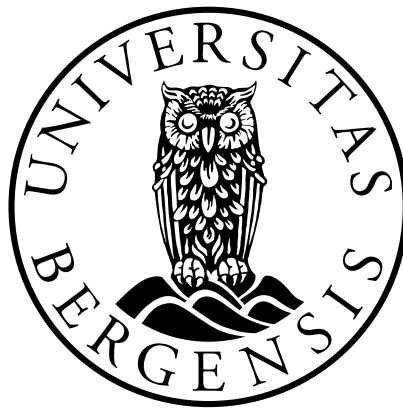


Urimelig lave utbytter i aksjeselskaper

En analyse av når restriktiv utbyttepraksis kan gi grunnlag for aksjerettslige sanksjoner

Kandidatnummer: 156

Antall ord: 14.895



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10.12.2020

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	1
1 Innledning.....	3
1.1 Tema, aktualitet og problemstilling.....	3
1.2 Rettskildebildet.....	4
1.3 Avgrensninger	4
1.4 Oppgavens struktur.....	5
2 Relevante selskapsrettslige hensyn	6
2.1 Innledning.....	6
2.2 Majoritetsprinsippet.....	6
2.3 Effektivitetshensynet	7
2.4 Det forretningsmessige skjønn	8
2.5 Minoritetsvernet.....	8
2.6 Likhetsprinsippet	9
2.7 Vinningsformålet.....	10
2.8 Sammenhengen mellom aksjelovens regulering av utbyttebeslutningen og relevante hensyn.....	11
3 Hva gjør en utbyttepolitikk «urimelig»?	14
3.1 Innledning.....	14
3.2 Hensyn bak asl. §§ 8-4 og 5-21	14
3.2.1 Spesialbestemmelsen.....	14
3.2.2 Generalklausulen.....	15
3.2.3 Oppsummering	17
3.3 Hvordan skal urimelighetsvilkårene tolkes?.....	17
3.3.1 Utgangspunkter	17
3.3.2 Tersklene for urimelighet	18
3.3.3 Oppsummering	21
3.4 Relevante momenter i urimelighetsvurderingen.....	22
3.4.1 Utgangspunkter	22
3.4.2 Hensynet til aksjeeierne	23
3.4.3 Hensynet til selskapets likviditet.....	33
3.4.4 Forholdene ellers	38

3.5	Helhetsvurderingen.....	43
3.5.1	Innledning.....	43
3.5.2	Hvordan skal domstolen utøve rimelighetskjønnet?.....	43
3.6	Konklusjoner	45
4	Avsluttende refleksjoner rundt hvordan man som aksjonær angriper restriktiv utbyttepolitikk	47
	Litteraturliste	51

1 Innledning

1.1 Tema, aktualitet og problemstilling

I dag må mange aksjeselskaper omstille seg blant annet på grunn av samfunnets uttalte mål om å foreta «det grønne skiftet», den pågående pandemien og omfattende teknologiutvikling. Slike omstillingsprosesser er kapitalkrevende. I lys av dette må selskapene ta et valg. Skal noe av et eventuelt overskudd tilfalle aksjonærene? Eller skal overskuddet holdes i selskapet for å håndtere nødvendige omstillingsprosesser best mulig? Hvordan aksjeselskaper utformer en optimal utbyttepolitikk er altså en aktuell problemstilling.

I lukkede aksjeselskaper, som denne oppgaven skal handle om,¹ realiseres eventuell avkastning på aksjeinvesteringen sjelden av videresalg, ettersom det normalt er vanskelig å selge aksjene.² Utbyttebetaling blir derfor den vanligste og kanskje viktigste måten for aksjonærene å realisere avkastning på. Selskapets utbyttepolitikk er slik sett en viktig del av aksjeeierskapet. Mot dette bakteppet er det ikke uvanlig at en aksjeminoritet, som ikke får solgt aksjene sine, forventer høye utbytter når selskapet går godt. Aksjemajoriteten som kontrollerer selskapet, har imidlertid stor frihet til å føre restriktiv utbyttepolitikk dersom den mener at selskapets behov for egenkapital er stort. Uenighet om utbyttepolitikk utgjør dermed en typisk interessemotsetning mellom majoritets- og minoritetsaksjonærer.

Videre har Høyesterett plassert den nevnte interessemotsetning i en annen aksjerettslig kontekst enn det som har vært vanlig, noe som gjør den aktuell rettslig, jf. HR-2016-1439-A. Tidligere ble asl. § 8-4 ansett som det beste rettsmiddelet mot uforholdsmessig restriktiv utbyttepolitikk. Dette utgangspunktet gjelder nok fortsatt.³ Høyesterett fastslår i den nevnte HR-2016-1439-A at generalklausulen mot myndighetsmisbruk *også* kan anvendes, jf. asl. § 5-21. Betydningen HR-2016-1439-A har for forholdet mellom asl. §§ 5-21 og 8-4 er sparsommelig behandlet i teorien. Behandlingen av oppgavens hovedproblemstilling skal belyse dette forholdet nærmere.

Som antydnet ovenfor, søker asl. §§ 5-21 og 8-4 å håndtere den typiske interessemotsetningen om utbyttepolitikk mellom majoritets- og minoritetsaksjonær. Begge bestemmelser hjemler aksjerettslige sanksjoner. Aksjeloven § 8-4 gir domstolen adgang til å øke utbyttet fastsatt av

¹ Lukkede aksjeselskaper reguleres av lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven). Heretter «asl.».

² NOU 1996: 3 s. 73.

³ Truyen (2005) s. 442.

selskapet for et konkret regnskapsår. Aksjeloven § 5-21 åpner blant annet for at aksjeposter kan innløses, eller at selskapet kan oppløses, jf. asl. §§ 4-24 og 16-19. Et grunnvilkår i begge tilfeller er at utbyttepolitikken må være «urimelig». Oppgavens hovedproblemstilling er dermed hva som utgjør en «urimelig» utbyttepolitikk etter aksjeloven.

1.2 Rettskildebildet

Opgavens primære rettskilde er aksjeloven. Tilhørende forarbeider gir viktige tolkningsbidrag. Avgjørelsen inntatt i HR-2016-1439-A er av sentral betydning for oppgaven. Jeg vil også anvende annen relevant rettspraksis fra Høyesterett. Mengden høyesterettspraksis er imidlertid begrenset, og derfor viser jeg til relevant underrettspraksis. Selv om underrettspraksis har liten rettskildemessig vekt, kan den gi eksempler på aktuelle problemstillinger, argumentasjonsmønster og rettsoppfatninger. Juridisk teori spiller en tilsvarende rolle i oppgaven. Jeg anvender også en del nordiske rettskilder. Den norske selskapslovgivningen bygger på et bredt samarbeid mellom de nordiske landene. Målet har vært å utvikle en felles nordisk tilnærming til selskapsretten.⁴ Dermed kan nordiske rettskilder innenfor selskapsretten være relevante i analysen av hovedproblemstillingen.

1.3 Avgrensninger

Jeg avgrenser mot allmennaksjeselskaper, ettersom oppgavens tematikk sjelden er praktisk i allmennaksjelovens forstand.⁵ Aksjer i allmennaksjeselskaper foreligger det normalt et marked for, slik at det er lettere å selge dem på markedsmessige vilkår.⁶ Derfor er det mer nærliggende å avhende aksjene enn å angripe utbyttepolitikken rettslig, dersom aksjonærene misliker utbyttepolitikken.

Videre aktualiserer oppgavens tema flere spørsmål enn hovedproblemstillingen, eksempelvis tilknyttet de øvrige vilkårene i asl. § 8-4, og andre grunnlag for myndighetsmisbruk etter asl. § 5-21. En annen relevant problemstilling er hva som skal til for at myndighetsmisbruk, i form av restriktiv utbyttepolitikk, kan føre til innløsning og oppløsning. Det er imidlertid ikke mulig å behandle alle de nevnte problemstillingene på en tilfredsstillende måte innenfor oppgavens

⁴ Se Skåre (1988) s. 606–623 for mer om dette.

⁵ Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

⁶ NOU 1996: 3 s. 73 og Woxholth (2018) s. 75.

ramme. For å gjøre behandlingen av hovedproblemstillingen tilstrekkelig nyansert, avgrensers jeg mot de nevnte problemstillinger.

1.4 Oppgavens struktur

Jeg har delt oppgaven inn i fire kapitler, hvorav ett utgjør innledningen. I kapittel 2 gjennomgår jeg de selskapsrettslige hensyn og prinsipper som er mest sentrale for behandlingen av oppgavens hovedproblemstilling. I kapittel 3 analyserer jeg hovedproblemstillingen nærmere, altså hva som gjør en utbyttepolitikk «urimelig» i aksjelovens forstand. Resultatet av denne analysen gjør det mulig å si noe generelt om hvor praktisk det er å vinne frem med et søksmål om at en utbyttepolitikk er «urimelig». Derfor vil jeg avslutningsvis i kapittel 4, komme med egne refleksjoner om når, og hvordan, en aksjeeier bør angripe selskapets utbyttepolitikk rettslig.

2 Relevante selskapsrettslige hensyn

2.1 Innledning

Når et selskap skal treffe en utbyttebeslutning, aktualiseres en rekke selskapsrettslige prinsipper og hensyn. I dette kapitlet, fra punkt 2.2 til 2.7, vil jeg redegjøre nærmere for disse. Endelig vil jeg i punkt 2.8 drøfte hvorvidt disse hensynene og prinsippene henger sammen med aksjelovens regulering av utbyttebeslutningen.

2.2 Majoritetsprinsippet

Selskapsrettens majoritetsprinsipp⁷ innebærer at aksjeselskaper generelt styres ved at aksjonærene treffer simple flertallsbeslutninger på generalforsamlingen. Kun i visse tilfeller kreves det kvalifiserte flertall.⁸ Aksjeminoriteten må normalt akseptere aksjemajoritetens beslutninger til tross for uenighet.⁹ Prinsippet kommer til uttrykk i aksjelovens ulike flertallsregler, jf. asl. §§ 5-17, 5-18 og 5-19.

Majoritetsprinsippet anses videre som en kompetanseoverdragelse fra enkeltaksjonærene til aksjeflertallet. Ved å investere i selskapet har enkeltaksjonærene gitt aksjemajoriteten rett til å råde over hele fellesformuen gjennom flertallsbeslutninger på generalforsamlingen.¹⁰ Slik sett er selskapsforholdet både en avtale om sameie i selskapet, og grunnlaget for aksjemajoritetens styringskompetanse.¹¹

Generalforsamlingen er selskapets øverste myndighet, jf. asl. § 5-1 (1). Majoriteten på generalforsamlingen har derfor vidtrekkende rettigheter overfor de andre selskapsorganene.¹² Generalforsamlingen kan også treffe et stort antall beslutninger i kraft av å være selskapets øverste myndighet. Et simpelt aksjonærflertall på generalforsamlingen kan eksempelvis

⁷ Kalles også «flertallsprinsippet» samt «demokratiprinsippet», jf. NOU 1992: 29 s. 46 og Woxholth (2018) s. 73.

⁸ Aarbakke m.fl. (2017) s. 28.

⁹ NOU 1996: 3 s. 74.

¹⁰ Truyen (2005) s. 82.

¹¹ Truyen (2005) s. 82–83.

¹² Truyen (2005) s. 27.

kontrollere styresammensetningen.¹³ Dermed kontrollerer man hele selskapet ved å inneha majoritetsandelen på generalforsamlingen.¹⁴

Formålet bak majoritetsprinsippet er hensynet til selskapets beslutningsdyktighet.¹⁵ Majoritetskontrollen gir selskapet et sikkert og smidig styringssystem.¹⁶ Ettersom majoritetsprinsippet gir majoriteten kontroll over samtlige aksjonærers andel i selskapsformuen, synligjøres et behov for å beskytte minoritetsaksjonærene.¹⁷ Derfor inneholder aksjeselskapsretten flere skranker for majoritetsmakten som skal beskytte minoriteten.¹⁸ Disse reglene skal avveie behovet for minoritetsbeskyttelse mot hensynet til majoritetens og selskapets handlekraft.¹⁹

2.3 Effektivitetshensynet

Når viktige avgjørelser ikke kan blokkeres av mindre aksjeminoriteter, blir det enklere å styre selskapet effektivt. Selskapets aksjonærer er ofte en stor og mangfoldig gruppe, og enkeltaksjonærers interesser sammenfaller ikke alltid med selskapets interesser.²⁰ Selskapet kan også ha et høyt antall aksjonærer med stor spredning. Aksjonærer med snevre eierinteresser kan altså hindre viktige beslutninger om majoritetsprinsippet *ikke* gjelder.²¹ Da blir det vanskelig for selskapet å få ting gjort, og å få ting gjort tidsnok.²² Dermed gir adgangen til å treffe flertallsvedtak selskapsledelsen forutberegnelighet og arbeidsro.

Majoritetsprinsippet sikrer også selskapet fleksibilitet. I store selskaper kan det være tilnærmet umulig å skaffe samtlige aksjonærers samtykke til en beslutning.²³ Et illustrerende eksempel er at aksjonærene ikke enes om *omfanget* av eller *vilkårene* for et låneopptak for selskapet, selv om alle er enige om at låneopptaket *bør* skje.²⁴ Majoritetsprinsippet sikrer her at selskapets ressurser raskt og effektivt kan disponeres der de gjør mest nytte. I så fall fremmer

¹³ Aarbakke m.fl. (2017) s. 29.

¹⁴ Truyen (2005) s. 27.

¹⁵ Andenæs m.fl. (2016) s. 296.

¹⁶ NOU 1992: 29 s. 46.

¹⁷ Truyen (2005) s. 27.

¹⁸ NOU 1992: 29 s. 46.

¹⁹ Truyen (2005) s. 27.

²⁰ Truyen (2005) s. 83.

²¹ Truyen (2005) s. 83.

²² Andenæs m.fl. (2016) s. 296.

²³ Truyen (2005) s. 83.

²⁴ Andenæs m.fl. (2016) s. 296.

majoritetsprinsippet samtlige aksjonærs interesser.²⁵ Mot dette bakteppet ser man at effektivitetshensynet utgjør majoritetsprinsippets bærende begrunnelse.²⁶

2.4 Det forretningsmessige skjønn

Majoritetsprinsippet innebærer at styringen av selskapet overlates til aksjeflertallets forretningsmessige skjønn.²⁷ At aksjemajoriteten har et slikt skjønn følger eksplisitt av Rt-2003-335, avsnitt 14. Aksjemajoriteten er ikke det eneste selskapsorganet som har et slikt skjønn.²⁸ Likevel er majoritetens skjønn det mest betydningsfulle, ettersom et simpelt flertall på generalforsamlingen kontrollerer selskapet. Skjønnen medfører at majoriteten kan treffe de beslutninger den mener er forretningsmessig optimale. Skjønnen er imidlertid ikke ubegrenset, fordi det må utøves innenfor lov og vedtekter. Dermed begrenses både majoritetsprinsippet og det forretningsmessige skjønn av aksjerettens minoritetsvern.

