som nyter samme rettigheter som filialstatens selskaper har.

EØS-regelverket har ført til at Norge har måttet endre en del på sitt regelverk hva angår aksjeselskaper. Størst innvirkning på aksjeklassenes område fikk diskrimineringsforbudet. Det hadde, som tidligere nevnt, vært vanlig å benytte seg av en egen aksjeklasse for utlendinger, dette forsvant med vedtakelsen av EØS-avtalen.

EU vedtok i 2004 det trettende selskapsdirektivet som omhandler overtakstilbud i børsnoterte allmennaksjeselskaper. Direktivet ble vedtatt i stortinget 31. januar 2006 og norsk regelverk var i hovedsak i harmoni med direktivet, men enkelte mindre endringer ble foretatt.⁹² Direktivet inneholdt noen endringer som kan legge begrensninger på

⁸⁹ EØS-loven fra 1992

⁹⁰ EØS-rett (2011) Side 98-99

⁹¹ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 23

⁹² St.prp.nr. 32 (2005-2006)

muligheten til å benytte aksjeklasser i norske selskaper, for nærmere om dette se kapittel 7

4.3 Avtalerettslige begrensninger

Hvorvidt avtaleloven § 36 kan benyttes på vedtekter i aksjeselskaper har vært omdiskutert. Forarbeidene til avtaleloven § 36 statuerer rimelig klart at aksjeselskapsvedtekter ikke er avtale i paragrafens forstand, og at de således ikke omfattes av bestemmelsen.⁹³ Forarbeidene til aksjelovene legger det samme synspunktet til grunn.⁹⁴ I de øvrige nordiske land er det relativt klart at avtaleloven § 36 kan komme til anvendelse i forhold til selskapsvedtekter. Dette kommer frem i forarbeider, avgjørelser og litteratur.⁹⁵ Debatten forekom også i de svenske forarbeidene til avtalslagen § 36, og her ble konklusjonen, i motsetning til i Norge, at bestemmelsen kan benyttes på vedtekter.⁹⁶

Det naturlige utgangspunktet i norsk rett blir således at avtaleloven § 36 ikke kan benyttes til rimelighetssensur av selskapsvedtekter, og i så måte heller ikke begrense bruken av aksjeklasser. Et lovbestemt unntak hvor avtaleloven § 36 spesifikt er gitt anvendelse eksisterer ved omsetningsbegrensninger som er fastsatt i vedtektene, jf asl. § 4-15 fjerde ledd og asal. § 4-15 tredje ledd. Bakgrunnen for dette er at muligheten til å kunne selge sin andel er sett på som særskilt viktig, og dersom dette er urimelig begrenset i vedtektene så skal aksjonæren ha en mulighet til å få vedtektsbestemmelsen satt til side. Dette kommer fram i forarbeidene til aksjeloven.⁹⁷

Til tross for de relativt klare uttalelsene i forarbeidene har en del forfattere av juridisk teori hevdet at avtaleloven § 36 må være anvendelig på vedtekter. Det er stort sett to standpunkt som hevdes for å begrunne dette. Det første standpunktet er at avtaleloven § 36 kan anvendes analogisk, ettersom den er gitt anvendelse på omsetningsbegrensninger etter asl. § 4-15 fjerde ledd og asal. § 4-15 tredje ledd. Andenæs legger for eksempel

⁹³ Ot.prp.nr.5 (1982-1983) Side 26-27 og 41

⁹⁴ NOU 1992:29 Side 95 og Ot.prp.nr. 36 (1993-1994) Side 101

⁹⁵ Bråthen (1996) Side 139

⁹⁶ SOU 1974:83 Side 122-123

⁹⁷ Ot.prp.nr. 36 (1993-1994) Side 101 og NOU 1996:3

dette synet til grunn.⁹⁸ Den analogiske bruken kan til en viss grad støttes av en uttalelse i forarbeidene:

”Når det gjelder forpliktende disposisjoner i selskaps- og foreningsforhold som ikke faller innenfor avtalebegrepet slik det er brukt i lempingsregelen, er det departementets forutsetning at lempingsregelen vil kunne anvendes analogisk hvor domstolene finner behov for det”.⁹⁹

Høyesterett uttaler seg også om spørsmålet i en sak som angikk revisjon av en leiekontrakt et selskap hadde inngått.¹⁰⁰ Her uttaler Høyesterett at en ren ugyldighet slik lovbestemmelsen oppstiller for myndighetsoverskridelse ville få uheldige følger, og heller ikke harmonere med forarbeidene som uttaler at avtaleloven § 36 ikke bør ha en ubetydelig rolle i selskapsretten.¹⁰¹ Høyesterett foretar deretter en vurdering av om revidering vil gjenopprette rimeligheten i avtaleforholdet. Det finner de at det gjør, og revidering blir foretatt.

Det andre standpunktet, som blir hevdet for å kunne benytte lempingsregelen i selskapsforhold, er at man må kunne likestille vedtekter med avtaler, og slik kommer regelen til anvendelse. Dette står som nevnt i motsetning til uttalelsene i forarbeidene. Huser¹⁰² og Hov¹⁰³ forfekter til en viss grad dette synspunktet.

Det er således fortsatt uklart om hvorvidt bestemmelsen i avtl. § 36 kan benyttes på vedtekter. Etter rettspraksis og teori fremstår imidlertid det som en praktisk mulighet, i sær dersom en ugyldighet som følge av myndighetsmisbruk vil fremstå som uproporsjonalt. Reelle og økonomiske hensyn vil også tale for dette.

4.4 Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse

Den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse (corporate governance) er utgitt av NUES. NUES står for norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse, og er en

⁹⁸ Andenæs (2006) Side 55

⁹⁹ Ot.prp. 5 (1982-1983) Side 28

¹⁰⁰ Rt. 1995 s. 1026

¹⁰¹ Ot.prp. 5 (1982-1983) Side 20 flg.

¹⁰² Huser (1984) Side 32

¹⁰³ Hov (1992) Side 277-278

sammenslutning av flere organisasjoner. NUES har som formål å holde anbefalingen oppdatert og å gjøre den kjent i Norge og utlandet.¹⁰⁴ Sammenslutningen er etablert av ni norske organisasjoner som alle har tilknytning til næringslivet og verdipapirhandel.¹⁰⁵ Av personene som sitter i NUES er rundt halvparten økonomer, og den andre halvparten jurister.¹⁰⁶

Anbefalingen er utformet med tanke på å hjelpe norske børsnoterte selskaper, og ikke-noterte selskaper, med eierstyring og selskapsledelse som ”klargjør rollefordelingen mellom eierne, styret og den daglige ledelsen...”.¹⁰⁷ Selskaper som er notert på Oslo Børs er pliktig til å gi en bekreftelse i årsrapporten på etterlevelse av anbefalingen, eller en forklaring på avvik. Dette følger av Oslo Børs sine løpende forpliktelser¹⁰⁸ som er i overensstemmelse med børsloven¹⁰⁹ og børsforskriften.¹¹⁰

I henhold til innledningen er anbefalingen utformet med hensyn til den internasjonale utviklingen og andre nasjonale anbefalinger, i tillegg til å ta hensyn til norsk lovgivning.¹¹¹ Anbefalingen retter seg hovedsakelig mot noterte selskaper, og den viktigste internasjonale premissgiver er EU. OECD publiserte i 2004 prinsipper for eierskap og ledelse, og EU oppfordrer medlemslandene til å utforme egne nasjonale standarder.¹¹² Corporate governance-anbefalingen fra England har også vært en viktig inspirasjon for den norske anbefalingen.¹¹³

Anbefalingen er hovedsakelig negativ til bruken av aksjeklasser generelt og punkt 4 i anbefalingen starter med en uttalelse om at ”selskapet bør ha kun én aksjeklasse”. Anbefalingen går i så måte lenger enn allmennaksjeselskapsloven, og som jeg kommer inn på under kapittel fem, har dette også vært trenden på Oslo Børs de siste årene.

¹⁰⁴ Norsk Anbefaling: Eierstyring og selskapsledelse.

¹⁰⁵ Aksjonærforeningen i Norge, Den norske Revisorforening, Eierforum, Finansnæringens Hovedorganisasjon, Norske Finansanalytikerens Forening, Næringslivets Hovedorganisasjon, Norske Pensjonskassers Forening, Oslo Børs ASA og Verdpapirfondenes Forening.

¹⁰⁶ Norsk Anbefaling: Eierstyring og selskapsledelse. Side 4

¹⁰⁷ Norsk Anbefaling: Eierstyring og selskapsledelse. Side 6

¹⁰⁸ Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (2011)

¹⁰⁹ Børsloven av 2007

¹¹⁰ Børsforskriften av 2007

¹¹¹ Norsk Anbefaling: Eierstyring og selskapsledelse. Side 6-8

¹¹² OECD (2004) Side 4

¹¹³ The UK Corporate Governance Code (2010)

Anbefalingen hevder at aksjeklasser i selskaper i lengden hindrer verdivekst og gjør selskapet mindre attraktivt for investorer og overtakelse. Anbefalingen forutsetter også at det ikke vedtektsfestes noen former for omsetningsbegrensninger.¹¹⁴ Den går i dette tilfellet lenger enn anbefalingen til OECD som nevner at mange investorer foretrekker selskaper uten stemmerettsløse aksjer, men at de ikke velger å ta stilling til dette i anbefalingen.¹¹⁵

Anbefalingen har ingen direkte bindende kraft, men den har utvilsomt en sterk påvirkningskraft på hvordan norske selskaper velger å organisere strukturen i selskapet. Det er som nevnt et krav for å være registrert på Oslo Børs at man følger anbefalingen, eller at man redegjør på hvorfor man velger å avvike fra dens anbefalinger. Anbefalingen kan således føre til at ledelsen i børsnoterte selskaper føler seg begrenset i sin mulighet til å opprette ulike aksjeklasser i vedtektene. Anbefalingen kan også påvirke måten næringsdrivende velger å organisere sine private selskaper på, uavhengig om de har planer om børsnotering eller ikke.