2.5 Minoritetsvernet

I korte trekk utgjør minoritetsvernet de reglene som begrenser aksjeflertallets makt. Bakgrunnen for minoritetsvernet er todelt. For det første er det mindre grunn til at majoritetsprinsippet bør gjelde dersom en gitt beslutning ikke påvirker selskapets drift nevneverdig. Majoritetsprinsippet bør altså ikke rekke lenger enn effektivitetshensynet tilsier.²⁹ For det andre kan aksjeflertallets makt misbrukes på selskapets og/eller minoritetens bekostning.³⁰ Slik myndighetsmisbruk gjør minoritetsposter til mindre attraktive investeringsobjekter. Derfor svekkes aksjeselskapet som virkemiddel for å innhente kapital om aksjelovgivningen ikke hindrer majoritetens myndighetsmisbruk.³¹ For å adressere behovet for å motvirke majoritetsmisbruk, inneholder aksjeloven flere regler med minoritetsvern som formål.

²⁵ Truyen (2005) s. 83.

²⁶ Bråthen (2012) s. 30 og Bråthen (2019) s. 74.

²⁷ Truyen (2004) s. 324.

²⁸ Eksempelvis er vurderingen av hva som er «forsvarlig» egenkapital underlagt styrets skjønn, jf. asl. §§ 3-4 og 3-5.

²⁹ Truyen (2005) s. 84. Se også NUT 1959: 4 s. 17, som argumenterer tilsvarende om flertallskompetansen i sameieforhold.

³⁰ Aarbakke m.fl. (2017) s. 29.

³¹ Gjein (2020) s. 215.

Minoritetsvern som begrep defineres ikke i loven. Forarbeidene definerer det som regler som gir aksjonærer, som representerer mindre enn halvparten av stemmene, forskjellige rettigheter i selskapsforholdet.³² Minoritetsvernets mest sentrale regel er asl. § 5-21. Bestemmelsen forbyr generalforsamlingsbeslutninger som kan gi aksjonærer eller andre «urimelige» fordeler på andre aksjonærers eller selskapets bekostning. Sammen med asl. § 4-1 innebærer regelen en lovfesting av aksjeselskapsrettens materielle likhetsprinsipp.³³ Bestemmelsen skal sikre et effektivt minoritetsvern uten å begrense handlefriheten som følger av majoritetsprinsippet for mye.³⁴

Utover asl. § 5-21, inneholder aksjeloven flere regler med minoritetsvern som formål. Et eksempel er regler som enten krever kvalifiserte flertall eller enstemmighet for å treffe beslutninger. Slike regler er defensive, ettersom en nærmere definert minoritet får mulighet til å *forhindre* at majoriteten treffer enkelte beslutninger. Minoriteten får imidlertid ikke treffe positive vedtak etter disse bestemmelsene.³⁵ Et annet eksempel er lovregler som gir en aksjeminoritet positive rettigheter dersom de eier en bestemt andel av aksjekapitalen, slik som asl. § 8-4. Kompetansen til å anmode domstolen om å fastsette et høyere utbytte forutsetter at minoriteten eier minst en tidel av den representerte aksjekapitalen.

2.6 Likhetsprinsippet

Selskapsretten bygger på et likhetsprinsipp. Prinsippetets kjerne er at alle aksjer gir lik rett i selskapet.³⁶ Likhetsprinsippet er et av de mest sentrale hensynene bak minoritetsvernsreglene. Selv om likhetsprinsippet reguleres ulikt, anerkjennes det som en sentral selskapsrettslig norm i de fleste jurisdiksjoner. Likhetsprinsippet er derfor et fundamentalt selskapsrettslig prinsipp.³⁷ Videre håndheves likhetsprinsippet sterkest i spørsmål som omhandler utdelinger fra selskapet, for eksempel utbyttebeslutninger. Selv i amerikansk rett, som har en mer liberal tilnærming til aksjerettslig likebehandling, håndheves likhetsprinsippet kategorisk i utbyttespørsmålet.³⁸ Sammenhengen mellom likhetsprinsippet og utbyttebeslutningen er tydelig.

³² NOU 1992: 29 s. 46.

³³ NOU 1992: 29 s. 46, jf. s. 92. Se også punkt 2.6.

³⁴ Truyen (2004) s. 307.

³⁵ NOU 1992: 29 s. 47.

³⁶ Woxholth (2018) s. 77.

³⁷ Kraakman m.fl. (2017) s. 86.

³⁸ Kraakman m.fl. (2017) s. 87.

I norsk rett reguleres prinsippet blant annet av asl. § 4-1, som fastslår at alle aksjer «gir lik rett i selskapet». Bestemmelsen må sammenholdes med asl. § 3-1 (2) for at likhetsprinsippets helhet skal tydeliggjøres. Denne bestemmelsen fastsetter at hver aksje i et aksjeselskap «skal lyde på like store beløp». At hver aksje har samme pris og gir like rettigheter, betyr at de gir lik innflytelse i selskapet. Likhetsprinsippet tilsier dermed at forskjellsbehandling av aksjene, tilknyttet økonomiske og organisatoriske rettigheter, i utgangspunktet er forbudt. Prinsippet klargjør også at aksjeeierens rettighetsposisjon følger av aksjene.³⁹ Hvorvidt likhetsprinsippet er krenket, beror derfor på om selskapet forskjellsbehandler *de enkelte aksjene*. Individuelle forhold hos aksjonærene er derimot irrelevant i spørsmålet om likhetsprinsippet er krenket.⁴⁰

Likhetsprinsippet forhindrer imidlertid ikke forskjellsbehandling av aksjeeiere på grunnlag av at aksjonærene eier *ulikt antall aksjer*.⁴¹ Dette kommer av at likhetsprinsippet gjelder parallelt med majoritetsprinsippet. Med andre ord skal selskapet kun foreta en forholdsmessig likebehandling av aksjonærene, basert på hvor mange aksjer de eier. Likhetsprinsippet innebærer altså et krav til likebehandling av aksjonærer som eier *identiske aksjeandeler*.

2.7 Vinningsformålet

Vinningsformålet er også et sentralt selskapsrettslig prinsipp, som hovedsakelig innebærer at man normalt stifter aksjeselskaper for å skaffe aksjeeierne økonomisk vinning.⁴² Høyesterett forutsetter at vinningsformålet er en viktig del av minoritetsvernet.⁴³ Selv om aksjeloven ikke fastslår prinsippet uttrykkelig, følger det indirekte av asl. §§ 1-1 (3) nr. 2 og 2-2 (2). Bestemmelsene reflekterer at vinningsformålet inneholder to forutsetninger.⁴⁴

Den første forutsetningen er at aksjeselskaper som *utgangspunkt* etableres for å drive virksomhet som skal skape overskudd.⁴⁵ Dette følger av at loven *ikke* gjelder for «selskaper som ikke har økonomisk formål», med mindre «selskapet i stiftelsesgrunnlaget er betegnet som aksjeselskap», jf. asl. § 1-1 (3) nr. 2. Denne forutsetningen for vinningsformålet bygger på

³⁹ Woxholth (2018) s. 77.

⁴⁰ Truyen (2004) s. 309. Her brukes enkeltaksjonærenes skatteposisjon som eksempel.

⁴¹ Truyen (2004) s. 309. Han påpeker også at det samme gjelder forskjellsbehandling av aksjer på grunnlag av vedtektsbestemmelser om aksjeklasser.

⁴² Augdahl (1959) s. 100.

⁴³ Dette følger av at Høyesterett ofte trekker vinningsformålet inn i myndighetsmisbruksvurderingen. Se eksempelvis Rt-1995-1026, s. 1033 og HR-2016-1439-A avsnitt 110 og 133.

⁴⁴ Bråthen (2019) s. 70–71.

⁴⁵ Jakobsen (2018) s. 12.

aksjeselskapsrettens overordnede formål, som er å bidra til verdiskapning gjennom optimal ressursutnyttelse i samfunnet.⁴⁶ I utgangspunktet betyr dette at aksjeselskaper forpliktes til å drive virksomheten med henblikk på gevinstmaksimering.⁴⁷

Den andre forutsetningen er at deler av aksjeselskapets overskudd *som den klare hovedregel* skal tilfalle aksjonærene.⁴⁸ Dette følger implisitt av asl. § 2-2 (2), som fastslår at dersom «selskapet ved sin virksomhet ikke skal ha til formål å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte, skal vedtektene inneholde bestemmelser om anvendelse av overskudd og av formuen ved oppløsning».⁴⁹ Med andre ord skal selskapet *som utgangspunkt* skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte, så lenge vedtektene ikke spesifiserer noe annet.⁵⁰ Denne siden av vinningsformålet kan dermed betraktes som en forutsetning om utbytte.

2.8 Sammenhengen mellom aksjelovens regulering av utbyttebeslutningen og relevante hensyn

Ettersom majoritetsprinsippet muliggjør effektiv drift av selskapet, utgjør effektivitetshensynet den bærende begrunnelsen for majoritetsprinsippet, jf. punkt 2.3. Effektivitetshensynet henger også sammen med vinningsformålet, da effektiv drift av selskapet er en forutsetning for gevinstmaksimering. Dermed går det en rød tråd gjennom majoritetsprinsippet, effektivitetshensynet og kravet til gevinstmaksimering som følger av vinningsformålet.

Denne røde tråden er synlig i aksjelovens regulering av utbyttebeslutningen. Bakgrunnen for det, er at egenkapitalforvaltningen, som inkluderer utbyttebeslutningen, er en viktig del av selskapets drift. Man kan eksempelvis tenke seg utbyttebeslutninger som reduserer selskapets likviditet betydelig. Store likviditetssvekkelser gjør det vanskelig for selskapet å gjennomføre nødvendige transaksjoner *effektivt*.⁵¹ Dårlig likviditet gjør det også vanskelig å takle nedgangstider, da tilgangen på kreditt i slike perioder er begrenset og kostnadskrevene.⁵² Motsatt kan restriktiv utbyttepolitikk bidra til å styrke selskapets likviditet. God likviditet gjør det vanligvis enklere for selskapet å skape gevinst på sikt. Derfor *kan* restriktiv utbyttepolitikk

⁴⁶ Truyen (2005) s. 105.

⁴⁷ Det er omdiskutert hvor langt denne plikten rekker. For mer om dette, se blant annet Sjøfjell (2011) s. 309–324 og Jakobsen (2018) s. 11–36.

⁴⁸ Jakobsen (2018) s. 12.

⁴⁹ Og eksplisitt av HR-2016-1439-A avsnitt 97.

⁵⁰ Gjein (2020) s. 213.

⁵¹ Bergström og Samuelsson (2015) s. 77.

⁵² Bergström og Samuelsson (2015) s. 77.

harmonere med kravet til gevinstmaksimering etter vinningsformålet. I et rettsøkonomisk perspektiv bør aksjeminoriteten dermed ha begrenset innflytelse over utbyttebeslutningen, ettersom den ofte er motivert av størst mulig kortsiktig avkastning.⁵³ Aksjelovens §§ 8-2 og 5-17 fastslår i den forbindelse at utbyttebeslutningen tas av aksjemajoriteten. Dette tilsier at aksjelovens regulering av utbyttebeslutningen harmonerer godt med både effektivitetshensynet og kravet til gevinstmaksimering etter vinningsformålet.

Majoritetskontrollen over utbyttebeslutningen medfører samtidig et potensial for myndighetsmisbruk. Da aktualiseres også behovet for minoritetsvern. Imidlertid er utbyttebetalingen på hver aksje vanligvis identisk. Restriktiv utbyttepolitikk krenker med andre ord ikke likhetsprinsippet dersom utbetalingen på hver aksje er lik.⁵⁴ Dermed er det ikke likhetsprinsippet som tilsier at majoritetsmakten over utbyttebeslutningen bør begrenses.⁵⁵ Spørsmålet blir da hvorfor majoritetsmakten skal begrenses, utover en generell henvisning til faren for myndighetsmisbruk.

Svaret synliggjøres dersom minoritetsvernet og vinningsformålet sees i sammenheng. Aksjeselskaper fungerer generelt dårlig som verktøy for å innhente kapital, dersom aksjelovgivningen ikke forhindrer maktmisbruk, jf. punkt 2.5. Et utilstrekkelig minoritetsvern vil med andre ord redusere villigheten til å investere i minoritetsaksjeposter.⁵⁶ Regler som motvirker maktmisbruk, gjør derimot minoritetsposter mindre risikofylte og dermed mer attraktive.⁵⁷ Dette poenget gjelder både for lukkede aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Imidlertid har aksjonærer i allmennaksjeselskaper normalt rimelige muligheter til å selge aksjene sine på markedsmessige vilkår. Aksjeeieren kan altså selge aksjene til markedspris og realisere eventuell avkastning, *til tross* for fravær av utbytte. Minoritetens behov for beskyttelse i utbyttepolitikken er derfor mindre i allmennaksjeselskaper.⁵⁸

I lukkede aksjeselskaper derimot er det vanskeligere å realisere avkastning gjennom videresalg, fordi aksjene ikke omsettes markedsmessig.⁵⁹ Dermed blir utbyttebetaling den i praksis viktigste måten å realisere avkastning på. Fravær av utbytte på majoritetens bestilling vil da

⁵³ Bergström og Samuelsson (2015) s. 75.

⁵⁴ Truyen (2004) s. 309.

⁵⁵ Truyen (2005) s. 427–428.

⁵⁶ Bergström og Samuelsson (2015) s. 131.

⁵⁷ Bergström og Samuelsson (2015) s. 132.

⁵⁸ NOU 1996: 3 s. 73.

⁵⁹ Woxholth (2018) s. 74.

gjøre det ugunstig å investere i minoritetsposter i lukkede aksjeselskaper.⁶⁰ Minoritetens behov for beskyttelse i utbyttepolitikken er altså større i lukkede aksjeselskaper. Todelingen av vinningsformålet reflekterer dette synspunktet, jf. punkt 2.7. Gevinstmaksimering er en nødvendig, men ikke *tilstrekkelig* forutsetning for vinningsformålet.⁶¹ Det er også en forutsetning at aksjonærene får avkastning gjennom utbytte *når dette er mulig*.⁶² Denne forutsetningen finner også støtte i aksjeloven. Aksjelovens § 5-21 forbyr at noen gis «en urimelig fordel [...] på selskapets bekostning». Formuleringen «selskapet» viser til selskapsinteressen, som i utgangspunktet er et uttrykk for aksjonærfellesskapets eierinteresse. Selskapsinteressen omfatter blant annet begge forutsetningene for vinningsformålet.⁶³ Vinningsformålet, medregnet utbytteforutsetningen, kan derfor utledes direkte av ordlyden i asl. § 5-21.⁶⁴ Det samme gjelder for asl. § 8-4, ettersom domstolen kun kan beslutte «høyere» utbyttesummer.

Dermed forutsetter både asl. §§ 5-21 og 8-4 at selskapet løpende *skal* utbetale utbytte til aksjonærene, dersom det har utbyttekapasitet. Om aksjelovgivningen ikke forutsatte dette, ville det vært ugunstig å investere i lukkede aksjeselskaper. Videre utgjør både asl. §§ 5-21 og 8-4 begrensninger for aksjemajoritetens makt over utbyttebeslutningen. Dette følger av at bestemmelsene hjemler to alternative rettslige måter å angripe utbyttepolitikken på. Mot dette bakteppet harmonerer asl. §§ 5-21 og 8-4 godt med minoritetsvernet og vinningsformålet sett i sammenheng.

Endelig har kapittelet illustrert hvilke motstridende interesser utbyttebeslutningen aktualiserer. Den ene er aksjonærenes avkastningsinteresse som beskyttes av vinningsformålet. Den andre er aksjeflertallets interesse i å kontrollere utbyttebeslutningen, forankret i effektivitetshensynet og kravet til gevinstmaksimering etter vinningsformålet. På generell basis må domstolen avveie disse interessene når utbyttepolitikk angripes rettslig. Sammenhengen mellom hensynene behandlet i dette kapittelet og utbyttebeslutningen, er dermed ikke *bare* synlig i relasjon til aksjelovens regulering av utbyttebeslutningen. Den er også synlig i relasjon til hvordan domstolene løser en selskapsrettslig konflikt om restriktiv utbyttepolitikk.

⁶⁰ Truyen (2005) s. 427.

⁶¹ Truyen (2004) s. 309.

⁶² HR-2016-1439-A avsnitt 97.

⁶³ Truyen (2005) s. 193.

⁶⁴ Truyen (2004) s. 309.

3 Hva gjør en utbyttepolitikk «urimelig»?

3.1 Innledning

For å forstå når en utbyttepolitikk er «urimelig», må man ha innsikt i hvilke hensyn asl. §§ 5-21 og 8-4 skal ivareta. Disse hensynene behandler jeg i punkt. 3.2. Videre kommer oppgavens hovedproblemstilling på spissen i forbindelse med disse to bestemmelsene. I punkt 3.3 drøfter jeg derfor hvordan de to urimelighetsvilkårene skal tolkes, og i hvilken grad de skal tolkes forskjellig. Deretter vil jeg i punkt 3.4 vurdere hvilke faktiske momenter som er relevante i urimelighetsvurderingen. I punkt 3.5 vil jeg trekke opp retningslinjer for helhetsvurderingen vilkårene forutsetter. Endelig vil jeg i punkt 3.6 gi en mest mulig presis konklusjon på hva som utgjør en «urimelig» utbyttepolitikk.

Ettersom asl. § 5-21 rammer myndighetsmisbruk generelt, omtales den videre som generalklausulen. Aksjelovens § 8-4 betegnes herfra som spesialbestemmelsen, fordi den er et spesialisert rettsmiddel mot restriktiv utbyttepolitikk.

3.2 Hensyn bak asl. §§ 8-4 og 5-21

3.2.1 Spesialbestemmelsen

På nærmere vilkår kan domstolen ifølge spesialbestemmelsen fastsette et «høyere» utbytte enn selskapet har bestemt. Som nevnt i punkt 2.8, tilsier denne formuleringen at det løpende *skal* utbetales utbytte. Forarbeidene til asl. 1976 § 12-6 (2) underbygger dette. Departementet uttalte at det til «*investering i aksjer er [...] knyttet en betydelig økonomisk risiko. Denne risiko må oppveies ved betaling av utbytte når selskapet går godt*».⁶⁵ Rettspraksis understreker også at spesialbestemmelsen skal beskytte aksjonærenes utbytterettighet.⁶⁶

Imidlertid kommer ikke spesialbestemmelsen til anvendelse med mindre aksjeflertallet har vedtatt en restriktiv utbyttepolitikk. Derfor må det være *aksjeminoritetens* utbytterettighet som

⁶⁵ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189. Rettstilstanden til asl. 1976 § 12-6 (2) er videreført i asl. 1997 § 8-4 jf. Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) s. 155.

⁶⁶ HR-2016-1439-A, avsnitt 97.

primært skal ivaretas. Minoritetsvern i form av minoritetens utbytterett, er dermed et av spesialbestemmelsens hovedformål.⁶⁷

Minoriteten har imidlertid ikke en absolutt utbytterettighet etter spesialbestemmelsen. Majoritetsprinsippet innebærer at aksjeflertallet har et forretningsmessig skjønn, jf. punkt 2.4. Skjønnen gir majoriteten frihet til å treffe de avgjørelser den mener er best for selskapet. I denne sammenhengen kan aksjeselskaper ha et reelt behov for å samle opp verdier over tid. Slik verdikonsolidering, som styrker selskapets egenkapital, gjør det eksempelvis lettere å skaffe rimelig kreditt.⁶⁸ Slik sett kan høy egenkapital styrke selskapets økonomiske handlekraft og fleksibilitet.⁶⁹ Dermed kan konsolidering av verdier, fremfor å betale utbytte, være en del av en legitim strategi for å styrke selskapets egenkapital og maksimere gevinst. I lys av dette kan restriktiv utbyttepolitikk bidra til verdiskapning i selskaper som har et sterkt behov for høy egenkapital.⁷⁰ Følgelig må spesialbestemmelsen hensynta kravet til gevinstmaksimering i henhold til vinningsformålet, jf. punkt 2.7. Høyesterett gir eksplisitt støtte til denne slutningen i HR-2016-1439-A avsnitt 96 og 97. Her uttales det nemlig at aksjonærenes utbytterettighet *må* veies mot selskapets «*stor[e] frihet til å fastlegge en konservativ utbyttepolitikk*».

Formålet bak spesialbestemmelsen er altså todelt. Den skal for det første ivareta minoritetsvernet, i form av minoritetsaksjonærenes utbytterettighet etter vinningsformålet. Imidlertid skal den også ivareta kravet til gevinstmaksimering etter vinningsformålet, da bestemmelsen skal beskytte selskapets kapitalinteresser og det forretningsmessige skjønn. Dette samsvarer med interessekonflikten beskrevet i punkt 2.8.

3.2.2 Generalklausulen

Aksjelovens § 5-21 forbyr generalforsamlingsvedtak «som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning». Ordlyden tilsier at minoritetsvern er bestemmelsens hovedformål. Generalklausulen må sammenholdes med likhetsprinsippet, jf. asl. § 4-1, som gir alle aksjer lik rett i selskapet.⁷¹ Generalklausulen er likhetsprinsippet sitt praktiske gjennomslag. Sikring av likhetsprinsippet blir dermed en av

⁶⁷ Se NOU 1992: 29 s. 47 og NOU 1996: 3 s. 74, der asl. 1976 § 12-6 (2) gjennomgående omtales som en del av aksjerettens minoritetsvern. Et slikt synspunkt finner også støtte i Truyen (2004) s. 324 og Kleiven (2009) s. 24.

⁶⁸ Oppgavens bruk av begrepet «konsolideringshensynet» sikter til selskapers behov for å samle opp egenkapital.

⁶⁹ Truyen (2005) s. 426-427. Se også Bergström og Samuelsson (2015) s. 77.

⁷⁰ Truyen (2005) s. 427.

⁷¹ Aarbakke m. fl. (2017) s. 415.

generalklausulens viktigste oppgaver. Samtidig er ikke generalklausulen ment å gi minoriteten uforholdsmessig stor beskyttelse. Minoritetens beskyttelsesbehov må avveies konkret mot selskapets behov for handlefrihet, som følger av majoritetsprinsippet.⁷²

Det kan imidlertid være uklart hvorfor generalklausulen skal ramme restriktiv utbyttepolitikk. Om utbyttepolitikken er *like restriktiv* for hver aksje, vil det jo ikke foreligge noen krenkelse av likhetsprinsippet, jf. punkt 2.8. I så fall vil ikke utbyttepolitikken innebære en «urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning», jf. generalklausulen. Mot dette bakteppet kan det virke som at restriktiv utbyttepraksis etter ordlyden *ikke* omfattes av generalklausulen.

Samtidig foreligger det sterke holdepunkter for at bestemmelsen ikke skal tolkes slik. For det første er ikke likhetsprinsippet det eneste hensynet minoritetsvernet består av. Punkt 2.6, 2.7 og 2.8 viste at aksjerettens minoritetsvern omfatter både likhetsprinsippet og vinningsformålet. Restriktiv utbyttepolitikk kan stride med vinningsformålet, jf. punkt 2.8. Om restriktiv utbyttepolitikk *ikke* omfattes av generalklausulen, vil bestemmelsen ikke ivareta vinningsformålet, og derav heller ikke *hele* minoritetsvernet. At generalklausulen er forutsatt å ivareta hele minoritetsvernet taler tungt for at restriktiv utbyttepraksis omfattes av generalklausulen.

Denne slutningen har sterk forankring i rettskildene. Eksempelvis fastslår både forarbeider og rettspraksis at restriktiv utbyttepolitikk kan utgjøre myndighetsmisbruk etter generalklausulen.⁷³ Videre hevder eksempelvis Truyen at restriktiv utbyttepraksis *må* kunne rammes av generalklausulen, ettersom vinningsformålet følger direkte av bestemmelsens ordlyd.⁷⁴ Gjeldende rett må altså være at restriktiv utbyttepraksis omfattes av generalklausulen.

I likhet med spesialbestemmelsen, hjemler heller ikke generalklausulen en absolutt utbytterettighet for aksjonærene. Bestemmelsen skal ikke begrense handlefriheten som følger av majoritetsprinsippet for mye. Dermed må minoritetens interesser veies opp mot interessene til selskapet. Mer presist nødvendiggjør også generalklausulen en avveining av de to forutsetningene for vinningsformålet, dersom restriktiv utbyttepolitikk utgjør grunnlaget for

⁷² Truyen (2004) s. 307.

⁷³ Se Ot.prp.nr.19 (1974-75) s. 188, jf. NUT 1970: 1 s. 172. Her legges dette synspunktet til grunn for asl. 1976 § 9-16, referert til som «*utkastets § 80 (generalklausulen)*», som er asl. 1997 § 5-21 sin forgjenger. Se også HR-2016-1439-A avsnitt 93-95, som klargjør at rettsstilstanden til asl. 1976 § 9-16 om dette, videreføres i asl. 1997 § 5-21.

⁷⁴ Truyen (2004) s. 309, jf. Truyen (2005) s. 426.

myndighetsmisbruk. Dette samsvarer med den overordnede interessekonflikten skissert i punkt 2.8.

3.2.3 Oppsummering

Punkt 3.2.1 og 3.2.2 har vist at bestemmelsene delvis ivaretar identiske hensyn. Generalklausulen ivaretar minoritetsvernet i bred forstand. Spesialbestemmelsen verner derimot den delen av minoritetsvernet som omhandler forutsetningen om utbytte etter vinningsformålet. Da blir spørsmålet om, og i så fall hvordan, denne forskjellen i bestemmelsenes formål virker inn på hvordan urimelighetsvilkårene skal tolkes.

3.3 Hvordan skal urimelighetsvilkårene tolkes?

3.3.1 Utgangspunkter

I likhet med andre urimelighetsvilkår, sikter urimelighetsvilkårene i general- og spesialbestemmelsen til vurderinger av rimelighets- og rettferdighetsbetraktninger.⁷⁵ Formuleringen «urimelig» gir ellers lite veiledning i tolkningsprosessen. Dermed er det vanskelig å gi klare og generelle retningslinjer for når vilkårene er oppfylt. Dette tilsier at begge urimelighetsvilkårene forutsetter konkrete og skjønsmessige helhetsvurderinger.⁷⁶

Som punkt 3.2 viser, er ivaretagelse av vinningsformålet et viktig hensyn bak begge bestemmelser. I så fall kan urimelighetsvilkårene tolkes slik at de ikke er oppfylt, med mindre utbyttepolitikken krenker vinningsformålet. Mer presist krever begge vilkårene at det foreligger et uforholdsmessig avvik mellom hva selskapet *har* utbetalt i utbytte, og hva de *kunne* utbetalt.⁷⁷ På bakgrunn av dette kan det argumenteres for at de to urimelighetsvilkårene opererer med samme *minimumskrav* til utbyttepolitikken. Spørsmålet blir om denne likheten er ensbetydende med at tersklene for urimelighet er identiske.

⁷⁵ Truyen (2005) s. 38.

⁷⁶ Truyen (2005) s. 38 og Andenæs m.fl. (2016) s. 437.

⁷⁷ Kleiven (2009) s. 28.

3.3.2 Tersklene for urimelighet

Hvorvidt tersklene for at urimelighetsvilkårene er oppfylt er identiske, følger ikke direkte av bestemmelsene. Høyesterettspraksis har imidlertid kommet med oppklarende uttalelser om urimelighetsterskelen til spesialbestemmelsen. I Rt-2003-335 sluttet kjæremålsutvalget seg enstemmig til følgende uttalelse fra lagmannsretten om tolkningen av urimelighetsvilkåret i spesialbestemmelsen:

*«Lovbestemmelsen inneholder selv ikke noe vesentlighetskriterium for å komme til anvendelse, men **bestemmelsen er ment som en sikkerhetsventil** og lovforutsetningene gir anvisning på **at urimeligheten bør være klar** før skifteretten kan overprøve selskapets beslutning om utbytteutdeling.»*⁷⁸

At bestemmelsen er ment som en sikkerhetsventil, samt at urimeligheten bør være klar, tilsier at terskelen for urimelighet er høy. Denne slutningen finner bred støtte i teorien. Eksempelvis skriver blant annet Bråthen at det «skal [...] mye til før [spesialbestemmelsen] kommer til anvendelse».⁷⁹ Dermed kan det legges til grunn at urimelighetsterskelen til spesialbestemmelsen er høy.

Ordlyden i generalklausulen sier også lite om terskelen for urimelighet. Imidlertid har både rettspraksis og teori karakterisert generalklausulen som en *sikkerhetsventil*.⁸⁰ Rettspraksis har som nevnt omtalt spesialbestemmelsen på samme måte. Dette tilsier at urimelighetsterskelen til generalklausulen er minst like høy som urimelighetsterskelen til spesialbestemmelsen. Spørsmålet blir imidlertid om den ene er høyere enn den andre.

Hensynene bak bestemmelsene er av sentral betydning for dette spørsmålet. Som punkt 3.2.1 viser, er spesialbestemmelsen et uttrykk for den rett aksjonærer har til utbytte i kraft av vinningsformålet, jf. HR-2016-1439-A, avsnitt 97. Slik sett kan man si at minoritetsvernet i *snever* forstand, altså utbytteforutsetningen etter vinningsformålet, er det viktigste hensynet bak spesialbestemmelsen. Videre skal domstolen etter spesialbestemmelsen bygge på en samlet vurdering av enhver regnskapsmessig utdeling fra selskapet.⁸¹ Bestemmelsen tar på denne måten utgangspunkt i selskapets objektive økonomiske forhold. Dermed virker det som urimelighetsvilkåret til spesialbestemmelsen kun krever en objektiv krenkelse av

⁷⁸ Rt-2003-335 avsnitt 10, mine uthevninger.

⁷⁹ Bråthen (2019) s. 244.

⁸⁰ LF-2010-16023 s. 11, Gjein (2020) s. 216 og Truyen (2005) s. 38.

⁸¹ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 190 og Truyen (2005) s. 434.

vinningsformålet. Med andre ord er avviket mellom selskapets utbyttekapasitet og utbytteneivå det eneste domstolen trenger å vurdere. Urimelighetsvilkåret er følgelig oppfylt dersom majoriteten utsetter aksjonærene for en objektivt sett uforholdsmessig krenkelse av vinningsformålet.