5 De vanligste rettigheter og begrensninger knyttet til aksjeklasser i norske selskaper

5.1 Stemmerett

I Norge inneholder både aksjeloven og allmennaksjeloven en adgang til å opprette aksjeklasser med ulik stemmerett. Som tidligere nevnt finnes den generelle hjemmelen for å opprette aksjeklasser i asl./asal. § 4-1. Den særskilte hjemmel for opprettelsen av aksjeklasser uten stemmerett, eller med begrenset stemmevekt, finnes i asl. § 5-3 første ledd og asal. § 5-4 første ledd. Dette er således et lovhjemlet unntak fra likhetsprinsippet i asl./asal. § 4-1 første ledd første punktum. I allmennaksjeselskap kreves det godkjenning fra Nærings- og handelsdepartementet¹¹⁶ dersom det samlede

¹¹⁴ Norsk Anbefaling: Eierstyring og selskapsledelse. Side 17

¹¹⁵ OECD (2004) Side 44

¹¹⁶ Forskrift om delegering av myndighet etter aksjeloven og allmennaksjeloven fra 1998

pålydende av aksjer i selskapet med stemmerettsbegrensninger skal utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen i selskapet.¹¹⁷

Hovedargumentet for bruk av stemmerettsløse aksjer i Norge er i henhold til forarbeidene at ”selskapene bør gis størst mulig fleksibilitet i spørsmål om finansiering av selskapet og ved dets organisering”.¹¹⁸ Før vedtakelsen av aksjeloven av 1976 var det en debatt hvorvidt bruken av stemmerettsløse aksjer skulle tillates brukt i norske selskaper, eller hvorvidt det skulle gjøres som visse andre europeiske land som hadde forbudt dette. Utfallet ble at stemmerettsløse aksjer ble tillatt. Konklusjonene var i følge forarbeidene som følgende:

”Når konklusjonen fra norsk side er blitt at stemmerettsløse aksjer fremdeles skal tillates, skyldes dette ikke bare at rådgiverne overveiende har vært bestemt imot en endring, men også at de momenter som taler imot regelen, vel ikke er særlig sterke. Det er ikke brakt i erfaring at de stemmerettsløse aksjer representerer noe problem i praksis, og dette kan det likeledes være grunn til å legge vekt på.”¹¹⁹

Et selskap kan ha flere mulige formål for øye ved å opprette aksjeklasser med stemmerettsbegrensninger. Forarbeidene til den gamle aksjeloven tar for seg en del av dem.¹²⁰ Blant annet vil en slik begrensning kunne virke effektivt når det gjelder å sikre kontroll for aksjonærer som er interessert i et langsiktig eierskap, fremfor de investorene som kun er interessert i en finansiell investering.¹²¹ Dette vil for eksempel kunne være tilfellet dersom en gruppe med gründere ønsker å beholde kontrollen over selskapet, også etter at de i fremtiden foretar en kapitalforhøyelse ved å tilføre selskapet kapital fra markedet.¹²²

Før 1995 var det, som nevnt, også et poeng for norske selskaper å sikre nasjonale interesser ved å vedtektsbestemme at visse klasser (som regel A-aksjene) var forbeholdt

¹¹⁷ Allmennaksjeloven § 5-4 første ledd

¹¹⁸ Innstilling om lov om aksjeselskaper

¹¹⁹ Innstilling om lov om aksjeselskaper

¹²⁰ Ot.prp.nr. 19 (1974-1975) Side 122

¹²¹ Sundby (2003) Side 234

¹²² Woxholth (2007) Side 158

norske investorer, mens utenlandske investorer måtte forholde seg til en annen klasse (de såkalte F-aksjene). Disse begrensningene ble, som nevnt, opphevet som følge av EØS-avtalen.¹²³

Forarbeidene nevner også at forskjellige aksjeklasser kan være et virkemiddel for å motvirke fiendtlig oppkjøp. Det uttales om stemmerettsbegrensninger at: ”De vil ikke kunne hindre at et selskap blir kjøpt opp via aksjemarkedet, men stemmerettsbegrensninger vil hindre at en aksjeeier får kontroll over selskapet.”¹²⁴

Terminologien hva gjelder aksjeklasser er ikke helt fast. Uttrykkene ”ordinære aksjer” og ”preferanseaksje” har vært benyttet, men i Norge har de stemmesterke aksjene tradisjonelt blitt betegnet som A-aksjer, mens de stemmesvake aksjene har fått betegnelsen B-aksjer. Dette er kun sedvane blant norske selskaper, og for å fastlegge hvilke egenskaper den individuelle aksjeklasse har, må man tolke selskapets vedtekter.¹²⁵

5.2 Utbytte

Regulering av fortrinnsrett til utbytte for noen aksjeklasser har vært benyttet i en viss utstrekning i norske selskaper. Disse aksjene omtales gjerne som preferanseaksjer. Det er fortutsatt i asl./asal. § 4-1 at aksjer kan ha ulik rett som et lovlig brudd med likhetsprinsippet. Dette er også slått fast i rettspraksis.¹²⁶ Således kan aksjer ved vedtektsbestemmelse være utelukket fra retten til utbytte, eller ha fortrinnsrett til utbytte.

En aksjeeiers rett til utbytte kan også reduseres med tilslutning fra den personen beslutningen går utover, jf asl./asal. § 5-20 første ledd nr. 5.

Bruken av preferanseaksjer i børsnoterte selskaper vil naturlig nok senke verdien på de andelene som står uten, eller med begrenset utbytte. Det vanligste er dog at preferanseaksjer benyttes av selskaper som ikke er børsnoterte. Det klassiske

¹²³ Sundby (2003) Side 234

¹²⁴ NOU 1985:33 Side 92

¹²⁵ Sundby (2003) Side 230

¹²⁶ RG. 2001 s. 1332

eksempelet på selskaper som ofte benytter seg av preferanseaksjer er familieselskaper, og i nyere tid selskaper innen private equity. Se kapittel seks for nærmere om disse selskapene. De ordinære vilkårene som følger for utdeling av utbytte etter asl./asal. § 8-1 må i alle tilfeller være oppfylt. En bestemmelse i asl./asal. § 8-3 annet ledd inneholder også et forbud mot å skille eierretten og utbytteretten av en andel for lenger enn to år. Dette dreier seg om aksjonærenes rett til å skille ut utbytteretten og ikke selskapets rett til å splitte rettighetene i forskjellige aksjeklasser. Bestemmelsen vil således ikke begrense selskapets adgang til å skille ut utbytterettigheten i forskjellige aksjeklasser. Dette ble fastslått i forarbeidene til aksjeloven av 1976¹²⁷ og er videreført i den nye loven.¹²⁸

I en lagmannsrettsdom fra 2000 ble det drøftet hvorvidt en utdeling av midler fra et selskap var utbytte, som etter vedtektene kunne skjevdeles, eller om det var en utdeling som et ledd i avvikling av selskapet.¹²⁹ Lagmannsretten kom til at det dreide seg om et utbytte, at utdelingen ikke var urimelig etter asl. § 5-21 da den var vedtektsfestet og at generalforsamlingens vedtak således var gyldig.

Dersom det er fastsatt i vedtektene, kan visse aksjeklasser også ha fortrinnsrett til likvidasjonsutbytte etter asl./asal. § 16-9. Likvidasjonsutbytte er den frie egenkapitalen som er igjen etter at selskapets forpliktelser er oppfylt, og denne kan deles ut til aksjonærene. Dersom det foreligger fortrinnsrett i noen aksjeklasser, må denne fortrinnsretten respekteres.¹³⁰ Utenlandske investorer er ofte interessert i fortrinnsrett til både utbytte og likvidasjonsutbytte.

5.3 Omsettelighet

Det rettslige utgangspunktet i norsk selskapsrett har vært et prinsipp om aksjers frie omsettelighet. Bakgrunnen for dette er at investeringer i aksjer normalt foretas for å oppnå avkastning og/eller for å oppnå profitt ved fremtidig salg.¹³¹ Dette prinsippet kommer blant annet til uttrykk i asl. § 4-15 og asal. § 4-15, men med unntak for

¹²⁷ Innstilling om lov om aksjeselskaper. Side 61

¹²⁸ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 602

¹²⁹ RG. 2001 s. 1332

¹³⁰ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 909

¹³¹ Ravlo-Losvik (2008) Side 87

begrensninger i lov, vedtekter eller aksjonæravtaler. I praksis inneholder disse utstrakt bruk av begrensninger, og en kan således si at det reelle hovedprinsippet blir begrenset omsettelighet etter dagens aksjelover.¹³² Aksjeloven fra 1976 inneholdt strenge regler for hvilke omsetningsbegrensninger som lovlig kunne tas inn i et selskaps vedtekter. Dette ble forandret med aksjeloven av 1997, som tillater alle former for omsetningsreguleringer i vedtektene og aksjonæravtaler. Dette kommer frem i forarbeidene:

”I lovutkastet er gjeldende § 3-2 annet punktum derfor sløyfet. Dette innebærer at alle former for omsetningsbegrensninger er i utgangspunktet er lovlige, uavhengig av om de er tatt inn i vedtektene eller regulert gjennom en aksjonæravtale.”¹³³

Aksjelovene tar som nevnt forbehold for begrensninger i vedtektene i bestemmelsene som omhandler omsetning av aksjer, se asl./asal. §§ 4-16 til 4-23. Slike begrensninger er hyppig brukt i praksis. Forarbeidene nevner at avtaleloven § 36 skal kunne benyttes dersom omsetningsbegrensningene i vedtektene eller aksjonæravtalene er urimelige, dette er som nevnt kommet til uttrykk i asl. § 4-15 fjerde ledd og asal. § 4-15 tredje ledd.¹³⁴

Det finnes flere mulige begrunnelser for at aksjeselskap ønsker å innføre omsetningsreguleringer. Line Ravlo-Losvik tar for seg de vanligste i sin artikkel fra 2008.¹³⁵

Den vanligste årsaken er at aksjeeierne ønsker å utøve kontroll over hvem som erverver aksjer i selskapet. Til dette kan personklausuler benyttes, eller det kan inntas forkjøpsrettsklausuler eller samtykkeklausuler i vedtektene. Bakgrunnen for dette ønsket om kontroll vil som regel være at aksjeeierne ønsker å opprettholde sin forholdsmessige eierandel.¹³⁶

¹³² Ravlo-Losvik (2008) Side 87

¹³³ NOU 1992: 29 Side 95

¹³⁴ NOU 1992:29 Side 95

¹³⁵ Ravlo-Losvik (2008)

¹³⁶ Ravlo-Losvik (2008) Side 88

Omsetningsbegrensninger som forkjøpsrett, opsjoner, kjøpeplikt og lignende kan også benyttes for å unngå låste situasjoner og å redusere risikoen for at aksjer blir ”verdiløse”, fordi de er innelåst av en majoritetseier.¹³⁷

5.4 Forkjøpsrett

Det vanlige utgangspunktet i aksjeselskapet er, i henhold til asl. § 4-19, at aksjeeierne har rett til å overta en aksje som har skiftet eier, med mindre noe annet er bestemt i vedtektene. Denne retten kan således fravikes i aksjeklasser. Det kan reguleres at enkelte aksjeklasser ikke skal ha forkjøpsrett, eller at enkelte aksjeklasser skal ha forkjøpsrett med bedre prioritet enn andre klasser. I allmennaksjeselskaper er utgangspunktet det motsatte, forkjøpsrett må være fastsatt i vedtektene, jf. asal. § 4-19.

Asl./asal. § 4-21 tredje ledd inneholder også en bestemmelse om at dersom forkjøpsretten benyttes, så kan den ikke utøves for et mindre antall aksjer enn det antall retten kan gjøres gjeldende for. Denne bestemmelsen skal sørge for at en aksjonær ikke blir sittende igjen med en ”rest” av en aksjepost som er ubetydelig, og uten verdi. I følge uttalelser i forarbeidene kan denne bestemmelsen fravikes i vedtektene,¹³⁸ og dette støttes også av Aarbakke med flere.¹³⁹

I henhold til asl./asal. § 4-22 annet ledd vil aksjeeiere i en aksjeklasse ha fortrinnsrett til kjøp av aksjer i samme klasse i forhold til aksjonærer i andre klasser. En naturlig forståelse av lovteksten vil således være at aksjonærer kan ha forkjøpsrett til aksjer i en annen klasse, men at de ville måtte stå tilbake for aksjonærer som har aksjer i den samme klassen. Dette kan reguleres nærmere i vedtektene, og er således ikke ufravikelig, dette følger av forarbeidene.¹⁴⁰ Et selskap kan for eksempel ha utstedt såkalt konvertible aksjer, som er aksjer i én klasse som kan byttes mot aksjer i en annen klasse. Dette kan kombineres med en fortrinnsrett for de aksjonærene som ønsker å gjennomføre byttet.