Generalklausulen skal derimot verne aksjonærene mot generelt misbruk av myndighet fra aksjemajoriteten på generalforsamlingen. Dette tilsier at minoritetsvernet i *bred* forstand er det sentrale formålet bak generalklausulen, jf. punkt 3.2.3. Ordlyden viser videre at tidspunktet for urimelighetsvurderingen er tilknyttet konkrete generalforsamlingsbeslutninger.⁸² I tillegg ligger det i misbruksbegrepets natur at man taler om noe utilbørlig.⁸³ Urimelighetsvilkåret til generalklausulen krever dermed at majoriteten treffer en eller flere *utilbørlige* generalforsamlingsbeslutninger.

Spørsmålet blir da hva som kreves for at en generalforsamlingsbeslutning er utilbørlig. Ordlyden legger for det første ikke opp til at det kreves *klanderverdige motiver* fra majoritetens side. Eksempelvis blir ikke en totalt sett utilbørlig fusjonsbeslutning mindre utilbørlig av majoritetens gode hensikter.⁸⁴ Utilbørligheten trenger dermed ikke å bygge på noe subjektivt.

Derimot er det nærliggende å knytte utilbørlighetsnormen til minoritetsvernet. Bestemmelsen forbyr «urimelige» fordeler på «andre aksjeeieres» eller «selskapets» bekostning. Formuleringene tilsier at generalklausulen skal beskytte både selskaps- og aksjonærinteressene. Selskapsinteressen er primært et uttrykk for aksjonærfellesskapets eierinteresse, som blant annet omfatter vinningsformålet, jf. punkt 2.7.⁸⁵ Aksjonærinteressen er derimot et uttrykk for den enkelte aksjeeiers økonomiske og organisatoriske interesse i selskapet. Det virker altså som at utilbørlighetsnormen i generalklausulen rammer to forhold.

For det første rammer utilbørlighetsnormen tilfeller der majoriteten beslutter noe som skader selskapsinteressen. Et eksempel er dersom majoritetens rause utbyttepolitikk svekker selskapets likviditet vesentlig. Dette kan være skadelig for selskapets evne til å maksimere gevinst dersom egenkapitalbehovet er stort. Da vil utbyttepolitikken være utilbørlig i lys av selskapsinteressen.

⁸² Jf. formuleringen «[g]eneralforsamlingen kan ikke treffe noen beslutning» i generalklausulen, og Truyen (2005) s. 434.

⁸³ En slik tolkning finner også støtte i følgende sitat fra Rt-1999-330, på s. 336: «Misbruk er et kvalifisert uttrykk, som viser at det skal relativt mye til for at bestemmelsen kan anvendes».

⁸⁴ Truyen (2004) s. 316.

⁸⁵ Truyen (2005) s. 193.

Videre rammer normen majoritetsbeslutninger som ikke kan forankres i selskapsinteressen, og som samtidig skader aksjeeiernes økonomiske eller organisatoriske interesse i selskapet. Generalklausulens henvisning til aksjonærinteressen understreker dette. Et illustrerende eksempel er dersom selskapet fører restriktiv utbyttepolitikk, til tross for at det overhodet ikke foreligger forretningsmessige grunner til dette. I så fall krenker utbyttepolitikken vinningsformålet. Den manglende forretningsmessige forankringen gjør også at utbyttepolitikken fremstår som en illojal myndighetsutøvelse fra majoritetens side. I denne sammenhengen kan det argumenteres for at utbyttepolitikken er utilbørlig i lys av aksjonærinteressen.

Denne sondringen viser at urimelighetsvilkåret i generalklausulen vanligvis ikke er oppfylt utelukkende fordi det foreligger et avvik mellom utbyttepolitikk og utbyttekapasitet. Et slikt avvik kan eksempelvis ha solid forankring i selskapsinteressen dersom konsolideringsbehovet er stort, jf. punkt 3.2.1. Avviket fanges kun opp av urimelighetsvilkåret i generalklausulen dersom det ikke kan forankres i selskapsinteressen, og *dermed* er utilbørlig i lys av aksjonærinteressen.

At generalklausulen, i motsetning til spesialbestemmelsen, opererer med en utilbørlighetsnorm taler for at urimelighetsterskelen til generalklausulen er høyere. Slutningen har bred støtte i rettskildene. For det første er slutningen naturlig fordi generalklausulen åpner for mer alvorlige rettslige sanksjoner enn spesialbestemmelsen.⁸⁶ For det andre følger det av forarbeidene til spesialbestemmelsen at urimelighetsvilkåret kan være oppfylt uavhengig av majoritetens motiver bak utbyttepolitikken.⁸⁷ Tilsvarende fastslår Høyesterett at urimelighetsvilkåret til spesialbestemmelsen ikke krever at det er tatt utenforliggende hensyn, eller at majoriteten tilgodeser enkelte interesser på minoritetens bekostning.⁸⁸ Klanderverdige motiver hos majoriteten er slik sett verken nødvendig eller tilstrekkelig for å oppfylle urimelighetsvilkåret til spesialbestemmelsen.⁸⁹ For det tredje følger det av forarbeidene at spesialbestemmelsen rammer restriktiv utbyttepolitikk uavhengig av begrunnelse. Derfor er det i utgangspunktet irrelevant om utbyttepolitikken skyldes majoritetens forsøk på å bli kvitt minoriteten, en overdreven konsolideringsstrategi eller andre forhold.⁹⁰ Det sentrale i spesialbestemmelsen er

⁸⁶ Generalklausulen åpner for innløsning og oppløsning etter hhv. asl. §§ 4-24 og 16-19. Dette er klart mer inngripende sanksjoner enn utbytteforhøyelse knyttet til ett regnskapsår, jf. spesialbestemmelsen.

⁸⁷ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

⁸⁸ Rt-2003-335 avsnitt 10, 12 og 15.

⁸⁹ Truyen (2005) s. 436.

⁹⁰ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

hvorvidt utbyttepolitikken krenker vinningsformålet objektivt sett. Med andre ord kan spesialbestemmelsen komme til anvendelse, selv om utbyttepolitikken ikke representerer myndighetsmisbruk fra majoritetens side.⁹¹ Disse forholdene tilsier totalt sett at urimelighetsvilkåret i spesialbestemmelsen *ikke* krever at utbyttepolitikken er utilbørlig.

En tilsvarende forståelse kan ikke legges til grunn for urimelighetsvilkåret i generalklausulen. For det første uttaler Høyesterett i Rt-1999-330 at restriktiv utbyttepolitikk kun i de mer «*ekstreme tilfeller*» vil anses som myndighetsmisbruk.⁹² Dette tilsier at objektive krenkelser av vinningsformålet ikke er det eneste sentrale elementet i vurderingen av urimelighetsvilkåret i generalklausulen. Videre illustrerer HR-2016-1439-A at urimelighetsvilkåret i generalklausulen krever utilbørlige generalforsamlingsbeslutninger i lys av selskaps- eller aksjonærinteressen. I dommen var det ikke den vedvarende betalingen av lavt utbytte isolert sett som utgjorde myndighetsmisbruk. Det forelå myndighetsmisbruk fordi selskapet *i tillegg* finansierte utbytte for ett regnskapsår ved emisjon til underkurs med fortrinnsrett til aksjonærene. Minoriteten måtte bruke tilnærmet hele utbyttesummen på aksjetegningen for å unngå utvanning av aksjeandelen sin. Emisjonen hadde heller ingen synlig forankring i selskapets forretningsmessige forhold. En henvisning til selskapsinteressen kunne av den grunn ikke forsvare emisjonen. Majoriteten virket dermed å uthule minoritetens utbytterett uten grunn.

Disse forholdene innebar at utbyttepolitikken fremstod som en illojal nedprioritering av minoritetens økonomiske interesse i selskapet. Dette førte til at Høyesterett enstemmig kategoriserte utbyttepolitikken som utilbørlig i lys av minoritetens aksjonærinteresse. Ut fra dette virker det som at den objektive krenkelsen av vinningsformålet som utbyttepolitikken utgjorde ikke alene var tilstrekkelig til å oppfylle urimelighetsvilkåret.⁹³ Høyesteretts argumentasjon i HR-2016-1439-A viser derfor at urimelighetsvilkåret i generalklausulen ikke er oppfylt med mindre de aktuelle generalforsamlingsbeslutningene er utilbørlige. Følgelig opererer generalklausulen med den høyeste terskelen for urimelighet av de to bestemmelsene.

3.3.3 Oppsummering

Fremstillingen over viser at de to urimelighetsvilkårene i utgangspunktet ikke skal tolkes utpreget forskjellig. Imidlertid krever urimelighetsvilkåret til generalklausulen noe mer enn en

⁹¹ Kleiven (2009) s. 31.

⁹² Rt-1999-330, s. 340.

⁹³ HR-2016-1439-A avsnitt 110, 113 og 125.

objektiv krenkelse av vinningsformålet. Vilkåret krever at utbyttepolitikken også er utilbørlig sammenholdt med enten selskaps- eller aksjonærinteressen. Utilbørlighetsnormen gjør også at generalklausulen har den høyeste terskelen for urimelighet.

3.4 Relevante momenter i urimelighetsvurderingen

3.4.1 Utgangspunkter

Utgangspunktet er altså at avveiningen av de to forutsetningene for vinningsformålet blir avgjørende for hvorvidt selskapets fastsatte utbytte kan anses «urimelig». Utover dette gir uttrykket «urimelig» lite innspill til selve urimelighetsvurderingen. Dette er naturlig, fordi det er vanskelig å oppstille presise, generelle rammer rundt vilkår som krever konkrete og skjønnsmessige helhetsvurderinger.

Av første ledd i spesialbestemmelsen fremgår det imidlertid at utbyttet kan være «urimelig» ut fra «hensynet til aksjeeierne, selskapets likviditet og forholdene ellers». Hensynet til aksjeeierne og selskapets likviditet er selvskrevne vurderingsmomenter, ettersom spesialbestemmelsen ivaretar vinningsformålet.⁹⁴ Punkt 3.2.2 viser at det samme gjelder for urimelighetsvilkåret i generalklausulen, ettersom vinningsformålet kan leses direkte ut av ordlyden her også. Henvisningen til «forholdene ellers» viser at oppregningen ikke er uttømmende. Dette er naturlig ettersom vilkårene fordrer konkrete vurderinger. Isolert gir ikke de nevnte kriteriene nærmere veiledning.

Forarbeidene til spesialbestemmelsen er mer til hjelp. Det fremgår her at spesialbestemmelsen blant annet er myntet på utsultingssituasjoner.⁹⁵ Begrepet beskriver tilfeller der majoriteten forsøker å presse minoriteten ut av selskapet gjennom restriktiv utbyttepolitikk. Imidlertid fremhever forarbeidene at spesialbestemmelsen skal verne minoriteten mot restriktiv utbyttepolitikk uansett begrunnelse.⁹⁶ Utsultingsmotiv hos majoriteten er altså ikke nødvendig for at bestemmelsen kommer til anvendelse, jf. punkt 3.3.2. Spesialbestemmelsen kan dermed

⁹⁴ Truyen (2005) s. 434.

⁹⁵ Ot.prp. nr. 36 (1993–1994) s. 216, jf. NOU 1996: 3 s. 156.

⁹⁶ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

anvendes uavhengig av om utbyttepolitikken bygger på majoritetens overdrevne konsolideringsstrategi eller andre forhold.⁹⁷

Dersom man står overfor en utsultingssituasjon, er det klart at også generalklausulen er aktuell. Om det kan påvises et utsultingsmotiv hos majoriteten, vil det tale for at flertallsmakten misbrukes. Videre legger både Høyesterett og Truyen til grunn at utsulting kan rammes av generalklausulen.⁹⁸

Restriktiv utbyttepolitikk uansett begrunnelse kan, som for spesialbestemmelsen, også være et relevant faktisk grunnlag for generalklausulen. Som punkt 3.3.2 viser, er imidlertid ikke den restriktive utbyttepolitikken alene nok til å oppfylle urimelighetsvilkåret. Det må i tillegg foreligge forhold gjør utbyttepolitikken utilbørlig.

Utgangspunktene nevnt ovenfor gjør ikke at det ligger i dagen når en utbyttepolitikk er «urimelig» etter bestemmelsene. Derfor vil den videre fremstillingen fremheve momenter som kan være relevante i urimelighetsvurderingen. De lovfestede kriteriene i spesialbestemmelsen er, som nevnt i starten av punkt 3.4.1, også relevante for vurderingen av urimelighetsvilkåret i generalklausulen. Av den grunn bygger strukturen i punkt 3.4 på disse kriteriene.

3.4.2 Hensynet til aksjeeierne

Innledning – Skal alle aksjonærene hensyntas?

Formuleringen «hensynet til aksjeeierne» tilsier at aksjonærenes interesser skal ivaretas. Ut fra formålet til spesialbestemmelsen om å beskytte aksjonærenes utbytterettighet, kan det argumenteres for at kriteriet primært skal fremme minoritetens interesser. Samtidig følger ikke en slik differensiering direkte av ordlyden. Dette taler for at man etter omstendighetene skal ivareta både majoritetens og minoritetens interesser.

Denne tolkningen støttes av lagmannsrettens argumentasjon i RG-2011-1347. Saken gjaldt to aksjonærgrupper som representerte konkurrerende interesser. Minoritetsaksjonærene som var uenige i utbyttepolitikken utgjorde den ene. Den andre var den øvrige aksjonæren, som utgjorde

⁹⁷ Truyen (2005) s. 425.

⁹⁸ HR-2016-1439-A avsnitt 94 og Truyen (2005) s. 426. Se også Bråthen (2019) s. 183.

majoriteten, og selskapet. Retten mente at interessene til selskapet og majoriteten var sammenfallende. Derfor trengte man ikke å behandle majoritetens interesser selvstendig.⁹⁹

Samtidig er det ikke utenkelig at majoriteten, minoriteten og selskapet, for eksempel representert ved styret, har forskjellige synspunkter på utbyttepolitikken. Da bør majoriteten, minoriteten og selskapet anses som selvstendige interessegrupper. Rett tolkning av kriteriet må dermed være at lovgiver sikter til *aksjonærfellesskapet*.

Imidlertid er minoritetsvernet, i form av aksjonærenes utbytterettighet, en sentral del av formålet til spesialbestemmelsen. Av den grunn får den utbyttesøkende minoriteten en fremtredende plass i vurderingen, selv om bestemmelsen etter omstendighetene også skal ivareta majoritetsinteressen.

Det er mye som tyder på at generalklausulen skal tolkes likt. På den ene side har bestemmelsen minoritetsvernet i vid forstand som hovedformål, jf. punkt 3.2.2. Dermed er det klart at hensynet til minoriteten som anfører myndighetsmisbruk skal ivaretas. Samtidig skal ikke generalklausulen legge uforholdsmessige begrensninger på majoritetens kompetanse etter majoritetsprinsippet.¹⁰⁰ Hensynet til majoriteten og til selskapet er derfor klart relevante momenter i helhetsvurderingen, selv om minoritetsinteressen også her får en fremtredende plass.