¹³⁷ Ravlo-Losvik (2008) Side 88

¹³⁸ Innstilling om aksjeselskaper. Side 82

¹³⁹ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 286

¹⁴⁰ NOU 1992:29 Side 102

Regulering av forkjøpsretten i enkelte aksjeklasser kan benyttes for å holde kontrollen innenfor en viss krets aksjonærer. Eksempelvis kan gründere i et selskap ønske å besitte en aksjeklasse, som har forkjøpsrett framfor andre, som en forsikring om at andelene ikke selges til investorer de anser for å være ”utenforstående”. Dette kan gjerne kombineres med å utstede aksjer som mangler stemmerett slik at gründerne også sitter igjen med aksjeklassen som har kontrollen over majoriteten av stemmene på generalforsamlingen.

5.5 Fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse

Som tidligere nevnt, har aksjeeiere fortrinnsrett til nye aksjer ved forhøyelse av aksjekapitalen etter asl./asal. § 10-4 første ledd. Dersom det foreligger flere aksjeklasser i selskapet, kan vedtektene bestemme at aksjonærene kun har fortrinnsrett innenfor den klassen de allerede eier andeler, jf. asl./asal. § 10-4 annet ledd annet punktum. En slik vedtektsbestemmelse vil være naturlig for å hindre at for eksempel aksjonærer med stemmerettsløse aksjer kjøper andeler med stemmerett. Det ville motvirke formålet med forskjellige aksjeklasser.

En bestemmelse i vedtektene som kun omhandler ulik fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse vil ikke automatisk kvalifisere som at det har oppstått flere aksjeklasser i selskapet.¹⁴¹ Det må fremkomme klart av vedtektene at aksjeklasser er etablert, og dette må ha skjedd før kapitalforhøyelsen. I følge Aarbakke med flere må ulikheten referere seg til rettigheter av annet slag, men i så fall vil hvilken som helst ulikhet være tilstrekkelig.¹⁴²

En fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse i sin respektive klasse vil kunne benyttes med hell for å forhindre at aksjonærenes forholdsmessige eierandel blir utvannet, når selskapet vokser og det hentes inn ekstra kapital fra eksterne investorer.

5.6 Rett til valg av styre

Retten til å velge styret ligger i utgangspunktet til generalforsamlingen, jf asl./asal. § 6-3 første ledd. Det fremkommer imidlertid, av tredje ledd i samme bestemmelse at

¹⁴¹ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 680

¹⁴² Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 680

generalforsamlingens valgrett kan overføres til andre. I følge Andenæs sin tolkning av forarbeidene,¹⁴³ må det være mulig å overføre denne retten til andre etter reglene om vedtektsendring.¹⁴⁴

Dersom det er ønskelig at en viss gruppe skal kontrollere hvem som sitter i styret, benyttes hovedsakelig stemmerettsbegrensninger i visse aksjeklasser til dette. På den måten vil styret fortsatt velges av generalforsamlingen, men det er kun en viss gruppe aksjonærer som har stemmerett. Dette forhindrer at det blir begrensninger på hvor mange styremedlemmer aksjonærene i realiteten kan utpeke, se asl./asal. § 6-3 tredje ledd sin begrensning vedrørende overført valgrett. I det beskrevne tilfellet er ikke valgretten overført, men i realiteten sitter en liten gruppe på makten til å beslutte hvem som skal sitte i styret. Dette benyttes i stor grad i mindre selskaper, hvor det er ønskelig å kontrollere hvem som sitter i styret.

Dette kan også kontrolleres ved å innta bestemmelser i vedtektene som setter vilkår for å være medlem av styreorganet, for eksempel at styremedlemmet må være aksjonær eller medlem av en forening.¹⁴⁵ Loven slår fast at valgretten ikke kan overføres til styret selv eller styrets medlemmer, jf. bestemmelsens tredje ledd. Andenæs hevder, derimot, at dette ikke kan gjelde ved overførselen av valgretten til en aksjonær som også sitter i styret.¹⁴⁶ En må anta at det han mener er at dersom aksjonæren får overført valgretten i egenskap av å være aksjonær og ikke i egenskap av å være styremedlem, så må det være tillatt.

¹⁴³ Ot.prp.nr. 19 (1974-1975)

¹⁴⁴ Andenæs (2006) Side 333

¹⁴⁵ Andenæs (2006) Side 334

¹⁴⁶ Andenæs (2006) Side 334

6 Utbredelsen av bruk av aksjeklasser i norske selskaper

6.1 Generelt om utbredelsen av bruken i Norge

I Norge har muligheten til å opprette aksjeklasser vært tilstede helt siden den første aksjeloven ble vedtatt i 1910.¹⁴⁷ Tendensen de senere årene har vært at flere selskaper som registrert ved Oslo Børs velger bort aksjeklasser som reguleringsmåte til fordel for vedtektsbestemte omsetningsreguleringer og eventuelt aksjonæravtaler. Blant selskaper som ikke er registrert på børs er aksjeklasser brukt i en noe større utstrekning.

Line Ravlo-Losvik foretok en undersøkelse i 2008 av 208 vedtekter for 103 selskaper.¹⁴⁸ Disse vedtektene ble plukket ut tilfeldig fra foretaksregisteret. Hun kom fram til at ca. tre prosent av alle selskapene hadde flere aksjeklasser. Til sammenlikning hadde nittiåtte prosent av alle selskapene, stiftet etter aksjeloven av 1997, omsetningsbegrensninger i form av styresamtykke og forkjøpsrett.

Tradisjonelt er det familieselskaper og mindre selskaper som ikke er børsregistrert som har benyttet seg av aksjeklasser. I de senere årene har også private equity-selskaper benyttet seg av aksjeklasser i stor utstrekning i sine investeringer.

Noe av grunnen til nedgangen av bruk av aksjeklasser i børsregistrerte selskaper kan være det ensidige fokus i økonomisk teori på at aksjeklasser fører til at selskapet blir priset lavere, og at det hindrer investorers mulighet til å investere i selskapet. Dette, i kombinasjon med corporate governance-anbefalingene og det generelle presset fra EU, kan ha ført til at norske initiativtakere føler at deres selskaper vil bli mer attraktivt nasjonalt og internasjonalt uten aksjeklasser. Dette følger også trenden i resten av Europa hvor bruken av aksjeklasser i børsnoterte selskaper har sunket jevnt. Allikevel er bruken av aksjeklasser forholdsvis mer vanlig i mange andre land i Europa enn det er i Norge. Sverige er et eksempel på et land hvor mange av de store selskapene har benyttet seg av aksjeklasser. Dette kan være et utslag av at Sverige har hatt mange store

¹⁴⁷ Aksjeloven fra 1910

¹⁴⁸ Ravlo-Losvik (2008) Side 90-92

selskaper med aktive eierfamilier. For eksempel bruker Wallenberg-familien aksjeklasser i mange av selskapene de kontrollerer.¹⁴⁹

Anne Cathrine Sundby har i sin artikkel fra 2003 foretatt en undersøkelse av selskaper på Oslo Børs som benytter seg av flere aksjeklasser.¹⁵⁰ Ved bruk av de tallene hun fant, tallene Bøhren og Ødegaard benyttet¹⁵¹ og forfatterens egne undersøkelser¹⁵² ser utviklingen på Oslo Børs/Oslo Axess de senere årene ut slik:

År	Prosentandel av selskaper registrert på Oslo Børs med flere aksjeklasser
1991	21 %
1996	14,5 %
2001	9,9 %
2010	1,6 %

Sundby noterer også at fenomenet med aksjeklasser har vært mest fremtredene i industri- og shippingselskaper. De tre selskapene på Oslo børs som er registrert med flere aksjeklasser er også i disse kategoriene: Hafslund ASA (strøm), Odfjell ASA (shipping) og Wilh. Wilhelmsen Holding ASA (shipping). Disse selskapene benytter B-aksjer som stemmerettsløse aksjer i følge deres corporate governance-rapporter som er tilgjengelig på deres websider.¹⁵³ I følge Hafslund er bruken av aksjeklasser historisk betinget,¹⁵⁴ og det samme gjelder antakelig for Wilh. Wilhelmsen Holding, da de skriver at de på nåværende tidspunkt ikke har noen plan om å slå sammen aksjeklassene.¹⁵⁵

I motsetning til de børsnoterte selskapene har det de senere årene vært en svak oppgang i bruken av aksjeklasser i selskaper som ikke er notert på børsen. Det er vanskelig å si

¹⁴⁹ Bøhren, Øyvind (2011) Side 53

¹⁵⁰ Sundby (2003)

¹⁵¹ Bøhren/Ødegaard (2000) Side 27

¹⁵² Ashami (2011)

¹⁵³ Odfjell Corporate Governance

¹⁵⁴ Hafslund ASAs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse

¹⁵⁵ Wilhelmsen Corporate Governance

noe om årsaken til dette, men som nevnt kan den økende investeringen i private equity være noe av grunnen til dette. For de siste syv årene ser statistikken slik ut (statistikken omfatter rundt 95 % av alle norske selskaper og tallene fra 2010 er fortsatt foreløpige):

År	Prosentandel av selskaper med flere aksjeklasser basert på Statistisk sentralbyrås statistikk angående Aksjer og kapitalutdelinger fra 2004 til 2010 ¹⁵⁶
2004	3,11 %
2005	3,57 %
2006	3,56 %
2007	3,62 %
2008	3,87 %
2009	3,87 %
2010	3,89 %

6.2 Konsekvensene (prisforskjeller)

Det er til nå, i denne avhandlingen, skrevet mest om hensynene bak bruken av aksjeklasser, men lite om de utilsiktede konsekvensene av bruken. I all hovedsak dreier disse konsekvensene seg om prisforskjeller. Forskjeller mellom prisingen av andeler med og uten begrensninger (typisk mellom A-aksjer og B-aksjer) og forskjell mellom prisingen av selskaper som opererer med flere aksjeklasser og de som ikke gjør det.

6.2.1 Prisforskjeller mellom aksjeklasser ved tvangsinnløsning

Spørsmålet om verdifastsettelsen av aksjer har vært oppe i norske domstoler ved flere anledninger, da gjerne i forbindelse med tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærs andeler etter allmennaksjeloven § 4-25. Høyesterett fastslo i en sak fra 2003 at løsningssummen skal tilsvare aksjenes virkelige verdi på tidspunktet da beslutning om tvungen overtakelse fremsettes, og at verdien skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har

¹⁵⁶ Langseth (2011)

samme verdi.¹⁵⁷ Spørsmålet om hvordan verdsettelsen skal foretas mellom forskjellige aksjeklasser har, så vidt jeg kjenner til, ikke vært oppe i høyesterett, men det har vært gjenstand for drøftelser i teorien og i hvert fall en avgjørelse i lagmannsretten.