Størrelsen på aksjonærenes innflytelse

Det følger av både generalklausulen og spesialbestemmelsen at «aksjeeieren» skal vernes. Bestemmelsene skiller ikke mellom aksjer med og uten stemmerett. Derfor skal minoritetsaksjonærer vernes av bestemmelsene, uavhengig av hvor stor innflytelse minoritetsposten gir i selskapet. Størrelsen på minoritetens innflytelse er imidlertid et relevant moment i urimelighetsvurderingen. Jo større minoritetsposisjonen er, jo sterkere motstand får majoriteten i utbyttepolitikken. Det er også enklere å selge aksjer til en akseptabel pris jo større innflytelse som følger med. Dermed kan det argumenteres for at størrelsen på aksjonærenes innflytelse innvirker på behovet for at domstolen overprøver selskapets utbyttepolitikk. Forarbeidene understreker dette, ved å peke på at det ofte etablerer seg permanente majoritets-

⁹⁹ RG-2011-1347 s. 10.

¹⁰⁰ Truyen (2004) s. 307.

og minoritetskonstellasjoner i lukkede aksjeselskaper.¹⁰¹ Om minoritetens aksjepost da fører med seg liten innflytelse, er minoriteten fullstendig prisgitt majoritetens holdning til utbyttepolitikken. En slutning fra forarbeidene tilsier at det primært er i slike fastlåste tilfeller at domstolen bør overprøve selskapets utbyttepolitikk.

Rettspraksis viser også at størrelsen på minoritetens innflytelse er relevant. RG-2011-1347 er illustrerende. I saken eide majoritetsaksjonæren samtlige aksjer med stemmerett på generalforsamlingen, og var dermed selskapets enestyre. Minoriteten hadde derimot null innflytelse i selskapet fordi vedkommendes aksjer var stemmeløse. Retten mente at interessene til majoriteten og selskapet var sammenfallende, ettersom majoriteten hadde all innflytelse i selskapet. Minoriteten fikk null gehør for sitt syn på utbyttepolitikken. Det var altså tale om en slik fastlåst situasjon som forarbeidsuttalelsen ovenfor siktet til. Retten hevdet derfor at selskapets utbyttepolitikk burde overprøves etter spesialbestemmelsen.¹⁰² Med andre ord harmonerer argumentasjonen i RG-2011-1347 forarbeidenes retningslinjer.

HR-2016-1439-A er et eksempel på at momentet også er relevant etter generalklausulen. Aksjeminoriteten fikk heller ikke her gehør for sitt syn på selskapsdriften. Minoritetens aksjer var stemmeløse, og utbyttepolitikken var svært restriktiv. Av den grunn måtte aksjeminoriteten passivt akseptere at majoriteten finansierte utbytte for ett regnskapsår ved emisjon til underkurs med fortrinnsrett til aksjonærene.¹⁰³ Høyesterett så minoritetens manglende innflytelse, den restriktive utbyttepraksisen og emisjonen i sammenheng. Dommerne mente enstemmig at disse forholdene gjorde det urealistisk for minoriteten å selge aksjene til en pris som reflekterte «*aksjenes andel av de underliggende verdier*».¹⁰⁴ Minoritetens lave innflytelse var dermed et av flere momenter som tilsa at utbyttepolitikken, etter en helhetsvurdering, utgjorde myndighetsmisbruk etter generalklausulen.¹⁰⁵

Majoritetens økonomiske særinteresser

Dersom majoriteten holder utbyttene lave, kan det at vedkommende samtidig hever lønn for et styreverv i selskapet være relevant i urimelighetsvurderingen. Det er ikke uvanlig at majoriteten

¹⁰¹ NOU 1996: 3 s. 74.

¹⁰² RG-2011-1347 s. 12.

¹⁰³ Som nevnt i punkt 3.3, var det særlig denne manøveren som gjorde at den restriktive utbyttepolitikken ble ansett som utilbørlig myndighetsutøvelse, jf. HR-2016-1439-A avsnitt 113 og 125.

¹⁰⁴ HR-2016-1439-A avsnitt 133.

¹⁰⁵ HR-2016-1439-A avsnitt 132-133.

har en økonomisk forbindelse til selskapet utover aksjeeierskapet. Minoriteten, hvis rolle i selskapet utelukkende er aksjonærtilknytningen, får typisk ikke nytte godt av slike særfordeler. Utenom styreverv, er typiske eksempler at majoriteten driver forretninger med selskapet, eller at vedkommende har en annen rolle i selskapet som innebærer økonomisk godtgjørelse.

Forarbeidene utdyper hvorfor momentet kan være relevant. Her argumenteres det for at majoriteten vil ha et svakere behov for utbytteutbetalinger dersom de økonomiske særfordelene i praksis betyr mer.¹⁰⁶ Da blir minoritetens beskyttelsesbehov større, ettersom majoriteten har økonomiske særinteresser utover utbytte, som kan motivere majoritetens standpunkt i utbyttepolitikken.¹⁰⁷ Imidlertid vil ikke økonomiske særfordeler *automatisk* tale for urimelighet. Bakgrunnen for det er at både den restriktive utbyttepolitikken og majoritetens økonomiske særfordel kan være forretningsmessig begrunnet. Forarbeidene underbygger poenget ved å understreke at majoriteten kan ha et velbegrunnet ønske om enten å drive ekspansivt eller konsolidere kapital før det betales utbytte.¹⁰⁸ I så fall er utbyttepolitikken forretningsmessig forankret. Om et tenkt styrehonorar da fremtrer alminnelig, vil ikke eksistensen av sistnevnte alene tale for at utbyttepolitikken er urimelig. Man er altså avhengig av å sammenholde den økonomiske særfordelen med konsolideringshensynet for å finne ut av om den er relevant i urimelighetsvurderingen.

Et tenkt eksempel inspirert av Rt-2003-335 er illustrerende. Selskapet går godt og styrelederen, som også er majoritetsaksjonær, hever et alminnelig styrehonorar. Videre føres det en restriktiv utbyttepolitikk basert på en forretningsmessig legitim ekspansjonsstrategi. Konsolideringshensynet tilsier her at utbyttepolitikken *ikke* er urimelig. Styrehonoraret er også alminnelig i et forretningsmessig perspektiv. I så fall viser argumentasjonen over at det er ulogisk å stemple utbyttepolitikken som urimelig, utelukkende basert på styrehonoraret.

I HR-2016-1439-A avsnitt 112, gir Høyesterett uttrykk for et liknende synspunkt. Høyesterett uttalte eksplisitt at man ikke ville kommentere majoritetens lønnsavtaler med selskapet. Premissene gir ikke grunn til å betvile at lønnsavtalene var forretningsmessig forsvarlige. Dette fremstår som grunnen til at de var irrelevante i vurderingen av urimelighetsvilkåret i generalklausulen.

¹⁰⁶ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

¹⁰⁷ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

¹⁰⁸ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

Spørsmålet blir da når majoritetens økonomiske særinteresser blir relevante. En vurdering av de økonomiske særfordelene sammenholdt med likhetsprinsippet er et godt utgangspunkt. Eksempelvis krenkes likhetsprinsippet dersom den økonomiske særfordelen innebærer en omfordeling av økonomiske eller organisatoriske rettigheter til majoriteten. Majoriteten har makt til å gjennomføre dette i kraft av posisjonen som majoritetsaksjonær.¹⁰⁹ Et typisk eksempel er at majoriteten bruker sin maktposisjon i selskapet til å gi seg selv skjulte utbytter. Det kan blant annet dreie seg om bonuser som er uforholdsmessige ut fra selskapets prestasjoner.¹¹⁰ Om selskapet da fører en restriktiv utbyttepolitikk, kan det argumenteres for at bonusen og utbyttepolitikken til sammen representerer en krenkelse av likhetsprinsippet.¹¹¹ Dette er et tungtveiende argument for at utbyttepolitikken er urimelig.

Videre kan restriktiv utbyttepolitikk og majoritetens økonomiske særfordeler sammenfalle med at majoriteten leder selskapet dårlig. Hvis selskapet da likevel har utbyttekapasitet, kan det argumenteres for at vinningsformålet krenkes dersom utbyttene uteblir. Hvor legitimt det er å holde overskudd tilbake av hensyn til en konsolideringsstrategi, avhenger av ledelsens langsiktige evne til gevinstmaksimering.¹¹² Både LA-2002-84 og RG-2011-1347 er illustrerende. I begge tilfeller var bedriftsresultatene sterke, hvilket tilsa at majoriteten ledet selskapet godt. Utbyttepolitikken var restriktiv. I lys av dette mente retten at majoritetens lønnsavtale med selskapet *ikke* talte for urimelighet etter spesialbestemmelsen.¹¹³ Retten anvendte altså et proporsjonalitetssynspunkt. Aksjemajoritetens økonomiske ytelser fra selskapet var legitime sammenholdt med majoritetens evne til å maksimere gevinst i selskapet. Om den økonomiske særfordelen derimot står i et markant misforhold til majoritetens evner som bedriftsleder, blir argumentasjonen annerledes. Da er det mer nærliggende at den økonomiske særfordelen blir et argument for urimelighet.

Dermed kan ikke eksistensen av økonomiske særfordeler på majoritetens hånd anvendes som et selvstendig argument, verken etter spesial- eller generalklausulen. Særfordelene må i den konkrete sammenhengen være problematiske i lys av enten likhetsprinsippet eller vinningsformålet. Først da blir de relevante i urimelighetsvurderingen.

¹⁰⁹ Truyen (2005) s. 428.

¹¹⁰ Kleiven (2009) s. 35. En mer inngående forklaring av skjulte utbytter gis i Reiersen (2015) s. 90-91.

¹¹¹ Truyen (2005) s. 428.

¹¹² Truyen (2005) s. 429.

¹¹³ LA-2002-84 s. 6 og RG-2011-1347 s. 12.

Aksjonærens formuesskatt og avkastning på alternative investeringer

Minoriteten kan hevde at utbyttepolitikken er urimelig fordi utbyttene ikke er store nok til å dekke formuesskatten på aksjene. Et annet grunnlag for urimelighet kan være at utbyttet ikke overstiger avkastningen på alternative investeringer med lav risiko. Eksempler på disse synspunktene finnes i Rt-1999-330, LA-2002-84 og RG-2011-1347.

Rt-1999-330 omhandlet en aksjeeier som forgjeves krevde at hans aksjepost på 17,65 % i selskapet Nordenfjeldske Creditreform skulle innløses etter asl. 1976 § 13-3.¹¹⁴ Et av de anførte grunnlagene for myndighetsmisbruk var at selskapet hadde ført en langvarig restriktiv utbyttepolitikk. Høyesterett var enig i at utbytteneivået lenge hadde vært lavt, samt at aksjeverdien var høy. Deretter tok de utgangspunkt i skatteligningen av minoriteten, og uttalte følgende:

«Fremlagte tall viser at med det utbytte som fastsettes, taper Larssen penger på å ha aksjene, når det tas hensyn til formuesskatten.»¹¹⁵

Selv om minoriteten tapte saken, viser uttalelsen at formuesskatten kan være et relevant moment i urimelighetsvurderingen som generalklausulen forutsetter. LA-2002-84 viser at tilsvarende gjelder for vurderingen av urimelighetsvilkåret i spesialbestemmelsen. Lagmannsretten la her vekt på at minoriteten ikke mottok nok i utbytte til å dekke formuesskatten på aksjene sine.¹¹⁶ Dommene er imidlertid ikke klare på om det er aksjonærens totale formuesskatt eller gjeldende sats på formuesskatten som skal vektlegges.

Truyen hevder at den totale formuesskatten til minoriteten ikke kan vektlegges, fordi dette er et individuelt forhold hos den enkelte aksjonær.¹¹⁷ Slike forhold sier ikke noe om vinningsformålet eller likhetsprinsippet er krenket. Aksjonærenes individuelle formuesskatteposisjon kan dermed ikke vektlegges overhodet. Samtidig mener Truyen at det motsatte er tilfelle for rådende sats på formuesskatten.¹¹⁸ En slik måte å vurdere formuesskatten på, tar utgangspunkt i et objektivt forhold som gjelder for alle aksjonærene. Det er eksempelvis vanskelig å si at aksjonærenes avkastningsinteresse etter vinningsformålet er ivaretatt dersom utbyttet tilsvarende 20 % av aksjens verdi, og formuesskattesatsen er på 22 %. Her vil avkastningen

¹¹⁴ Forgjengeren til asl. 1997 § 16-19 om oppløsning.

¹¹⁵ Rt-1999-330, s. 340.

¹¹⁶ LA-2002-84, s. 7.

¹¹⁷ Truyen (2005) s. 435.

¹¹⁸ Truyen (2005) s. 435.

utbyttet representerer spises opp av formuesskattesatsen. Derfor hevder Truyen at formuesskattesatsen kan være et av flere forhold i vurderingen av hva som utgjør en nedre grense for en rimelig utbyttesum.¹¹⁹

Truyens bruk av formuesskatten som vurderingsmoment tar altså utgangspunkt i objektive forhold utledet av aksjen. Dette henger godt sammen med prinsippet om at aksjeeierens rettighetsposisjon skal følge av aksjene, jf. punkt 2.6.¹²⁰ Dermed skal både fordelene av og ulempene ved aksjeeierskapet utledes av aksjen som formuesgode. Å vektlegge aksjonærens individuelle formuesskatt blir i lys av dette det samme som å vektlegge nivået på aksjonærens renteforpliktelser dersom aksjeinvesteringen er lånefinansiert. I så fall er det ikke aksjen, men forhold ved aksjonæren, som påvirker aksjeeierens rettighetsposisjon. Prinsippet om at aksjeeierens rettighetsposisjon skal følge av aksjene taler altså tungt for at Tuyens standpunkt er riktig. Selv om Høyesterett ikke har kommet med en eksplisitt avklaring, har Tuyens synspunkt fått tilslutning i underrettspraksis, jf. RG-2011-1347:

*«Lagmannsretten er enig i at det i alle fall ikke kan være betenkelig å utbetale et utbytte svarende til renteavkastningen i bank for et bankinnskudd svarende til **verdien av aksjene etter fradrag for formuesskatt.**»¹²¹*

Når synspunktet til Truyen og lagmannsretten harmonerer med grunnleggende selskapsrettslige prinsipper, må det legges til grunn som gjeldende rett. Derfor er ikke den enkelte aksjonærs totale formuesskatt et relevant vurderingsmoment. Motsatt er tilfelle for den avgrensede påvirkningen aksjens verdi har på formuesskatten etter gjeldende sats.

Det siterte fra RG-2011-1347 viser også at rentenivået på alternative investeringer med lav risiko, slik som banksparing, kan vektlegges. Under normale markedsøkonomiske forhold er det større risiko tilknyttet en aksjeinvestering enn alminnelige bankinnskudd. Dette tilsier at det normalt bør gi høyere avkastning å investere penger i aksjer enn å ha dem i banken. Ved å vektlegge alternative investeringer med lav risiko, tar man også utgangspunkt i et objektivt forhold som gjelder for alle aksjonærene. I tillegg er det vanskelig å ivareta aksjonærens avkastningsinteresse dersom et bankinnskudd gir minst like god avkastning som

¹¹⁹ Truyen (2005) s. 435.

¹²⁰ Woxholth (2018) s. 77.

¹²¹ RG-2011-1347 s. 12, mine uthevninger.

aksjeinvesteringen. Derfor kan også rentenivået på alternative investeringer med lav risiko indikere hva minstekravet til en rimelig utbyttesum skal være.¹²²

Hvor enkelt aksjene kan selges

Hvorvidt aksjene er enkle å selge er også et relevant moment.¹²³ Dette følger av at Aksjelovutvalget i NOU 1996: 3 var spesielt pålagt å vurdere behovet for å styrke minoritetsvernet i lukkede aksjeselskaper. Bakgrunnen for dette var at aksjer i lukkede aksjeselskaper generelt ble ansett som vanskelige å selge til en pris som reflekterte aksjepostens andel i selskapets økonomiske verdier.¹²⁴ At aksjene er vanskelige å selge, fremheves deretter som en av hovedgrunnene bak det særlige minoritetsvernet spesialbestemmelsen representerer.¹²⁵ Det samme poenget brukes av utvalget til å begrunne forslaget om å innføre en særegen innløsningsregel for aksjer i lukkede aksjeselskaper (som nå er inntatt i asl. § 4-24).¹²⁶ Myndighetsmisbruk etter generalklausulen kan føre til innløsning, jf. asl. § 4-24 (1). Dermed er det klart at aksjenes konkrete omsettelighet er et relevant moment i urimelighetsvurderingen.

Bakgrunnen for dette er at verdien av aksjeposten og muligheten for å selge aksjene påvirkes av utbyttepolitikken.¹²⁷ For en minoritet uten innflytelse, er utbytteutsiktene følgelig svært viktige med tanke på verdiene vedkommende har bundet i selskapet. I denne sammenheng kan aksjenes omsettelighet, og hvorvidt de kan omsettes til en rimelig pris, si noe om utbyttepolitikken i et konkret tilfelle er urimelig. Det vil eksempelvis være vanskelig å få medhold i at utbyttepolitikken er urimelig dersom det foreligger konkrete tilbud om å kjøpe aksjene til markedspris. Da vil aksjonærene vanligvis kun beholde aksjene dersom de mener investeringens fordeler overgår ulempene.¹²⁸ Gjelder det derimot aksjer i familieselskap, som ofte er underlagt omsetningsbegrensninger, er det vesentlig vanskeligere å selge minoritetsposter til markedspris.¹²⁹ Om selskapet da fører restriktiv utbyttepolitikk, vil det normalt foreligge få villige kjøpere. Aksjer utgjør ikke attraktive investeringsobjekter dersom

¹²² Truyen (2005) s. 435 og RG-2011-1347 s. 12.

¹²³ Gjems-Onstad (2013) s. 153.

¹²⁴ NOU 1996: 3 s. 73.

¹²⁵ NOU 1996: 3 s. 74.

¹²⁶ NOU 1996: 3 s. 75.

¹²⁷ NOU 1996: 3 s. 74.

¹²⁸ Werlauff (1991) s. 389, fotnote 1062.

¹²⁹ Gjems-Onstad (2013) s. 153 og Kleiven (2009) s. 32.

de både er underlagt omsetningsbegrensninger og utbyttene er lave.¹³⁰ Da vil alle minoritetens veier til å realisere avkastning i praksis være blokkert. I så fall oppfylles heller ikke vinningsformålet.

Man bør imidlertid være forsiktig med å tillegge dette momentet avgjørende vekt. Uansett av hvilken type aksjer man eier, eksisterer det alltid en forretningsrisiko.¹³¹ Risikoen er like reell i et familieselskap som i et børsnotert selskap. Forarbeidene uttaler derfor at enhver aksjeeier «*må ta i betraktning at den normale måte å komme seg ut av selskapet, vil være å avhende aksjene*».¹³² Denne uttalelsen kan tas til inntekt for at aksjenes omsettelighet bør være en del av aksjeeierens risikovurdering før investeringen gjennomføres. Aksjenes begrensede omsettelighet bør dermed først vektlegges dersom selskapet presterer godt over lang tid uten at det kommer aksjonærene til gode.¹³³ Slutningen gir mening ettersom forventningen om løpende avkastning på aksjeinvesteringer er spesielt berettiget når selskapet skaper betydelige overskudd. Denne forventningen gjelder også uavhengig av selskapstype. Om selskapet går svært godt, utbyttene uteblir, og aksjene er vanskelige å selge, foreligger det formodentlig en merkbar krenkelse av vinningsformålet. Dette vil tale for at utbyttepolitikken er «urimelig».

Subjektive forventninger til utbytteneivået

Aksjonærer kan få subjektive forventninger til utbytteneivået på grunnlag av ulike forhold, som for eksempel tidligere generalforsamlingspraksis. Synspunktet illustreres blant annet i dansk høyesterettspraksis, jf. U.1985.183H. Saken gjaldt Revisions- og Forvaltnings-Institutet, et revisjonsselskap som lenge hadde ført restriktiv utbyttepolitikk. Bakgrunnen var selskapets tydelige konsolideringsstrategi. To investorer som visste om den langvarige utbyttepolitikken, kjøpte deretter minoritetsposter i selskapet. Senere reiste de søksmål som angrep generalforsamlingens utbyttebeslutning. Den danske generalklausulen var rettsgrunnlaget. Minoritetsaksjonærene fikk ikke medhold. Retten mente konsolideringsstrategien utbyttepolitikken bygget på var saklig.¹³⁴ I tillegg hevdet retten følgende:

¹³⁰ Gjems-Onstad (2013) s. 153.

¹³¹ Kleiven (2009) s. 32.

¹³² NOU 1996: 3 s. 74.

¹³³ Kleiven (2009) s. 32.

¹³⁴ Jf. U.1985.183H, s. 189. Høyesteret uttaler her at utbyttepraksisen hadde et saklig formål, ettersom man ønsket å sikre revisjonsselskapet økonomisk uavhengighet.

«Det må lægges til grund, at appellanterne ved erhvervelsen af deres aktier har haft **nøje kendskab til denne politik** og dens mulige indflydelse på aktiekursene.»¹³⁵

Aksjonærenes kunnskap om den restriktive utbyttepolitikken før aksjeinvesteringen ble altså brukt som argument mot at myndighetsmisbruk forelå. Synspunktet har imidlertid blitt kritisert i dansk teori. Gomard hevder eksempelvis at en aksjeerverters kunnskap om generalforsamlingspraksis ikke innebærer et samtykke til opprettholdelse av den.¹³⁶ Andre teoretikere er ikke like kritiske. For eksempel mener Werlauff at uttalelsen kan tolkes dit hen at resultatet kunne vært annerledes dersom utbyttepolitikken endret seg til skade for minoriteten.¹³⁷

I utgangspunktet er det selvsagt legitimt å kjøpe aksjer for å påvirke selskapet til å utbetale høyere utbytte etter norsk rett. Imidlertid gir verken lovtekst, forarbeider eller rettspraksis støtte for at man ved kjøp av minoritetsposter kan *kreve* utbytter som er konsistent med tidligere generalforsamlingspraksis. Ut fra argumentasjonen i U.1985.183H, virker det altså som at norsk og dansk rett ikke samsvarer på dette punktet.

At norsk rett ikke legger seg på samme linje, harmonerer godt med prinsippet om at aksjonærens rettighetsposisjon følger av aksjen, jf. punkt 2.6. Prinsippet tilsier at det er de objektive forholdene ved aksjen som definerer utbytteforventningen aksjonærene rettmessig kan ha. Poenget illustreres godt dersom man tar utgangspunkt i et selskap som presterer dårlig, slik at konsolideringshensynet tilsier lavt utbytte. Da bør man ikke kunne tvinge gjennom høyere utbytter på grunnlag av subjektive forventninger basert på generalforsamlingspraksis. Domstolen bør heller respektere aksjemajoritetens forretningsmessige skjønn. Er situasjonen motsatt, bør ikke majoriteten kunne føre en uforholdsmessig restriktiv utbyttepolitikk utelukkende fordi det samsvarer med tidligere generalforsamlingspraksis.

Videre er innholdet av forutsetninger som ikke er vedtektsfestet ofte uklart.¹³⁸ Av den grunn vil aksjonærene sjelden utlede identiske forventninger fra generalforsamlingspraksisen. Dette tilsier at subjektive forutsetninger generelt er irrelevant i urimelighetsvurderingen, enten de er

¹³⁵ U.1985.183H, s. 189, mine uthevninger.

¹³⁶ Gomard (2006) s. 314, fotnote 54.

¹³⁷ Werlauff (1985) s. 200.

¹³⁸ Truyen (2005) s. 247.

utledet av generalforsamlingspraksis eller annet.¹³⁹ Noe annet er imidlertid tilfelle dersom aksjonærenes subjektive forventninger samsvarer med det som objektivt kan utledes av aksjen.

At subjektive forventninger er irrelevant i urimelighetsvurderingen, henger også godt sammen med majoritetsprinsippets begrunnelse.¹⁴⁰ Begrunnelsen for majoritetsprinsippet er å muliggjøre effektiv styring ved å sikre ledelsen fleksibilitet og forutberegnelighet.¹⁴¹ Effektiv selskapsledelse blir vanskelig dersom individuelle aksjonærforutsetninger styrer hva generalforsamlingen rettmessig kan gjøre. Dette understreker tydeligere at subjektive aksjonærforventninger er irrelevante i urimelighetsvurderingen.¹⁴²

3.4.3 Hensynet til selskapets likviditet

Innledning

Etter spesialbestemmelsen kan utbyttepolitikken være «urimelig» ut fra «hensynet til selskapets likviditet». Formuleringen «likviditet» sikter til selskapets evne til løpende å oppfylle sine økonomiske forpliktelser, jf. kkl. § 61.¹⁴³ Likviditetskriteriet synliggjør at selskapsinteressen skal hensyntas, og er dermed det kriteriet som typisk fremmer majoritetens interesser i vurderingen.¹⁴⁴

Likviditetsmomentet følger derimot ikke direkte av ordlyden til generalklausulen. Det er imidlertid ikke tvilsomt at momentet er relevant også i den forbindelse. Begrunnelsen er at generalklausulen også beskytter hele vinningsformålet.¹⁴⁵ Videre åpner myndighetsmisbruk etter generalklausulen for innløsning etter asl. § 4-24 og oppløsning etter asl. § 16-19. Dette er svært kostnadskrevenne sanksjoner for selskapet, hvilket tilsier at selskapets likviditetsbehov er noe generalklausulen skal hensynta. Hva likviditetsmomentet taler for i urimelighetsvurderingen, avhenger av hvilket kapitalbehov selskapet har. Dette beror på mange faktorer.

¹³⁹ Truyen (2005) s. 246-248.

¹⁴⁰ Kleiven (2009) s. 32-33.

¹⁴¹ Jf. punkt 2.2, 2.3 og Truyen (2005) s. 247.

¹⁴² Noe annet er at endring fra raus til restriktiv utbyttepraksis på generalforsamlingen kan indikere at majoriteten har et utsultingsmotiv. Dette taler for urimelighet, jf. punkt 3.4.4.

¹⁴³ Lov 8. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven).

¹⁴⁴ RG-2011-1347 s. 11.

¹⁴⁵ Se punkt 3.2.2 og 3.4.1.

Virksomhetens art, omfang og forretningsstrategi

Hva hensynet til selskapets likviditet tilsier i urimelighetsvurderingen, beror i stor grad på hva som utgjør «forsvarlig» egenkapital, jf. asl. § 3-4. Selskapets virksomhet, altså dets art og omfang, er ofte styrende for selskapets egenkapitalbehov.¹⁴⁶ Vedtektene beskriver selskapets virksomhet nærmere.¹⁴⁷ Drives virksomheten i en bransje preget av betydelig risiko og store markedssvingninger, har selskapet et nesten kontinuerlig behov for solid egenkapital. Behovet blir mindre om selskapet er lite utsatt for uventede opp- og nedturer i markedet.¹⁴⁸ Dermed ser man at lave utbytter kan være hensiktsmessig til tross for selskapets gode resultater, dersom selskapet ut fra sin risikoprofil er avhengig av høy egenkapital. I dag kan man enkelt se for seg at slik argumentasjon får gjennomslag i selskaper med store omstillingsbehov, grunnet den pågående pandemien og det grønne skiftet.

Selskapets forretningsstrategi kan også si noe om selskapets egenkapitalbehov. Eksempelvis nødvendiggjør større virksomhetsutvidelser en styrking av egenkapitalen.¹⁴⁹ Restriktiv utbyttepolitikk kan bidra til dette i noen tilfeller. Hensynet til selskapets likviditet kan derfor tilsi at selskapet er nøkterne i sin utbyttepolitikk grunnet en legitim vekststrategi.

Selskapets resultater over tid

Selskapets resultater over tid er også relevant. Vinningsformålet tilsier som nevnt at noe av overskuddet bør tilfalle aksjonærene dersom selskapet presterer godt over tid.¹⁵⁰ Dersom prestasjonene derimot er dårlige, får dette synspunktet svakere gjennomslag. Det er imidlertid ikke slik at langvarig gode resultater automatisk innebærer en absolutt utbytterett. Dette henger sammen med betraktningene om virksomhetens art, omfang, og forretningsstrategi nevnt ovenfor. Selskapet kan eksempelvis være i en oppbyggingsfase. Alternativt kan konsolideringsbehovet være forankret i konkrete mål for bedriften. Da er det rimelig at minoriteten tåler et begrenset utbyttelinivå, positive resultater til tross.¹⁵¹

Lagmannsretten bygger på en slik argumentasjon i LA-2002-84. Majoritetsaksjonæren anførte at utbyttepolitikken var legitim fordi selskapet måtte håndtere stor forretningsmessig risiko.

¹⁴⁶ NOU 1996: 3 s. 102.

¹⁴⁷ Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) s. 130.

¹⁴⁸ NOU 1996: 3 s. 102.

¹⁴⁹ NOU 1996: 3 s. 102.

¹⁵⁰ Se punkt 2.7.

¹⁵¹ Kleiven (2009) s. 34.

Majoriteten regnet også med at det ville ta lang tid å nå selskapets egendefinerte målsettinger. Samtidig hadde resultatene vært gode over lang tid. Lagmannsretten uttalte generelt at man i stor utstrekning må akseptere akkumulering av overskudd for å nå et langsiktig mål. På grunnlag av disse synspunktene mente lagmannsretten at det forelå gode grunner for en «*viss nøkternhet*» i utbyttepolitikken inntil «*selskapets mål er nådd*». ¹⁵² Med andre ord trenger ikke selskapets gode resultater i seg selv å være et argument for urimelighet. Hva selskapets resultater over tid taler for i urimelighetsvurderingen beror med andre ord på hvor sterkt konsolideringshensynet gjør seg konkret gjeldende.

Selskapets fremtidsplaner

Fremtidsplanene til selskapet kan også belyse selskapets likviditetsbehov, og dermed være relevant i urimelighetsvurderingen. Dette momentet må også sammenholdes med selskapets karakter, strategi og forretningsrisiko. Det forretningsmessige skjønn innebærer at det er selskapets oppgave, ved majoriteten og styret, å vurdere hva kravet til forsvarlig egenkapital etter asl. § 3-4 til enhver tid tilsier. ¹⁵³ Domstolen bør ikke bruke generalklausulen eller spesialbestemmelsen på en måte som kompliserer selskapets videre drift. ¹⁵⁴ Det vil i så fall være et meget sterkt inngrep i selskapets forretningsmessige posisjon, som igjen vil gjøre det vanskeligere å generere overskudd i tråd med vinningsformålet, jf. punkt 2.7.