I en lagmannsrettsavgjørelse fra 2007 uttalte retten at spørsmålet om prisforskjell mellom aksjeklasser ikke tidligere har vært behandlet av høyesterett eller lagrettene.¹⁵⁸ Retten kom frem til at det ikke er grunnlag for å gjøre en forskjell mellom A-aksjene og de stemmerettsløse B-aksjene i den situasjonen som forelå. Skillet mellom aksjeklassene var i det foreliggende tilfellet kun organisatoriske rettigheter, nemlig stemmeretten. Retten uttaler følgende:

”Dette er den naturlige konsekvens av at det er de underliggende verdier som skal fordeles mellom aksjonærene, uavhengig av hvilke verdier markedet tidligere har satt på aksjene. Den minoritetsaksjonær som blir tvunget ut av selskapet ved en tvangsinnløsning, skal ha direkte tilkomst til en forholdsmessig andel av verdien av selskapets aktiva og passiva, uten det filter som er en konsekvens av at eiendomsretten frem til tvangsinnløsningstidspunktet er knyttet til aksjen.”¹⁵⁹

Retten uttalte også at fastsettelse av en ulik innløsningssum for de to aksjeklassene kunne være i konflikt med et grunnleggende prinsipp om likestilling av aksjonærer, i ethvert fall når det kun er organisatoriske rettigheter som kan begrunne forskjellen. Retten begrunnet dette i at disse rettighetene er uten praktisk betydning når hovedaksjonæren har ervervet et tilstrekkelig antall aksjer til å blokkere et negativt flertall. Dette vil alltid være situasjonen når det er ervervet et tilstrekkelig antall aksjer til å kunne kreve tvangsinnløsning.

Denne oppfatningen har også en viss støtte i teorien. Mads Krohn har skrevet en artikkel om tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall. Oppsummeringsmessig er han enig med lagmannsretten når det kommer til rent organisatoriske rettigheter:

¹⁵⁷ Rt. 2003 s. 713

¹⁵⁸ RG. 2007 s.769

¹⁵⁹ RG. 2007 s. 769

”Avvik i organisatoriske rettigheter og avvik begrunnet i eierstruktur påvirker i prinsippet ikke aksjeeiernes rettigheter med hensyn til andel av avkastningen. Det ligger derfor nær ikke å hensynte disse”¹⁶⁰

Krohn fastholder imidlertid, at dersom det dreier seg om andre rettigheter, så må det tas hensyn til disse i verdifastsettelsen:

”Har forskjellige aksjeklasser avvikende vedtektsfestede økonomiske rettigheter, må dette hensyntas. Derimot gir ikke avvik i organisatoriske rettigheter grunnlag for å fravike likedelingsregelen.”¹⁶¹

Filip Truyen gir i en artikkel fra 2003 uttrykk for en litt annen oppfatning enn Krohn:

”Dette får betydning i forhold til selskaper med A- og B-aksjer. Det kan f.eks. tenkes at eneste forskjell er at B-aksjene ikke har stemmerett. Verdsettelse ut fra underliggende verdi er ikke ensbetydende med at slike A- og B-aksjer skal likestilles ved tvangsinnløsning. Riktignok skal det ved verdsettelsen ikke tas hensyn til at de innløste aksjene er en minoritetspost uten innflytelse i selskapet. Manglende strategisk posisjon virker ikke inn på verdsettelsen. Imidlertid vil ulik innflytelse som følge av inndeling i aksjeklasser, referere seg til rettigheter ved den enkeltes selskapsandel og ikke på hvordan aksjene er fordelt. Løsningssummen må derfor ta hensyn til slike forhold.”¹⁶²

Juridisk teori er samstemt når det gjelder at forskjeller i andelene bør påvirke prisingen, men dersom forskjellene er rent organisatoriske så foreligger det uenighet blant forfatterne om hvorvidt det bør virke inn på prisingen av andelene eller ikke.

6.2.2 Prisforskjeller mellom aksjeklasser i realiteten

Norsk rettspraksis og enkelte forfattere hevder altså at rent organisatoriske rettigheter som stemmerett ikke skal innvirke på verdifastsettelsen av aksjer ved tvangsutløsning. Et spørsmål som melder seg da er hvorvidt det i praksis på verdipapirmarkedene

¹⁶⁰ Krohn (2000) Side 82

¹⁶¹ Krohn (2000) Side 108

¹⁶² Truyen (2003) Side 348

foreligger en prisforskjell mellom disse aksjene. Som tidligere nevnt har økonomer tradisjonelt vært negative til bruken av aksjeklasser. Kort oppsummert er det fordi de mener aksjeklasser påvirker prisingen i en negativ retning. Det er skrevet mange artikler om dette både i Norge og i utlandet. Mads Krohn skriver for eksempel i sin artikkel vedrørende tvangsinnløsning:

”At en aksjeklasse har særlige organisatoriske rettigheter, eksempelvis særlig stemmerett, påvirker ikke aksjeeierens rett til utbetalinger fra selskapet. Ved verdsettelse skulle særlige stemmerettsregler slik være irrelevante. Likevel finner man i aksjemarkedet til dels betydelige avvik i kursnoteringen for stemmeberettigede og ikke stemmeberettigede aksjer. Historisk har slike avvik vært så vel positive som negative, altså at ikke stemmeberettigede aksjer har vært notert til høyere kurser enn stemmeberettigede. Men de negative avvik har neppe vært begrunnet i stemmeretten i seg selv, men heller i avvikende markeder for aksjene, jfr. punkt 6.5.4. Det må antas at aksjemarkedet typisk anser stemmeretten som en fordel.”¹⁶³

Dette stemmer også overens med observasjonene utført av professor Bernt Arne Ødegaard (ved Handelsskolen BI) i artikkelen ”Prisforskjeller mellom aksjeklasser” fra 1999.¹⁶⁴ Ødegaard tar for seg forskjellen i pris mellom A-aksjer og B-aksjer, både i Norge og utlandet. Han benytter seg av en verdi som reflekterer en ”stemmerettspremie” for å beskrive prisforskjellen i de enkelte land. I et tilfelle hvor kun A-aksjen har stemmerett regnes stemmerettspremien ut ved hjelp av følgende likning: $V = P_a - P_b / P_b$. I de fleste landene hvor undersøkelsen ble gjort på 80-tallet var stemmerettspremiene betydelige. Fra 5 % i noen land og helt opp til 82 % i Italia.¹⁶⁵

Norge har i dette henseende vært unik i sammenlikningen med andre land, da ”stemmerettspremien” her var negativ frem til 1995. B-aksjen var altså priset høyere enn A-aksjen. Grunnen til dette var utenlandsbegrensningene som ofte var tilknyttet A-

¹⁶³ Krohn (2000) Side 105

¹⁶⁴ Ødegaard (1999)

¹⁶⁵ Ødegaard (1999) Side 6

aksjene frem til 1995. Etter at disse forsvant har utviklingen vært som i andre land, A-aksjene har vært høyere priset.¹⁶⁶

Ødegaard oppsummerer empirien kort:

”Markedet er villig til å betale en høyere pris, både for aksjer med mer stemmerett, og for aksjer med mindre eierbegrensninger.”¹⁶⁷

I dag er det, som nevnt, kun tre selskaper på Oslo Børs som er registrert med flere aksjeklasser. I alle disse selskapene er B-aksjene stemmerettsløse på generalforsamlingen, Forskjellen i prisingen mellom de to aksjeklassene er meget liten i alle tre selskaper i henhold til de løpende kursoppdateringene til Oslo Børs.¹⁶⁸

6.2.3 Forskjell i verdsettelsen av selskaper som benytter seg av aksjeklasser

Som nevnt, kan det være forskjell i verdsettelsen av forskjellige aksjeklasser innen samme selskap, men aksjeklasser kan også bidra til å forandre verdien på selskapet i forhold til andre selskap.

Økonomisk teori er som nevnt skeptisk til aksjeklasser, og noen av grunnene til dette er at mange økonomer mener at aksjeklasser gjør selskapet mindre attraktivt for investorer og at de vanskeliggjør overtakelsen av selskapet.¹⁶⁹ Det blir også hevdet at aksjeklasser fører til en mindre effektiv styring av selskapet, som igjen fører til at selskapet ikke når sitt fulle verdipotensial. Dette har særlig blitt et forskningstema for amerikanske økonomer.¹⁷⁰

Enkelte juridiske forfattere har reist spørsmål om hvorvidt økonomenes skepsis til aksjeklasser er velbegrunnet. Rolf Skog er professor, leder av Sveriges corporate governance-utvalg og en av grunnleggerne av Nordisk Tidsskrift for Selskabsrett. Han har i en artikkel vedrørende takeover-direktivet i EU reist spørsmål om hvorvidt

¹⁶⁶ Ødegaard (1999) Side 8

¹⁶⁷ Ødegaard (1999) Side 7

¹⁶⁸ Kurser og marked, Oslo Børs.

¹⁶⁹ Norsk anbefaling: Eierstyring og selskapsledelse.

¹⁷⁰ Howell (2009)

aksjeklasser faktisk medfører en hindring i overtakelsesprosessen.¹⁷¹ Skog har støttet de svenske standpunktene i diskusjonen om det trettende selskapsdirektivet. Svensk næringsliv fremholdes i Winter-rapporten som et av de europeiske land med sterkest grad av familiekontroll over store selskapsgrupper, sammen med Italia. Sveriges posisjon var å motsette seg EU-lovgivning som ville redusere muligheten til å ha utstrakt bruk av effektive aksjeklasser.

Skogs tankegang er enkel å følge. Han sammenlikner antall overtakelser av selskaper i Sverige med England. England er regnet som et foregangsland i Europa med mange selskapsovertakelser, og bruken av stemmerettsbegrensninger forekommer nærmest ikke i børsnoterte selskaper. I Sverige er det utstrakt bruk av stemmerettsbegrensninger, men allikevel har de forholdsmessig flere selskapsovertakelser enn England. Dermed vil ikke teorien om at aksjeklasser med stemmerettsbegrensninger hindrer overtakelser være korrekt. Som forfatteren uttaler:

”Statistiken ger alltså inte något stöd åt hypotesen att röstvärdesskillnader mellan aktier skulle hindra eller dämpa takeover-aktiviteten.”¹⁷²

Skog tok også for seg antall overtakelsestilbud som var ”fiendtlige”, det vil si tilbud som ikke var fremforhandlet med styret i målselskapet, og heller ikke anbefalt av dette styret. Han finner at antall slike tilbud overfor selskaper med flere aksjeklasser ikke var signifikant lavere enn for selskaper uten aksjeklasser, og at det heller ikke var et betydelig antall overtakelser av slike selskaper som feilet, sammenliknet med andre selskaper.¹⁷³ Dette støttet hans hypotese om at aksjeklasser ikke forhindrer selskapsovertakelser nevneverdig.

Til tross for dette kan økonomer og investorers generelle skepsis til aksjeklasser føre til at de vegrer seg for å investere i selskaper med forskjellige aksjeklasser eller forsøke å overta disse, og således fører deres skepsis direkte til en verdiforringelse av disse selskapene.

¹⁷¹ Skog (2003)

¹⁷² Skog (2003) Side 475

¹⁷³ Skog (2003) Side 475-476

6.3 Særskilte selskapstyper med utstrakt bruk av aksjeklasser

Som tidligere nevnt, har særskilt industri- og shippingselskaper tradisjonelt benyttet seg av aksjeklasser. Det er flere grunner til dette. For det første har mange av disse selskapene vært startet innen familien, og det har således vært effektivt å benytte seg av aksjeklasser, se nedenfor om familieselskaper. For det annet har disse selskapene tradisjonelt hatt sterk styring av enten én person, eller en liten krets av personer. Disse har da ønsket å begrense andre investorers innflytelse ved hjelp av stemmerettsløse B-aksjer.

Tendensen i Norge er som nevnt at stadig færre selskaper som noteres ved Oslo Børs benytter seg av aksjeklasser. Sundby nevner i sin artikkel at stadig færre industri- og shippingselskaper noteres ved Oslo Børs.¹⁷⁴ I selskaper som registreres innen handel, eiendom, finans, IT og media er bruken av aksjer med stemmerettsforskjeller helt fraværende i følge Sundby.¹⁷⁵

6.3.1 Familieselskaper

Det klassiske eksempelet på bruk av aksjeklasser er i familiebedrifter. Ofte er aksjeklassene brukt for å sikre at familien beholder kontrollen i selskapet, eller å sikre den eldre generasjonen kontroll. Øyvind Bøhren er professor ved Handelshøyskolen BI og har skrevet en bok om familieeierskap i norsk næringsliv.¹⁷⁶ Bøhren definerer et familieselskap som et selskap hvor familien har eierandeler på minimum 50,1 prosent. I definisjonen ”familie” hører også svigerfamilier og søskenbarn inn.¹⁷⁷ Bøhren baserer boken på en empirisk undersøkelse av nesten hundre tusen norske selskaper, og han har funnet at eierfamilien i 68 prosent av norske aktive selskaper eier mer enn 50 prosent av aksjene.

I 82 prosent av selskapene har eierfamilien negativ kontroll, og i 60 prosent av selskapene har eierfamilien kvalifisert flertall. 49 prosent av alle selskapene er heleide familieselskaper.¹⁷⁸ Familieselskaper er således meget utbredt i norsk næringsliv.

¹⁷⁴ Sundby (2003) Side 233

¹⁷⁵ Sundby (2003) Side 233

¹⁷⁶ Bøhren (2011)

¹⁷⁷ Bøhren (2011) Side 179-180

¹⁷⁸ Bøhren (2011) Side 181-187

Aksjeklasser kan benyttes ved for eksempel generasjonsskifter i familieselskapene. Tore Bråthen fremstiller hvorfor aksjeklasser kan være meget praktisk ved generasjonsskifter:

”Da kan en løsning være at senior beholder en liten andel av aksjene (”A-aksjer”) som har all stemmerett eller den avgjørende stemmen i bestemte spørsmål. Junior får derimot en større andel av aksjene (”B-aksjer”) som ikke har full stemmerett, men som likevel gir rett til en andel av utbytte tilsvarende eierandelen i selskapet. En slik ordning innebærer at senior beholder den avgjørende innflytelsen over selskapet. Samtidig får junior størsteparten av utbyttet, noe som kanskje gjenspeiler hans eller hennes innsats for selskapet i inntektsåret. Med tanke på et senere arveoppgjør har junior også fått den største andelen av en eventuell verdistigning på selskapet etter at han eller hun overtok de stemmerettsløse B-aksjene.”¹⁷⁹

I dag er familieselskaper med flere aksjeklasser mindre vanlig blant de registrerte selskapene på Oslo Børs. Men som nevnt, er Wilh. Wilhelmsen Holding ASA fortsatt registrert med to aksjeklasser på Oslo Børs. Dette selskapet karakteriseres fortsatt som et familieselskap, dersom man legger professor Bøhren sin definisjon til grunn.

Problemstillingen med bruk av aksjeklasser i familiebedrifter har i den nyere tid vært debattert inngående i flere amerikanske medier. Bakgrunnen for dette er organiseringen av Rupert Murdoch's News Corp. News Corp har to aksjeklasser, A-aksjer som har begrenset stemmerett og B-aksjer med full stemmerett. I henhold til Financial Times eier Murdoch-familien tolv prosent av den totale aksjekapitalen i selskapet, men kontrollerer nesten førti prosent av stemmene.¹⁸⁰ Dette har gjort det meget vanskelig for de andre aksjonærene å utfordre Murdoch-familiens mange upopulære beslutninger i tiden det har stormet rundt News Corp. Det er påtakelig at så lenge investorene har tillitt til ledelsen i selskapet så vil ikke stemmerettsløse aksjer fremstå som et hinder for å investere i selskapet, men når denne tilliten forsvinner vil det bli et problem.

¹⁷⁹ Bråthen (2008) Side 80

¹⁸⁰ Burgess og Fenton (2011)

En annen type selskaper i USA som har valgt å organisere seg med bruk av flere aksjeklasser er de store, relativt nye internettelskapene. Google var først ut med å benytte flere aksjeklasser, og store selskaper som Facebook og LinkedIn har fulgt dette eksempelet.¹⁸¹ Bakgrunnen for denne organiseringen er gründerens ønske om å beholde kontrollen over selskapet selv om det blir børsnotert. Investorene har ikke reagert nevneverdig negativt på dette, da ledelsen i disse firmaene innehar stor tillitt i markedet.

6.3.2 Kraftselskaper

Industrikonsesjonsloven skal sikre offentlig eierskap av landets vannkraftsressurser på statlig, fylkeskommunalt og kommunalt nivå.¹⁸² Lovens § 2 oppstiller en regel om at to tredeler av det selskapet som ønsker konsesjon til å erverve eiendomsrett til vannkraft må være i offentlig eie. Det vil si at staten, fylkeskommunen og kommunen sammen eller alene minst innehar to tredeler av kapitalen, stemmene og organiseringen i selskapet slik at det foreligger reelt offentlig eierskap.

På bakgrunn av dette vilkåret er mange av de norske kraftselskapene organisert med flere aksjeklasser, slik at den ene klassen representerer to tredeler av andelene og kun kan eies av stat, fylkeskommune eller kommune. Dette er tilfellet i for eksempel Tafjord.¹⁸³ Kraftselskapet Eidsiva har organisert selskapet i fire aksjeklasser, dette for å sikre konsesjonen, men også for å sikre eierskap for kommuner i oppland og hedemark.¹⁸⁴

6.3.3 Private equity

En finansnæring i sterk vekst, i Norge og resten av verden, er investering i unoterte selskaper med tanke på å drive eller gjennomføre endringer i selskapet. Dette kan gjøres direkte, eller indirekte gjennom bruk av fond. Den europeiske risikokapitalforeningen EVCA definerer private equity som følger:

¹⁸¹ Bishop (2009)

¹⁸² Industrikonsesjonsloven fra 1917 § 1

¹⁸³ Tafjord Eierstyring og selskapsledelse 2011

¹⁸⁴ Eidsiva Styringsstruktur 2011

”Medium til langsiktig finansiering av egenkapitalen i unoterte bedrifter med vekstpotensial”¹⁸⁵

Dette omtales som regel som aktiv eierkapital eller investering i private equity (PE). Selskaper som spesialiserer seg på slike investeringer kalles gjerne for private equity-selskaper.¹⁸⁶ I Norge har denne bransjen økt betraktelig de senere årene. I 1997 var samlet reist kapital i private equity bransjen i Norge på 130 millioner kroner, mens den i 2006 var steget til 13 milliarder kroner.¹⁸⁷ Det fantes i 2005 mer enn 2700 private equity-fond i verden, og over 900 av disse var europeiske. De europeiske fondene forvalter alene over 245 milliarder euro.¹⁸⁸ I Norge har store aktører som ISS, Falken og SATS vært eid av private equity-fond.¹⁸⁹

Det finnes ulike måter å investere i private equity på, men den vanligste, som jeg skal ta for meg her, er oppkjøp av modne bedrifter med tanke på senere salg. Investeringsperioden i PE varierer, men er ofte på mellom syv og ti år.¹⁹⁰ Private equity-selskapet velger ut et målselskap de ønsker å kjøpe, og som oftest samarbeider de med ledelsen i det aktuelle selskapet. Det er i denne prosessen aksjeklasser ofte benyttes aktivt.

I det selskapet blir kjøpt opp forandres aksjeeierstrukturen og aksjonærenes ønske er en maksimering av egen profitt. I praksis får ofte PE-investorene rett på den første delen av overskuddet i selskapet, for eksempel 10 %. Etter dette har ofte ledelsen egne aksjeklasser som gir dem rett på en større andel av overskuddet, men med dårligere prioritet enn investorene. På denne måten får ledelsen et insentiv til å drive selskapet effektivt. Det er utallige muligheter for å bruke aksjeklasser til denne form for regulering, og det benyttes i stor utstrekning.¹⁹¹

¹⁸⁵ Reppen (2006) Side 70

¹⁸⁶ En introduksjon til private equity og venture capital (2011)

¹⁸⁷ St. meld.nr.7 (2008-2009)

¹⁸⁸ Reppen (2006) side 72

¹⁸⁹ Reppen (2006) side 73

¹⁹⁰ En introduksjon til private equity og venture capital (2011)

¹⁹¹ Croke (2010) Side 71

Aksjeklasser med diverse forkjøpsrettsklausuler benyttes også innen PE, i tillegg til de såkalte ”anti-dilution” klausulene. Disse klausulene skal hindre at investorens aksjer blir devaluert som følge av at det utstedes flere aksjer. Klausulene garanterer at investorens aksjer alltid vil være verdt minimum det samme som de ble kjøpt for, uavhengig av hvor mange nye aksjer som blir utstedt.

Mange av disse mulighetene benyttes aktivt innen private equity, enten vedtektsfestet som aksjeklasser, eller gjennom bruk av aksjonæravtaler. Selskapene det investeres i er ikke registrert på børs, eller de blir tatt av børs etter oppkjøp. Dette fører til at selskapene kan benytte de aksjeklassene de ønsker uten å ta hensyn til begrensningene som Oslo børs pålegger. Ved salg av selskapet blir ofte aksjeklassene slått sammen og selskapet blir registrert på børs igjen.

7 Aksjeklasser i europeisk rett

I dette kapittelet vil jeg forsøke å gi en oversikt over debatten som pågår innen EU-systemet rundt implementeringen av selskapsdirektivet fra 2004 som omhandler tilbud og oppkjøp av selskaper.¹⁹² Fokuset vil ligge på bruken av aksjeklasser i de europeiske statene og hvordan direktivet, og EUs forsøk på å samordne den europeiske selskapsretten, påvirker bruken av aksjeklasser i Europa og Norge.

7.1 Generelt om bruken av aksjeklasser i EU

Som tidligere nevnt, er det en utbredt oppfatning innen EU-systemet at aksjeklasser vanskeliggjør overtakelser av selskaper, og det er derfor et ønske om å begrense bruken av aksjeklasser mest mulig. EU ønsker derfor å legge seg på en linje som er mer lik USA, hvor aksjeklasser i børsnoterte selskaper har vært lite utbredt grunnet et forbud New York Stock Exchange lenge hadde mot forskjeller i stemmeretten til aksjene.¹⁹³ Det bør nevnes at bruken av aksjeklasser i USA har blitt mer utbredt de siste årene, og at amerikanske investorer ofte benytter aksjeklasser når de investerer i utenlandske selskaper.

¹⁹² Directive 2004/25/EC

¹⁹³ Ødegaard (1999) Side 5

Til tross for den nevnte skepsisen til aksjeklasser i EU er bruken av aksjeklasser svært utbredt i mange av landene i eurosonen. I følge en undersøkelse fra 2007 benyttet minst 20 prosent av alle børsnoterte selskaper i EU seg av flere aksjeklasser.¹⁹⁴ England har totalt sett flest selskaper med flere aksjeklasser, mens Danmark, Finland og Sverige har flest børsnoterte selskaper med flere aksjeklasser.¹⁹⁵

7.2 Lovreguleringen innen EU

EUs organer har vedtatt en rekke direktiver og forordninger på selskapsrettens område som er gjort til en del av EØS-avtalen. Så langt er det vedtatt ti direktiver, og utkast til fire andre foreligger.¹⁹⁶ Det er i hovedsak det trettende selskapsdirektivet som regulerer overtakelsestilbud i børsnoterte allmennaksjeselskaper som omhandler bruken av stemmerettsbegrensninger og aksjeklasser.