Slik sett bør domstolen, av hensyn til det forretningsmessige skjønn, ha selskapets fremtidsplaner i tankene når urimelighetsvurderingen gjennomføres. Dersom selskapet har konkrete og kapitalkrevende fremtidsplaner, må konsolideringshensynet tillegges betydelig vekt i urimelighetsvurderingen. Retten er imidlertid ikke avskåret fra å overprøve selskapets forretningsstrategi under skjønnsutøvelsen urimelighetsvilkårene forutsetter. ¹⁵⁵ Retten har altså anledning til å overprøve selskapets standpunkt om at de aktuelle fremtidsplanene nødvendigvis gjør restriktiv utbyttepolitikk.

Eksempelvis trenger ikke selskapets fremtidsplaner å være en tilstrekkelig begrunnelse for restriktiv utbyttepolitikk, dersom planene er uklare og ligger for langt frem i tid. Argumentasjonen i LA-2002-84 underbygger dette. Majoriteten hevdet at selskapets restriktive

¹⁵² LA-2002-84, s. 6-7.

¹⁵³ Kleiven (2009) s. 34.

¹⁵⁴ Høyesterett anvender en tilsvarende argumentasjon i HR-2016-1439-A, avsnitt 96.

¹⁵⁵ Se punkt 3.5.2 for mer om dette.

utbyttepolitikk ville komme samtlige aksjonærer til gode på lang sikt, når selskapet ble økonomisk bærekraftig. Majoriteten var imidlertid uklar på når dette sannsynligvis ville skje. Samtidig var selskapets resultater gode, og majoriteten så lyst på selskapets fremtid. Lagmannsretten uttalte videre at de årlige utbytterne bevisst og systematisk ble holdt svært lave over lang tid. Videre vektla retten at tidspunktet for oppfyllelsen av selskapets bærekraftsmål var høyst udefinert. Lagmannsretten hevdet derfor at minoriteten ikke hadde «*bestemte utsikter*» til økt utbytte i fremtiden.¹⁵⁶ Retten mente også at en nøktern økning av utbytteneivået ikke ville være spesielt negativt for selskapets økonomi. Selskapets evne til å nå målsettingen om bærekraftighet tok altså ikke skade av dette. Ifølge retten tilsa disse forholdene samlet sett at selskapets fremtidsplaner ikke begrunnet den restriktive utbyttepolitikken godt nok.¹⁵⁷

Alternativ forvaltning av selskapets overskudd

Det er ikke uvanlig at aksjeselskaper bruker deler av overskuddet til andre formål enn utbytte. Om dette sammenfaller med restriktiv utbyttepolitikk, kan aksjonærkonflikter fort oppstå. Majoritetens begrunnelse er eksempelvis at den alternative overskuddsforvaltningen kan bidra til gevinstmaksimering på sikt. Minoriteten kan derimot mene at dette utgjør en krenkelse av vinningsformålet, ettersom selskapet har overskudd som kan deles ut. Spørsmålet blir når alternativ forvaltning av selskapets overskudd kan tale for urimelighet.

Rt-1922-272 (Freia-dommen) er illustrerende. Her angrep minoriteten beslutningen til Freias generalforsamling om å donere kr. 250 000 av årsoverskuddet til et medisinsk forskningsfond. Beslutningen sammenfalt med en utbyttebeslutning på 10 %. Denne utbyttensummen lå under utbytteneivået den seneste tiden. Majoritetens beslutning ble enstemmig godtatt av Høyesterett. Høyesterett mente donasjonen kunne fremme selskapets langsiktige økonomiske interesser, fordi donasjonen antakeligvis hadde stor reklameverdi. Aksjeselskapers selvstendige ansvar for å ivareta allmennyttige samfunnsinteresser talte også for at donasjonen var rettmessig. Høyesterett hevdet også at gaven ikke var uforholdsmessig sammenholdt med utbytteneivået den seneste tiden.¹⁵⁸ Derfor aksepterte Høyesterett gaven etter en helhetsvurdering. Høyesteretts argumentasjon tok altså begge forutsetningene for vinningsformålet i betraktning, jf. punkt 2.7.

¹⁵⁶ LA-2002-84 s. 7.

¹⁵⁷ LA-2002-84 s. 6-7. Se også RG-2011-1347 s. 11, der lagmannsretten legger til grunn at en uforholdsmessig langsiktig konsolideringsstrategi vil være et «*argument i rimelighetsvurderingen som taler for at det bør utbetales utbytte*».

¹⁵⁸ Rt-1922-272 s. 273 og 274.

Høyesteretts argumentasjon viser dermed at restriktiv utbyttepolitikk og alternativ overskuddsforvaltning *på samme tid* etter omstendighetene kan aksepteres. Dette vil bero på hvorvidt disposisjonen kan forankres i selskapsinteressen eller allmenne interesser. Hvorvidt disposisjonen og utbyttepolitikken sammen innebærer en uforholdsmessig nedprioritering av utbytteretten til aksjonærene er også relevant. Hadde Freia-dommen omhandlet langvarig restriktiv utbyttepolitikk og en pengegave til en enkeltaksjonær, ville Høyesterett sannsynligvis konkludert annerledes.

Karakteren til selskapets verdier

Karakteren til selskapets verdier er også relevant. Man kan for eksempel tenke seg et selskap som har svært solid økonomi. Videre utgjør verdifulle eiendommer, som er gjelds- og heftelsesfrie, mesteparten av selskapets verdier. Samtidig er ikke dette verdier som utgjør likvide midler i praksis. Skal verdiene bli likvide må selskapet ta opp lån, eller på annet vis behefte eiendommene. Spørsmålet blir hvordan dette påvirker urimelighetsvurderingen.

Drøftelsen til lagmannsretten i RG-2011-1347 er illustrerende. Vurderingen av likviditetsmomentet tok utgangspunkt i hvor enkelt ulike verdier vanligvis godtas som betalingsmiddel. Hvor lett man kunne omveksle ulike verdier til likvide betalingsmidler uten at det oppstod tap, var også sentralt. Lagmannsretten kategoriserte for eksempel kontanter, frie bankinnskudd, lett omsettelige aksjer, ubenyttede kassakreditter og løpende fordringer som typisk likvide midler. Dette gjaldt ikke for bundne bankinnskudd, anleggsmidler, bygninger og aksjer i datterselskaper. Det at selskapet hadde flest verdier i sistnevnte kategori, innebar etter lagmannsrettens syn at hensynet til selskapets likviditet isolert sett talte mot utbyttedeling.¹⁵⁹ Grunnen var at verdiene ikke var alminnelige betalingsmidler, og verdiene kunne heller ikke omveksles uten tap. Likviditetshensynet hadde sannsynligvis talt i motsatt retning om selskapets verdier for det meste bestod av kontanter og frie bankinnskudd. Hva arten av selskapets verdier taler for i urimelighetsvurderingen, beror dermed på hvor lett verdiene kan omgjøres til alminnelige betalingsmidler uten tap.

Det at selskapets verdier primært består av typisk illikvide formuesgoder, trenger imidlertid ikke å tale mot utbytteutdeling dersom selskapet har svært solid økonomi. I slike tilfeller innebærer selskapets økonomiske soliditet ofte at det har gode alternativer til å føre restriktiv

¹⁵⁹ RG-2011-1347 s. 11.

utbyttepolitikk. Sammenhengen mellom arten av selskapets verdier, økonomisk soliditet og alternativer til en restriktiv utbyttepolitikk, behandles nærmere i punkt 3.4.4.

3.4.4 Forholdene ellers

Innledning

Endelig kan utbytteneivået være «urimelig» ut fra «forholdene ellers», jf. spesialbestemmelsen. Utover å vise at oppregningen av hensyn ikke er uttømmende, sier verken ordlyden eller forarbeidene mye om hva lovgiver sikter til her. Samtidig underbygger kriteriet at urimelighetsvurderingen er konkret, og må foretas ut fra de konkrete forholdene i saken. I det følgende skal jeg belyse hvilke momenter som blant annet kan subsumeres under dette kriteriet.

Utbyttepraksis i sammenliknbare selskaper

Utbytteneivået til omtrent like store selskaper i samme bransje kan belyse hvilket utbytteneivå selskapet tåler.¹⁶⁰ Rt-2000-2033 er treffende, selv om saken omhandlet tolkningen av aksjelovens utdelingsbegrep, jf. asl. 1976 § 12-4 (1), sml. asl. 1997 § 3-6 (1).¹⁶¹ Bransjepraksis ble anført som grunnlag for at betaling av honorar for finansiell rådgivning ikke var en utbyttebetaling etter aksjeloven. Hvorvidt bransjepraksisen kunne vektlegges, var ifølge Høyesterett avhengig av om den aktuelle praksisen hadde samme formål som aksjeloven om «å verne om aksjekapitalen».¹⁶² Uttalelsen tilsier at bransjepraksis kan vektlegges dersom dette harmonerer med aksjelovens regler og hensyn. Et liknende synspunkt bør også gjelde for urimelighetsvurderingen.¹⁶³ Mer presist bør man kunne vektlegge bransjepraksis dersom dette harmonerer med vinningsformålet.

I mange tilfeller er det gode grunner til at et selskaps utbytteneivå skiller seg fra utbytteneivået i bransjen. Her kan forhold som selskapets art, framtidutsikter og forretningsstrategi begrunne avvik. Momentet kan gå begge veier. Bransjepraksis fremstår ikke som en gyldig begrunnelse for lave utbytter, dersom selskapets utbyttekapasitet er bedre enn alle sammenliknbare aktører. Samtidig kan en forretningsmessig forankret konsolideringsstrategi være en legitim grunn til at

¹⁶⁰ Kleiven (2009) s. 34.

¹⁶¹ Betydningen av Rt-2000-2033 for tolkningen av aksjelovens utdelingsbegrep behandles nærmere i Reiersen (2015), s. 63 og 204-212.

¹⁶² Rt-2000-2033, s. 2038.

¹⁶³ Kleiven (2009) s. 35.

selskapets utbyttensnivå er lavere enn nivået i bransjen. Eksempelvis kan man se for seg et aksjeselskap innenfor kraftindustrien. På bakgrunn av en større omstillingsprosess som krever mye egenkapital, holder majoriteten utbyttene lave. Konsolideringsstrategien er derfor forretningsmessig begrunnet. Øvrige selskaper i kraftindustrien har derimot ikke det samme omstillingsbehovet, og utbetaler derfor mye høyere utbytter. Her vil det være tyngende for selskapet å bli tvunget til en rausere utbyttepolitikk utelukkende fordi utbyttensnivået i bransjen er høyere. Selskapet trenger tross alt egenkapitalen til omstillingsprosessen.

Dette viser at bransjepraksisen må sammenholdes med vinningsformålet når den anvendes i urimelighetsvurderingen. Dette samsvarer med den nevnte retningslinjen Høyesterett la til grunn i Rt-2000-2033. Dermed er det kun hvis en rausere utbyttepolitikk ikke svekker selskapets evne til å skape overskudd at en raus bransjepraksis taler for høyere utbytte. Først da vil bransjepraksisen som argument i urimelighetsvurderingen samsvare med aksjelovens vinningsformål.

Tidligere utbyttepolitikk

Selskapets tidligere utbyttepolitikk er også et relevant moment.¹⁶⁴ Dette følger av forarbeidene til spesialbestemmelsen. Her fremgår det at rettsanvenderen kan anvende et gjennomsnittssynspunkt, der tidligere års utbyttensnivå sammenholdes med den problematiske utbyttebeslutningen.¹⁶⁵ Synspunktet er hensiktsmessig, ettersom selskapets tidligere utbyttensnivå er et objektivt forhold ved selskapet. Det kan også settes i sammenheng med andre objektive momenter ved selskapet. Eksempelvis kan majoriteten endre utbyttepolitikken fra raus til restriktiv, til tross for at det fortsatt har betydelig utbyttekapasitet. I så måte vil den tidligere rausere utbyttepolitikken tale for urimelighet.

I denne sammenheng er det også relevant at forarbeidene til spesialbestemmelsen åpner for at domstolen kan vektlegge motivene som ligger bak majoritetens beslutning.¹⁶⁶ Truyen mener forarbeidsuttalelsen viser at endringer fra raus til restriktiv utbyttepolitikk kan bidra til å bevise at aksjemajoriteten har et utsultingsmotiv.¹⁶⁷ Et synlig utsultingsmotiv er et tungtveiende argument for at utbyttepolitikken er «urimelig». Samtidig forutsetter en slik slutning at

¹⁶⁴ Aarbakke m.fl. (2017) s. 625.

¹⁶⁵ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 190. Se også Truyen (2005) s. 246 som mener tidligere utbyttepraksis også kan «ses på som et bevismoment for i hvilken grad selskapet tåler» å utbetale høyere utbytte.

¹⁶⁶ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

¹⁶⁷ Truyen (2005) s. 246.

utbyttepolitikken drastisk endres til minoritetens ulempe. Endringen bør heller ikke være det eneste man bygger et utsultingsmotiv på, ettersom endringen kan ha forankring i forretningsmessig legitime forhold. Om endringen derimot ikke kan forankres i selskapsinteressen, kan det lettere argumenteres for at majoriteten har et utsultingsmotiv. HR-2016-1439-A er illustrerende. Den langvarige restriktive utbyttepolitikken, som ikke hadde noen synlig forankring i selskapsinteressen, var et av flere forhold som totalt sett utgjorde myndighetsmisbruk.¹⁶⁸ Høyesterett bekrefter ikke eksplisitt at majoriteten hadde et utsultingsmotiv. Ut ifra de nevnte forholdene er imidlertid en slik slutning nærliggende.

Selskapets samlede utdelinger

Selskapets samlede utdelinger kan også si noe om rimeligheten til utbyttepolitikken. Av forarbeidene til spesialbestemmelsen følger det at aksjerettslige og regnskapsrettslige regler muliggjør at selskapet kan redusere årsoverskuddet i aksjelovens forstand.¹⁶⁹ Dermed kan majoriteten konsolidere selskapet uten at regnskapene kommuniserer dette klart. For å bøte på dette gir forarbeidene uttrykk for at domstolen, innenfor de øvrige rammene av spesialbestemmelsen, kan vektlegge tidligere års overskudd og fondsopplegg.¹⁷⁰ Uttalelsen må tolkes i retning av at domstolen kan vektlegge enhver utdeling fra selskapet som påvirker utbyttegrunnlaget i urimelighetsvurderingen.¹⁷¹ Med andre ord kan domstolen vektlegge andre utdelinger fra selskapet, også de som fant sted før det aktuelle regnskapsåret, i vurderingen av om utbyttet er urimelig.

Når man drøfter urimelighetsvilkåret i generalklausulen, skal man derimot ta utgangspunkt i konkrete generalforsamlingsbeslutninger. Andre utdelinger kan også her belyse hvorvidt en konkret generalforsamlingsbeslutning, som omhandler utbyttepolitikken, er utilbørlig i lys av selskaps- eller aksjonærinteressen. Selskapets samlede utdelinger kan dermed vektlegges i urimelighetsvurderingen til begge bestemmelsene.

Å vektlegge selskapets samlede utdelinger innebærer å vurdere mange typer disposisjoner, både til minoritetens fordel og ulempe. For eksempel kan selskapet redusere aksjekapitalen, eller gjennomføre en fisjon eller fusjon. Minoriteten tilføres midler som følge av slike beslutninger.

¹⁶⁸ HR-2016-1439-A avsnitt 113 og 125.