7.2.1 The Takeover Directive¹⁹⁷

Det trettende selskapsdirektivet ble vedtatt av Europaparlamentet den 21. april 2004 etter en lang politisk dragkamp. En av de mest kontroversielle delene av direktivet var den såkalte "breakthrough rule" i artikkel 11,¹⁹⁸ heretter gjennombruddsregelen, som var konstruert slik at et oppkjøpende selskap skulle kunne bryte gjennom kontrollstrukturer i selskapet de ønsket å kjøpe opp. Slike strukturer vil typisk være systemet med A- og B-aksjer. Direktivet skulle motvirke at disse strukturene hindret oppkjøp ved blant annet å nekte aksjer som hadde flere stemmeretter å benytte disse på generalforsamlingen når det ble votert om oppkjøpet.¹⁹⁹ Dette skulle gjøre det enklere å kjøpe opp selskaper. Dette var vanskelig å godta for mange europeiske stater som har et system med utstrakt bruk av slike strukturer. Det gjorde heller ikke saken bedre at regelen ikke omfattet alle strukturer, for eksempel pyramidestrukturene som er mye benyttet, blant annet i Italia.²⁰⁰

¹⁹⁴ Sjøfjeld (2009) Side 392

¹⁹⁵ Sjøfjeld (2009) Side 392

¹⁹⁶ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave (2004) Side 24-25

¹⁹⁷ Directive 2004/25/EC

¹⁹⁸ Directive 2004/25/EC

¹⁹⁹ Directive 2004/25/EC Art. 11

²⁰⁰ Sjøfjeld (2009) Side 391

Beate Sjøfjell har følgende kommentar om dette:

”This attempt to level the playing field by imposing an obligatory breakthrough rule that attacked a selection of the vast variety of control structures in Europe, while leaving the rest unchanged, never had a chance politically of being successful”²⁰¹

I forberedelsene til vedtakelsen av direktivet ble det utarbeidet en rapport av en gruppe som ble kalt ”The high level group of company law experts”. Gruppen ble ledet av Jaap Winter, og rapporten går under navnet The Winter-report.²⁰² I henhold til Winter-rapporten var målet med gjennombruddsregelen, i kombinasjon med styreansvarsregelen, å være et kompromiss mellom de nasjonale regelverkene og EUs ønske om en mer enhetlig europeisk selskapsrett.²⁰³ Det endelige resultatet ble mindre vidtgående enn det opprinnelige forslaget.

Kontroversen førte til at EU ble nødt til å innføre den såkalte ”optionality clause” i artikkel 12, det vil si at gjennombruddsregelen og enkelte andre kontroversielle regler i direktivet ble valgfrie for medlemslandene. Så langt har kun de tre baltiske statene valgt å vedta gjennombruddsregelen, mens 22 andre land har valgt ikke å innføre den.²⁰⁴

7.2.2 Inkorporeringen av direktivet i Norge

I 2005 la verdipapirmarkedslovutvalget fram en delinnstilling med utkast til endringer i reglene for overtakelse av selskaper for å gjennomføre direktivet i norsk rett.²⁰⁵

Utvalget foreslo diverse endringer i lov om verdipapirhandel, allmennaksjeselskapsloven og børsloven.²⁰⁶ Disse endringene ble senere gjennomført. Utvalget foreslo at gjennombruddsregelen ikke skulle innføres som obligatorisk i norsk rett, men kunne være valgfri for selskapene slik det er adgang til etter direktivet. I følge utvalget forelå det flere grunner til at dette var den beste løsningen. Utvalget uttaler:

²⁰¹ Sjøfjell (2009) Side 303

²⁰² The Winter-report (2002)

²⁰³ Sjøfjell (2009) Side 387

²⁰⁴ Sjøfjell (2009) Side 303

²⁰⁵ NOU 2005:17

²⁰⁶ NOU 2005:17. Side 8

”For det første er vedtektsbestemmelser som reduserer omsettelighet og stemmerett lite utbredt i Norge. Det ligger allerede en vesentlig beskyttelse av markedets effektivitet og aksjeeiere uten stemmerett i børs- og selskapsretten. Etter at antallet selskaper med flere aksjeklasser med ulik stemmevekt har vært sterkt redusert de senere årene, er det nå (pr. 02.06.05) bare tre noterte selskaper som har flere aksjeklasser med ulik stemmevekt. Gjennomskjæringsreglene i art. 11 inneholder også prinsipielt vanskelige rettslige spørsmål blant annet i forhold til erstatning som kan vise seg vanskelig å regulere på en måte som også beskytter de aksjeeierne som gjennom en høyere markedspris har betalt for stemmesterke aksjer. Når man heller ikke kan forvente at andre land innfører art. 11, jf. bl.a. SOU 2005:58 s. 129, ville det vært uforholdsmessig å pålegge norske selskaper dette. Det kan også være at selskaper har grunner som også i forhold til oppkjøpsituasjoner må anses som legitime for å ha vedtektsbestemte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger.”²⁰⁷

Utvalget foreslo derfor å gjøre regelen valgfri, og slik ble den også gjennomført i verdipapirhandelloven § 6-17 fjerde ledd. Regelen fastsettes i selskapets vedtekter av generalforsamlingen. Som man ser i utdraget, la utvalget også vekt på at få medlemsstater har valgt å gjøre regelen obligatorisk, i den forbindelse vises det til svensk rett.²⁰⁸

Direktivets artikkel 10 inneholder også bestemmelser som skal sørge for at medlemsstatene sikrer at selskapene offentliggjør detaljerte opplysninger som ansees relevante for en eventuell tilbyder. Disse reglene omfatter blant annet opplysninger om rettigheter og forpliktelser som knytter seg til aksjeklasser, og den prosentandel av aksjekapitalen disse utgjør. Disse reglene er ivaretatt gjennom bestemmelser i allmennaksjeselskapsloven, regnskapsloven²⁰⁹ og børsloven.

7.3 Kort om Golden Shares

En særskilt omdiskutert form for aksjeklasser er de såkalte ”golden shares”. Dette er aksjer som er gitt særskilte rettigheter, som oftest i form av en overlegen stemmerett.

²⁰⁷ NOU 2005:17. Side 55

²⁰⁸ NOU 2005:17. Side 55

²⁰⁹ Årsregnskapsloven fra 1998

De har vært benyttet i europeiske land i forbindelse med privatisering av tidligere heleide statlige industriforetak. Etter at bedriften har blitt privatisert, har staten beholdt en golden share og dermed sikret seg innflytelse i selskapet ved viktige beslutninger.²¹⁰

Golden shares er ikke omfattet av gjennombruddsregelen i selskapsdirektivet, i motsetning til det Winter-rapporten foreslo. Men det har gjennom rettspraksis blitt utformet en del regler rundt bruken av golden shares.²¹¹

Det har vært flere rettssaker innen EU-systemet mot stater som har benyttet seg av golden shares. Advokat Christopher Terkelsen leverte i 2008 en masteroppgave ved Universitetet i Oslo med tittelen: ”Spesielle statlige rettigheter i private selskaper – Golden Shares”.²¹² Terkelsen har senere bearbeidet avhandlingen til en rapport fra Stortingets utredningsseksjon med tittelen: ”Golden shares-dommene og deres innvirkning på Norge gjennom EØS-avtalen”.²¹³ Terkelsen gjennomgår her flere dommer angående golden shares i europeiske selskaper, og hvilken betydning dette vil ha for norsk rett gjennom EØS-avtalen.

Det vil ikke være hensiktsmessig å foreta en fullstendig gjennomgang av rettssakene²¹⁴ og virkningene av disse i denne avhandlingen, men jeg skal kort gjøre rede for hovedtrekkene i konklusjonen Terkelsen presenterer i sin rapport.

Terkelsen hevder at golden shares hovedsakelig er egnet til å hindre direkte investeringer i selskapet, fordi innflytelsen som oppnås av investorene vil være begrenset i forhold til den nasjonale selskapsrettens normalordning.²¹⁵ Han mener derfor at selskaper som benytter seg av golden shares i all hovedsak ikke fremstår som aktuelle oppkjøpskandidater overhodet, men at de fortsatt kan opptre som overtakende selskap. Dette fører til en ubalanse i forhold til EUs prinsipp om et fritt, indre marked. EF-domstolen har således gjennom rettspraksis satt forholdsvis strenge begrensninger

²¹⁰ Bråthen (2000)

²¹¹ Sjøfjeld (2009) Side 391

²¹² Terkelsen (2008)

²¹³ Terkelsen (2007/2008)

²¹⁴ Se blant annet C-282/04 og C-283/0:4 Kommissjonen mot Nederland (KPN & TPG), C-463/04 og 464/04 *Federconsumatori* m. fl. mot Comune de Milano og C-503/99 Kommissjonen mot Belgia.

²¹⁵ Terkelsen (2007/2008) Side 34

på hvordan medlemsstatene kan benytte seg av spesielle statlige rettigheter. På grunn av EØS-avtalen må disse avgjørelsene også antas å ha innflytelse på norsk rett, da EØS-avtalens punkter om fri flyt av kapital og etableringsretten må tolkes i lys av disse.²¹⁶

Terkelsen konkluderer med at dommene i hovedsak har to virkninger. Det første er at medlemslandene ikke kan inneha spesielle rettigheter i selskaper som ikke er av særskilt viktig betydning for nasjonen. Eksempler på slike viktige selskaper er typisk strømselskaper, telenettselskaper og muligens sentralbanker. EF-domstolen har fastslått at tobakkselskaper, flyselskaper og ordinære banker ikke hører inn under denne kategorien. For å etablere spesielle rettigheter i de viktige selskapene må statene klart kunne identifisere hva slags rettigheter de trenger kontroll over.²¹⁷

For det annet må disse kontrollmekanismene være forutberegnelige og tilgjengelige. I tillegg må disse mekanismene være mulige å få prøvet for domstolen, og ikke gå lenger enn det som er nødvendig for å oppnå den nødvendige kontrollen.²¹⁸

Det har ikke vært tradisjon for bruk av golden shares i Norge, og nå har altså disse dommene gjort mulighetene ytterligere begrenset.²¹⁹ Dette må tas inn i beregningen dersom staten ønsker å besitte en egen aksjeklasse i et selskap.

7.4 Kort om Europeiske Selskaper

7.4.1 Societas Europaea (SE)

I 2001 vedtok EU forordningen om det europeiske selskapet,²²⁰ og samtidig et tilhørende direktiv om ansattes medbestemmelsesrett.²²¹ Til sammen utgjør disse den grunnleggende reguleringen av den nye selskapsformen, Societas Europaea (SE), i EU. Innføringen av selskapet var et resultat av et ønske om å samordne den europeiske selskapsretten ytterligere. SE-selskapet skal være lett gjenkjennelig for næringsdrivende over hele Europa, det skal være mulig for selskapet å skifte nasjonalitet uten å oppløses

²¹⁶ Terkelsen (2007/2008) Side 34

²¹⁷ Terkelsen (2007/2008) Side 34

²¹⁸ Terkelsen (2007/2008) Side 34

²¹⁹ St.meld.nr.13 (2006-2007)

²²⁰ (EC) No 2157/2001

²²¹ Directive 2001/86/EC

og nystiftes, og det skal dessuten forenkle samarbeidet mellom selskaper i forskjellige stater innen EU og EØS.²²²

Direktivet ble implementert i norsk rett gjennom vedtakelsen av SE-loven i 2005.²²³ I henhold til forarbeidene var et av de viktigste kjennetegnene ved selskapsformen at: ”selskapet kan flytte hovedsetet til en annen EØS-stat uten å måtte gå veien om oppløsning og nystiftelse i den nye staten.”²²⁴

SE-selskapet er et selskap av ASA-typen som er grenseoverskridende.²²⁵ Dersom selskapet har forretningskontor i Norge, reguleres det av allmennaksjeselskapsloven, så fremt ikke annet følger av SE-forordningen eller SE-loven.²²⁶

SE-forordningen inneholder regler for etablering og virksomheten til SE-selskaper, men disse må suppleres med nasjonal lovgivning i det landet hvor selskapet har sitt forretningskontor, i tillegg til selskapets vedtekter.²²⁷ Det følger av direktivet at dersom selskapet har flere aksjeklasser, så skal det stemmes separat for hver aksjeklasse som blir påvirket av en beslutning på generalforsamlingen.²²⁸ SE-selskapet har fått begrenset betydning i praksis, da det er få selskaper som har valgt å organisere seg på denne måten.²²⁹ En av grunnene til den manglende oppslutningen rundt SE-selskapene kan være at nasjonal skattelovgivning i mange av medlemslandene ikke har holdt følge med utviklingen. Skattemyndighetene anser i mange tilfeller flytting av selskapets midler ut av den gjeldende skattejurisdiksjon som realisering eller likvidasjon, og krever således skatt av disse midlene.

7.4.2 Societas Privata Europaea (SPE)

I 2008 kom det et forslag fra kommisjonen til en ny europeisk selskapstype, det såkalte SPE.²³⁰ Denne selskapstypen skulle representere et alternativ til aksjeselskaper for små

²²² Bråthen (2003) Side 1

²²³ SE-loven fra 2005

²²⁴ Ot.prp.nr. 17 (2004-2005) Side 6

²²⁵ Bråthen (2003) Side 1

²²⁶ SE-loven fra 2005

²²⁷ Bråthen (2003) Side 1

²²⁸ (EC) No 2157/2001 Art. 60

²²⁹ Bråthen (2008) Side 5

²³⁰ COM (2008) 396/3

og mellomstore bedrifter. Bakgrunnen for forslaget er, i følge kommisjonen, at 99 prosent av selskapene i EU er små og mellomstore selskaper, men at disse selskapene kun står for åtte prosent av handelen over grensene. Forslaget skal gjøre det lettere for små bedrifter å handle og samarbeide over grensene, og således være et insentiv for økt handel mellom de ulike statene.²³¹ Tanken er at små selskaper ikke skal behøve å forholde seg til like strenge og kompliserte regler som de større selskapene. SPE-selskapene skal kunne stiftes i alle EU-stater, og gir aksjonærene stor frihet til å fastsette rettigheter og plikter i vedtektene.²³² Forslaget inneholder en lang liste over spørsmål aksjonærene må ta stilling til i vedtektene.²³³ Det følger av forslaget at selskapene skal kunne ha flere aksjeklasser.²³⁴

Forslaget er ennå ikke vedtatt på grunn av uenighet mellom medlemslandene på en rekke punkter. Blant annet var det opprinnelig foreslått at aksjekapitalen i SPE skulle være kun én euro.²³⁵ Mange land satte seg kraftig i mot dette, fordi det ble fryktet at dette skulle tiltrekke seg useriøse investorer.²³⁶ Dette har paralleller med debatten som har pågått i Norge angående den utstrakte bruken av norskregistrerte utenlandske foretak (NUF). Det vil imidlertid, være rimelig å anta at et kompromiss vil komme, og at forslaget etter hvert vil bli vedtatt. Dette vil påvirke Norge gjennom EØS-avtalen, og SPE-selskaper vil i fremtiden kunne bli et alternativ for norske næringsdrivende.

7.5 Selskapsrett i EU sammenliknet med norsk selskapsrett

Den enhetlige selskapsretten EU ønsker seg reflekterer de politiske overbevisningene som regjerer innen EU-systemet. Den ideelle selskapsretten innen EU legger til rette for at markedet kan regulere kjøp og salg av selskaper med færrest mulig hindre fra nasjonale og fellesskapsrettslige regelverk. Samtidig er det ønskelig med stor åpenhet rundt selskapene, og strenge regler om regnskap og rapportering.

Noe av denne tankegangen står i sterk kontrast til tradisjonell norsk politisk tankegang om sterk statlig styring og regulering av økonomiske virksomheter. Mange av kravene

²³¹ COM (2008) 396/3 Side 2

²³² Bråthen (2003) Side 3

²³³ COM (2008) 396/3 Side 37-39

²³⁴ COM (2008) 396/3 Art. 14

²³⁵ COM (2008) 396/3 Kapittel 4

²³⁶ Bråthen (2003) Side 4

til regnskap og rapportering vil imidlertid, være relativt like i Norge og EU. Som nevnt tidligere, vil EØS-avtalen kreve at Norge gjennomfører EUs regelverk på selskapsrettens område, i tillegg til at EU-domstolens avgjørelser vil ha prejudikatverdi i Norge når det gjelder tolkning av rettskildene innen i EU. Som en følge av dette vil norsk selskapsrett i fremtiden kunne utvikle seg til å bli mer lik selskapsretten i EU.

7.6 Mot en samlet europeisk selskapsrett?

Som vist ovenfor ønsker EU å koordinere selskapsretten i de enkelte medlemsland slik at selskapsretten innen EU blir mest mulig enhetlig. Det trettende selskapsdirektiv ble sterkt modifisert før det ble godkjent, og fikk således ikke den gjennomslagskraften mange hadde håpet på.²³⁷ Da mange av de viktigste reglene i direktivet ble gjort valgfrie for medlemslandene, ble ikke direktivet det store fremskrittet for en enhetlig europeisk selskapsrett, slik det var ment å være. Det ble vanskeligere enn forventet å få de europeiske landene til å gi slipp på sine kontrollmekanismer når det kom til selskaper og overtakelse.

På den annen side er det mange som mener det er blitt fokusert for mye på det negative ved direktivet. Det blir hevdet at selskapsdirektivet har gjort overtakelser over landegrensene enklere og mer oversiktlig, uavhengig av om den såkalte gjennombruddsregelen ikke blir benyttet.²³⁸ Ettersom de nasjonale regelverkene endres er det også sannsynlig at de europeiske selskapsformene vil bli benyttet i større utstrekning. EU vil med stor sannsynlighet fortsette sitt arbeid for en mer enhetlig europeisk selskapsrett, og det arbeidet vil også påvirke Norge gjennom EØS-avtalen.

8 Avsluttende kommentarer

Målet med denne oppgaven var å foreta en presentasjon av reglene og begrensningene som gjelder for bruken av aksjeklasser i norsk rett, for dermed å avgjøre hvorvidt det norske regelverket setter for vide eller snevre grenser for bruken av aksjeklasser. For å

²³⁷ Sjøfjeld (2009) Side 303

²³⁸ Wymeersch (2008) Side 14

belyse dette ønsket jeg i tillegg å foreta en kvantitativ undersøkelse av utbredelsen av bruken av aksjeklasser i Norge, og hvilken type selskaper som benyttet seg av disse.

Regelverket i Norge er relativt liberalt når det gjelder muligheten selskaper har til å knytte særskilte rettigheter og begrensninger til andeler ved hjelp av aksjeklasser i vedtektene. Rettigheter som er ansett som spesielt viktige for aksjonærene er imidlertid, gjort ufravikelige i lovverket, og EU-rett og børsrett legger også visse begrensninger på selskapenes vedtektsfrihet hva angår aksjeklasser. Enkelte særskilte selskapstyper som vannkraftverk og finansforetak er også avhenging av statlige konsesjoner, og dette har hatt innvirkning på disse selskapenes bruk av aksjeklasser. I tillegg inneholder det norske regelverket strenge flertallskrav til opprettelsen av aksjeklasser på generalforsamlingen. Disse kravene er i tråd med OECD sin anbefaling til selskapsledelse og kan virke begrensende på muligheten selskapene har til å opprette aksjeklasser etter stiftelse.

Den liberale lovgivningen i Norge er positiv på den måte at den gir stor frihet til næringsdrivende til å organisere selskapene sine slik de ønsker. Den gir en indikasjon på at lovgiver har ansett de næringsdrivende selv for å være best skikket til å beslutte hvilken organisasjonsform som passer best for deres formål. De empiriske undersøkelsene som er gjort på området er, som vist, sprikende i synet på om aksjeklasser er positivt eller negativt med hensyn til økonomisk vekst. En forsiktig konklusjon kan således være at den liberale norske lovgivningen er positiv, da det ikke er påvist åpenbare negative konsekvenser av bruken av aksjeklasser.

I tillegg har oppgaven synliggjort debatten som foregår innen EU angående bruken av aksjeklasser, og hvordan økonomisk teori hevder at aksjeklasser legger en begrensning på den økonomiske vekst i selskapene. Det kan synes som at bruken av aksjeklasser ikke har nevneverdig negativ virkning på prisingen av selskapet, så fremt investorene har tiltro til ledelsen i selskapet. Kortsiktige investorer vil således ikke nødvendigvis oppfatte aksjeklasser som noe negativt.

Den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse er negativ til bruken av aksjeklasser, og kan derfor virke begrensende på bruken, selv om anbefalingen ikke har

noen direkte bindende virkning. I fremtiden er det mulig at selskapsretten innen EU vil bli enda mer enhetlig, og Norge vil følge etter som et resultat av våre forpliktelser gjennom EØS-avtalen. En nærmere gjennomgang av bruken av aksjeklasser i Norge kan avsløre at aksjeklasser fortsatt kan benyttes til proteksjonistiske formål (for eksempel i kraftselskaper), selv om adgangen til å opprette egne aksjeklasser for utlendinger er stengt.

Aksjeklasser er mindre brukt i norske selskaper som er børsnotert enn før. Fremstillingen har vist at det tradisjonelt har vært familieselskaper og industriselskaper som har benyttet seg av aksjeklasser. Begrensninger i stemmeretten og fortrinnsrett til utbytte har vært de vanligste egenskapene til aksjeklassene i disse selskapene. I de unoterte selskapene benyttes aksjeklasser fortsatt, og den økende investeringen i private equity har også ført til en viss oppsving i bruken av aksjeklasser.

9 Kilder

9.1 Lover, forskrifter og internasjonale rettskilder

9.1.1 Lover

1910 Lov av 19. Juli 1910 nr. 1 om aksjeselskaper

1917 Lov om industrikonsesjon av 14. desember 1917 nr. 16
(Industrikonsesjonsloven)

1918 Lov av 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fulmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven)

1992 Lov av 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 av 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven, asl.)

1997 Lov av 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven, asal.)

1998 Lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap mv.

2002 Lov av 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven)

2005 Lov av 1. april 2005 nr. 14 om europeiske selskaper ved gjennomføring av EØS-avtalen vedlegg XXII nr. 10a (rådsforordning (EF) nr. 2157/2001) (SE-loven)

2007 Lov av 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (Børsloven)

2007 Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

9.1.2 Forskrifter

1998 Forskrift av 17. juli 1998 nr. 619 delegering av myndighet etter aksjeloven og allmennaksjeloven

2007 Forskrift av 29. Juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder (børsforskriften)

9.1.3 Europeiske rettskilder

2001 COUNCIL REGULATION (EC) No 2157/2001. On the statute for a European Company (SE)

2004 Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids

2008 COM (2008) 396/3. Proposal for a council regulation on the Statute for a European private company

9.2 Forarbeider

NOU 1985:33. Lov om verdipapirbørs (børslov)

NOU 1992:29. Lov om aksjeselskaper

NOU 1996:3. Ny aksjelovgivning

NOU 2005:17. Om overtakelsestilbud (Tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskaper)

NOU 2011:8. Ny finanslovgivning

Innstilling om lov om aksjeselskaper. Bergen 1970

Ot.prp.nr. 19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper

Ot.prp.nr.5 (1982-1983) Generell formuerettslig lempingsregel, endringslov.

Ot.prp.nr.36 (1993-1994) Om ny aksjelov

Ot. prp. nr. 44 (1997-1998) Forsikringslovgivningen, aksjelovgivningen og enkelte andre lover

Ot.prp.nr. 17 (2004-2005) Om lov om europeiske selskaper ved gjennomføring av EØS-avtalen vedlegg XXII nr. 10a (rådsforordning (EF) nr. 2157/2001) (SE-loven)

St.prp.nr.32 (2005-2006) Om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 70/2005 av 29. april 2005 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud. Tilråding fra Utenriksdepartementet av 9. desember 2005, godkjent i statsråd samme dag. (Regjeringen Stoltenberg II)

Prop. 148 L (2010-2011) Proposisjon til stortinget (forslag til lovvedtak). Endringer i aksjeloven mv. (nedsettelse av kravet til minste aksjekapital mv.) Tilråding fra Justis- og politidepartementet av 2. september 2011, godkjent i statsråd samme dag. (Regjeringen Stoltenberg II)

St.meld.nr. 13 (2006-2007) ”Et aktivt og langsiktig eierskap”

St. meld.nr.7 (2008-2009) ”Et nyskapende og bærekraftig Norge”

Tolkingsuttalelse av Justisdepartementets lovavdeling 2925/85 E GW/GK

9.3 Domsregister

9.3.1 Norske dommer

Rt. 1931 s. 374

Rt. 1935 s. 88

Rt. 1989 s. 166

Rt. 1992 s. 660

Rt. 1995 s. 46

Rt. 1995 s. 1026

Rt. 2007 s. 713

RG. 2001 s. 1332

RG. 2007 s. 769

9.3.2 EU-dommer

Forente saker: C-282/04 og C-283/0:4 *Kommissjonen mot Nederland (KPN & TPG)*.

Saml. 2006 side I-09141

Forente saker: C-463/04 og 464/04 *Federconsumatori m. fl. mot Comune de Milano*.

Saml. 2007 side I-10419

C-503/99 *Kommissjonen mot Belgia*.

Saml. 2002 side I-04809

9.4 Litteraturliste

9.4.1 Bøker

Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave. Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre. 2. utg. Oslo, 2004.

Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. 2. utg. Oslo, 2006

Andenæs, Mads Henry. *Selskapsrett*. 1. utg. Oslo, 2007

- Andenæs, Mads Henry. *Hvem er bundet av en aksjonæravtale?* I Institutt for privatrett, Skriftserie 175, 2009: *Tre foredrag om aksjonæravtaler*. Oslo, 2009.
- Andenæs, Mads Tønnes og Bjørland, Jan. *Børsregler*. Oslo, 1991
- Augdahl, Per. *Aksjeselskapet etter norsk rett*. 3. utg. Oslo, 1959
- Bråthen, Tore. *Personklausuler i aksjeselskaper*. Oslo, 1996
- Bråthen, Tore. *Selskapsrett*. 3. utg. Oslo, 2008
- Bøhren, Øyvind. *Eierne, styret og ledelsen – Corporate governance i Norge*. Bergen, 2011
- Croke, Helen. *Equity finance*. I: *Private Equity – A transactional analysis* (Editor Chris Hale). 2. utg. London, 2010. S. 55
- Eckhoff, Torstein og Jan E. Helgesen. *Rettskildelære*. 5. utg. Oslo, 2001
- EØS-rett*. Fredrik Sejersted, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad og Olav Kolstad. 3. utg. Oslo, 2011.
- Hov, Jo. *Avtalerett*. 2. utg. Oslo, 1992
- Huser, Kristian. *Avtalesensur*. 1. utg. Bergen, 1984
- Reppen, Erik. *Alternative investeringer*. Oslo, 2006.
- Sjåfjeld, Beate. *Towards a Sustainable European Company Law*. Nederland, 2009.
- Woxholth, Geir. *Selskapsrett*. 2. utg. Oslo, 2007

9.4.2 Artikler

Bishop, Matthew (Business editor, New York). *More equal than others*. I The Economist. Nettutgaven. New York, 26. november 2009. Fra <http://www.economist.com/node/14977254> [Sitert 18. oktober 2011]

Bråthen, Tore. *Aksjeklasser*. I tidsskriftet Magma (3/2000) Fra www.magma.no [Sitert 8. september 2011]

Bråthen, Tore. *Aksjonæravtaler*. I tidsskriftet Magma (1/2000) Fra www.magma.no [Sitert 21. september 2011]

Bråthen, Tore. *Societas Europaea – SE-selskapet*. I tidsskriftet Magma (5/2003) Fra www.magma.no [Sitert 11. oktober 2011]

Bråthen, Tore. *Societas Privata Europaea – SPE*. I tidsskriftet Magma (4/2008) Fra www.magma.no [Sitert 11. oktober 2011]

Burgess og Fenton. *Call for News Corp vote against Murdochs*. I Financial Times. Nettutgaven. London/New York, 10. oktober 2011. Fra http://www.ft.com/intl/cms/s/0b31b3fe-f363-11e0-b98c-00144feab49a,Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F0b31b3fe-f363-11e0-b98c-00144feab49a.html&_i_referer=#axzz1bgRnAhWY [Sitert 18. oktober 2011]

Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard. *The ownership structure of Norwegian firms: Characteristics of an outlier*. Oslo, 2000. Hentet fra BI sine websider, http://finance.bi.no/~bernt/papers/eierstru_descriptive_report/desc-report.html [Sitert 5. september 2011]

Eidsiva, *Styringsstruktur*. Hamar, 2011. Hentet fra http://www.eidsivaenergi.no/Documents/om_eidsiva/Aksjon%c3%a6ravtale_2006.pdf [Sitert 27. oktober 2011]

Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*. London 2010. Hentet fra

http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/Corporate_Governance/UK%20Corp%20Gov%20Code%20June%202010.pdf [Sitert 19. oktober 2011]

Hafslund ASA, *Hafslund ASAs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse (corporate governance)* Oslo, 2011. Hentet fra http://www.hafslund.no/files/file/om_hafslund/investor/Corporate_Governance/Eierstyring_og_selskapsledelse_feb2011.pdf [Sitert 12. oktober 2011]

Howell, Jason W. *Essay on the U.S. Dual-Class Share Structure*. Athens, Georgia, 2009. Hentet fra http://www.terry.uga.edu/finance/docs/howell_dual_class_share.pdf. [Sitert 18. oktober 2011]

Krohn, Mads. *Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall*. I: Tidsskrift for Forretningsjus 2000 s.20 [Sitert fra Lovdata, 5. september 2011]

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES). *Norsk anbefaling, Eierstyring og selskapsledelse*. 21. oktober 2010. Hentet fra www.nues.no [Sitert 8. september 2011]

Norsk Venture (nvca), *En introduksjon til private equity og venture capital*. Oslo, 2011. Hentet fra <http://www.nvca.no/index.aspx> [Sitert 19. oktober 2011]

Odfjell ASA, *Corporate Governance*. Bergen, 2011. Hentet fra <http://www.odfjell.com/AboutOdfjell/CorporateGovernance/Pages/CorporateGovernance.aspx> [Sitert 12. oktober 2011]

OECD, *Principles of Corporate Governance*. Paris, 2004. Hentet fra www.oecd.org [Sitert 8. september 2011]

Oslo Børs, *Kurser og marked*. Hentet fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockList?newt__menuCtx=1.1 [Sitert 19. oktober 2011]

Oslo Børs, *Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper*, Oslo 2011. Hentet fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere> [Sitert 19. oktober 2011]

Ravlo-Losvik, Line. *Omsetningsreguleringer i aksjeselskaper – problemstillinger, utfordringer og løsninger*. I: Tidsskrift for forretningsjuss 2008 s. 87 [Sitert fra Lovdata, 20. august 2011]

Røsting, Marius. *Omsetningsbegrensninger i aksje- og allmennaksjeselskaper*. Oslo, 2009. Hentet fra <http://www.duo.uio.no/publ/jus/2009/97206/97206.pdf> [Sitert 25. august 2011]

Sundby, Anne Cathrine. *Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett*. I: Nordisk tidsskrift for selskabsret nr 2, 2003 [Sitert fra Lovdata, 20. august 2011]

Skog, Rolf. *Förslaget till takeover-direktiv, "breakthrough"-regeln och aktier med olika röstvärden*. I: Nordisk tidsskrift for selskabsret nr 4. 2003 [Sitert fra Lovdata, 25. september 2011]

Tafjord, *Eierstyring og selskapsledelse*. Ålesund, 2011. Hentet fra <http://www.tafjordkonsern.no/ftp/08/Index.asp?Lang=Nor&Meny=5&id=17> [Sitert 27. oktober 2011]

Terkelsen, Christopher Andreas. *Spesielle statlige rettigheter i privatiserte selskaper – Golden Shares*. I masteroppgave levert ved UiO i 2008. Hentet fra <http://www.duo.uio.no/sok/work.html?WORKID=77492> [Sitert 27. september 2011]

Terkelsen, Christopher Andreas. *Golden shares-dommene og deres virkning på Norge gjennom Eøs-avtalen*. I Perspektiv 07/08 fra Stortingets utredningsseksjon. Hentet fra <http://www.stortinget.no/no/Stortinget-og-demokratiet/Administrasjonen/Avdelinger-og-seksjoner/Informasjons--og-dokumentasjonsavdelingen-/Stortingets-utredningsseksjon/Perspektiv/> [Sitert 5. oktober 2011]

Truyen, Filip. *Norway Seafoods-dommen: Et signal om bedre minoritetsvern?* I: Nordisk tidsskrift for selskabsret 2003 s 343 (NTFSR-2003-343) s. 348 [Sitert fra Lovdata, 12. oktober 2011]

Ødegaard, Bernt Arne. *Prisforskjeller mellom aksjeklasser*. Oslo 1999. Hentet fra <http://finance.bi.no/~bernt/publications/> [Sitert 25. august 2011]

Winter, Garrido Garcia, Hopt, Rickford, Rossi, Schans Christensen og Simon. *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*. Brussel, 4. november 2002. (The Winter-report) Hentet fra http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf [Sitert 25. august 2011]

Wilhelmsen ASA, Corporate Governance. Hentet fra <http://www.wilhelmsen.com/about/invest/corporate/CorporateGovernanceReport2010/Pages/Equaltreatmentofshareholdersandtransactionswithcloseassociates.aspx> [Sitert 12. oktober 2011]

Wymeersch, Eddy. *The takeover Bid Directive, light and darkness*. Gent, 2008. Hentet fra http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086987 [Sitert 3. oktober 2011]

9.5 Personlig meddelelse

Ashami, Bahiya (Oslo Børs). E-post. 25. august 2011

Langseth, Arild (Statistisk sentralbyrå). E-post. 26. september 2011.

Johannessen, Arild (Wilh. Wilhelmsen Holding ASA). E-post. 7. oktober 2011.