¹⁶⁹ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 190.

¹⁷⁰ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 190.

¹⁷¹ Truyen (2005) s. 434.

Da kan det argumenteres for at minoritetens utbytteforutsetning er tilstrekkelig ivaretatt av disse beslutningene. Dette vil tale mot urimelighet.¹⁷²

Motsetningsvis kan selskapet dele ut midler som aksjonærene ikke får glede av, slik som gaver.¹⁷³ I Freia-dommen mente Høyesterett at gaven var forholdsmessig sammenliknet med det høye utbyttensnivået selskapet inntil nylig hadde operert med. Denne proporsjonaliteten utgjorde et tungtveiende argument for at Høyesterett aksepterte gaven.¹⁷⁴ Om utbyttensnivået derimot holdes lavt lenge, selskapet går godt, og selskapet gir mange veldedige gaver, kan det argumenteres for at utbyttepolitikken er urimelig.¹⁷⁵ Ergo ville selskapets samlede utdelinger i Rt-1922-272 vært et tungtveiende argument mot aksept av gaven, om utbyttene lenge hadde vært lave til tross for god utbyttekapasitet.

Alternativer til en restriktiv utbyttepolitikk

I hvilken grad selskapet har tilgang til alternative finansieringsformer, som reduserer behovet for lave utbytter, er også relevant i urimelighetsvurderingen.¹⁷⁶ Utbytteforutsetningen etter vinningsformålet bør prioriteres på bekostning av konsolideringshensynet dersom selskapets kapitalbehov kan dekkes uten lave utbytter.¹⁷⁷ Hvorvidt selskapets kapitalbehov delvis bør dekkes av restriktiv utbyttepolitikk, beror på selskapets finansielle situasjon. Eksempelvis er egenfinansiering vanligvis billigere enn fremmedfinansiering. Dette kan tale for at konsolideringshensynet bør prioriteres. Om selskapet har enkel tilgang på billig fremmedfinansiering, bør konsolideringshensynet tillegges mindre vekt.¹⁷⁸

I HR-2016-1439-A la Høyesterett enstemmig stor vekt på at selskapet hadde gode alternativer til restriktiv utbyttepolitikk. Bakgrunnen var at selskapet finansierte en utbytteutbetaling ved emisjon. Tegningskursen tilsvarte ca. 30 prosent av selskapets underliggende verdier. Aksjeeierne fikk fortrinnsrett. Finansieringsmåten medførte imidlertid at minoriteten måtte bruke mesteparten av utbyttesummen til å tegne aksjer. Hadde minoriteten anvendt utbyttesummen på noe annet, ville andelen i selskapets verdier blitt utvannet. Dette innebar at

¹⁷² Kleiven (2009) s. 35.

¹⁷³ Kleiven (2009) s. 35.

¹⁷⁴ Rt-1922-272 s. 274.

¹⁷⁵ Bråthen (2006) s. 32 og Kleiven (2009) s. 35.

¹⁷⁶ Truyen (2005) s. 437 og 442.

¹⁷⁷ Kleiven (2009) s. 35.

¹⁷⁸ Truyen (2005) s. 437-438. Se også Kleiven (2009) s. 36. Hun trekker, i tillegg til alternative finansieringsmetoder, frem fondsemisjoner og tilhørende kapitalnedsettelse som gode alternativer til restriktiv utbyttepolitikk.

minoritetens utbytteutsikter ble illusoriske ifølge Høyesterett. Samtidig viste de faktiske forholdene at selskapet enkelt kunne finansiert utbyttet annerledes. Selskapet hadde for det første tilgang på meget billig fremmedfinansiering. En billig konsernintern disposisjon var også et tilgjengelig handlingsalternativ. Høyesterett mente disse handlingsalternativene utgjorde bedre finansieringsmåter, fordi selskapet hadde store bankinnskudd og meget positiv kontantstrøm.¹⁷⁹ Ettersom selskapet kunne finansiert utbytte på en annen måte, hevdet Høyesterett at emisjonen var en krenkelse av minoritetens aksjonærrettigheter.¹⁸⁰ Med andre ord ser man at Høyesterett legger mye vekt på at det forelå gode alternativer til restriktiv utbyttepolitikk. Ettersom selskapets kapitalbehov kunne dekkes på alternative og lite inngripende måter, forelå det en sterk formodning om at utbyttepolitikken var urimelig.

Dommen viser også at selskapets alternativer til en restriktiv utbyttepolitikk henger tett sammen med arten av selskapets verdier og dets økonomiske soliditet, jf. punkt 3.4.3. Selv om selskapets verdier isolert sett ikke er likvide, kan de likevel innebære at selskapet er økonomisk solid. Om det er tilfelle, har selskapet ofte gode alternativer til å føre restriktiv utbyttepolitikk. Dersom selskapet er økonomisk solid, er det eksempelvis enkelt å skaffe billig kreditt i den hensikt å finansiere en rimelig utbyttesum. Selskapets økonomiske forhold tilsier da at en raus utbyttepolitikk ikke er tyngende for selskapet.¹⁸¹ Dermed bør ikke mangel på likvide verdier i selskapet gi konsolideringshensynet stort gjennomslag, dersom selskapet totalt sett er økonomisk solid.

Hvor mye vekt alternativ finansiering bør tillegges, beror også på hva slags virksomhet selskapet driver. Her er U.1985.183H fra dansk Høyesterett igjen illustrerende. Majoriteten mente at dersom utbyttet skulle økes, måtte selskapets kapitalbehov dekkes ved å låne opp selskapets faste eiendom. Ifølge majoriteten begrenset et slikt lånopptak selskapets revisorfaglige uavhengighet overfor låneinstitusjonene. Denne uavhengigheten var vedtektsfestet som et av selskapets sentrale formål. Høyesteret støttet selskapets standpunkt, ved å ta til orde for at virksomhetens formål tilsa at konsolideringshensynet måtte prioriteres fremfor utbytte. Arten av selskapets virksomhet talte med andre ord mot at man tok i bruk en slik alternativ finansiering av utbytte. I denne sammenhengen utgjorde ikke det foreslåtte

¹⁷⁹ HR-2016-1439-A avsnitt 103-104.

¹⁸⁰ HR-2016-1439-A avsnitt 104.

¹⁸¹ I HR-2016-1439-A avsnitt 102, slutter Høyesterett seg til lagmannsrettens liknende argumentasjon om dette i RG-2011-1347.

alternativet til en restriktiv utbyttepolitikk et tungtveiende argument for at utbytteneivået var urimelig.¹⁸²

3.5 Helhetsvurderingen

3.5.1 Innledning

Fremstillingen i punkt 3.4 har vist hvilke momenter som typisk er relevante i urimelighetsvurderingen. Urimelighetsvilkårene fordrer imidlertid konkrete helhetsvurderinger, jf. punkt 3.3.1. Domstolen blir altså nødt til å utøve et skjønn. Man kan si at bestemmelsene gir domstolen et rimelighetsskjønn, fordi domstolens kompetanse er knyttet til urimelighetsvilkår. Spørsmålet blir hvordan domstolen skal utøve rimelighetsskjønnet etter spesial- og generalklausulen.

3.5.2 Hvordan skal domstolen utøve rimelighetsskjønnet?

Ordlyden i spesialbestemmelsen sier ingenting om rimelighetsskjønnet til domstolen er fritt eller begrenset. Spørsmålet belyses imidlertid av forarbeidene og rettspraksis. Her understrekes det at urimelighetsvilkåret kan være oppfylt uavhengig av om utbyttepolitikken bygger på usaklige hensyn eller illojale motiver hos aksjemajoriteten.¹⁸³ Skjønnsutøvelsen til domstolen skal med andre ord ta utgangspunkt i objektive forhold ved selskapet. Et slikt utgangspunkt gjør urimelighetsvurderingen enklere i et retts teknisk perspektiv. Vilkår som fordrer vurderinger av subjektive forhold, er mer krevende bevismessig enn de kun tar utgangspunkt i objektive forhold. Eksempelvis er det en vanskelig bevismessig øvelse å sannsynliggjøre at majoriteten vektla usaklige hensyn idet den traff en gitt utbyttebeslutning. Derimot er det enklere å bevise at en utbyttesum er uforholdsmessig lav basert på objektive forhold som for eksempel følger direkte av selskapets regnskap. Disse forholdene taler for at rimelighetsskjønnet til domstolen etter spesialbestemmelsen er fritt.

Denne slutningen finner støtte i omfattende juridisk teori. Eksempelvis hevder både Andenæs og Kleiven at domstolen kan prøve beslutninger tatt av samtlige selskapsorgan, og alle sider ved disse beslutningene.¹⁸⁴ Andenæs mener også at selskapets egne forretningsmessige

¹⁸² U.1985.183H s. 189.

¹⁸³ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189 og Rt-2003-335 avsnitt 10, 12 og 15.

¹⁸⁴ Se Andenæs m.fl. (2016) s. 437 og Kleiven (2009) s. 30.

vurderinger kan overprøves av domstolen.¹⁸⁵ Derfor hevder han at domstolen kan bygge på sitt eget skjønn i vurderingen, uten at den må påvise feil ved selskapets skjønnsutøvelse.¹⁸⁶ Truyen trekker en tilsvarende slutning. Han hevder de øvrige vilkårene i spesialbestemmelsen utgjør de eneste begrensningene i domstolens adgang til å overprøve majoritetens vurderinger av selskapets utbyttepolitikk.¹⁸⁷

At rimelighetsskjønnet til domstolen er fritt, henger godt sammen med hvordan urimelighetsvilkåret i spesialbestemmelsen skal tolkes. Som nevnt i punkt 3.3, er vilkårets mest sentrale tolkningsspørsmål hvorvidt avviket mellom selskapets utbyttensnivå og utbyttekapasitet er uforholdsmessig. Om rimelighetsskjønnet til domstolen ikke var fritt, ville ikke domstolen hatt noe faktisk grunnlag å basere drøftelsen av dette spørsmålet på. En drøftelse av de forretningsmessige forholdene ved selskapet er en forutsetning for å kunne besvare dette tolkningsspørsmålet. Dermed må rimelighetsskjønnet til domstolen etter spesialbestemmelsen være fritt. Det frie skjønn innebærer også at domstolen ikke er *avskåret fra* å vektlegge subjektive momenter. Dersom de faktiske holdepunktene er tilstrekkelige, fremgår det av forarbeidene at retten eksempelvis kan vektlegge motivene bak majoritetens utbyttebeslutning.¹⁸⁸ Poenget her er imidlertid at man *verken* må påvise eller vektlegge slike subjektive forhold.

Videre blir spørsmålet om rimelighetsskjønnet til domstolen også er fritt etter generalklausulen. Her gir verken ordlyden eller forarbeidene veiledning. Derimot har rettspraksis lagt til grunn at domstolen *bør tilnærme* seg de to urimelighetsvilkårene likt. Høyesterett mener domstolene, i begge sammenhenger, normalt *bør være forsiktige* med å sette sine vurderinger over selskapets forretningsmessige vurderinger. Dette «forsiktighetsprinsippet» begrunnes med at selskapet vanligvis er bedre stilt enn domstolen til å vite hva som er forretningsmessig optimalt.¹⁸⁹ Forsiktighetsprinsippet er imidlertid ikke ensbetydende med at domstolen bare kan overprøve selskapets forretningsmessige vurderinger *på nærmere vilkår*. Av den grunn utgjør ikke forsiktighetsprinsippet et argument mot at rimelighetsskjønnet til domstolen etter generalklausulen er fritt. Når det heller ikke hindrer rimelighetsskjønnet etter spesialbestemmelsen fra å være fritt, jf. ovenfor, bør det samme gjelde for generalklausulen.

¹⁸⁵ Andenæs m.fl. (2016) s. 437.

¹⁸⁶ Andenæs m.fl. (2016) s. 437.

¹⁸⁷ Truyen (2005) s. 268.

¹⁸⁸ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 189.

¹⁸⁹ Rt-2003-335 avsnitt 14-15 og HR-2016-1439-A avsnitt 96.

Dersom restriktiv utbyttepolitikk er grunnlaget for myndighetsmisbruk etter generalklausulen, synliggjøres en annen likhet med spesialbestemmelsen. Domstolen må i et slikt tilfelle vurdere hvorvidt utbyttepolitikken krenker vinningsformålet.¹⁹⁰ Da blir også vurderingene av de to urimelighetsvilkårene veldig like. I så fall bør skjønnsutøvelsen til domstolen være underlagt like forutsetninger i begge sammenhenger. Videre kan det tenkes at generalklausulen forhindrer myndighetsmisbruk dersom rimelighetsskjønnet til domstolen er fritt. Kunnskapen om at domstolen kan overprøve samtlige av majoritetens vurderinger, kan gjøre majoriteten mer varsom med å presse grensen for hva den lovlig kan vedta.¹⁹¹ Samlet sett tilsier argumentene ovenfor at domstolskontrollen etter generalklausulen er ubegrenset. Følgelig er rimelighetsskjønnet til domstolen fritt etter både general- og spesialbestemmelsen.

Imidlertid viser forsiktighetsprinsippet at domstolen bør være varsom når den utøver rimelighetsskjønnet etter bestemmelsene. At selskapet enkelt kan gjøre det som trengs for å konsolidere kapital, er ofte en forutsetning for at det kan generere overskudd. Som forsiktighetsprinsippet anerkjenner, er selskapet normalt bedre rustet enn domstolene til å vurdere hvorvidt restriktiv utbyttepolitikk er en forutsetning for gevinstmaksimering. Av den grunn har selskapet behov for at domstolen respekterer selskapets forretningsmessige skjønn i urimelighetsvurderingen. Videre kan effektiv forvaltning av selskapets egenkapital vanskelig gjøres på sikt dersom domstolene ofte overprøver utbyttebeslutninger etter general- og spesialbestemmelsen. Forsiktighetsprinsippet er derfor naturlig, ettersom formålet til dels bak begge bestemmelser er å ivareta både effektivitetshensynet og begge forutsetningene for vinningsformålet. Ergo kan det legges til grunn at forsiktighetsprinsippet er en *retningslinje* for det ellers *frie* rimelighetsskjønnet domstolen har etter begge bestemmelsene.

3.6 Konklusjoner

Generalklausulen rammer både restriktiv utbyttepolitikk og andre grunnlag for myndighetsmisbruk. Dermed er det klart at generalklausulen har et bredere anvendelsesområde enn spesialbestemmelsen. Dette følger også av at generalklausulen skal ivareta *hele* minoritetsvernet, jf. punkt 3.2.2. Bestemmelsen er derfor mer fleksibel enn spesialbestemmelsen, som i utgangspunktet kun verner forutsetningen om utbytte etter vinningsformålet. Følgelig kan det konkluderes med at restriktiv utbyttepraksis er en

¹⁹⁰ Truyen (2005) s. 268.

¹⁹¹ Truyen (2005) s. 272.

forutsetning for at urimelighetsvilkåret i spesialbestemmelsen er oppfylt. En slik forutsetning gjelder klart ikke for generalklausulen.

Om restriktiv utbyttepraksis er det faktiske grunnlaget for urimelighet, har domstolen etter begge bestemmelsene: Retten må balansere. Mer presist kommer man ved urimelighetsvurderingen ikke utenom avveiningen mellom utbytteforutsetningen og kravet til gevinstmaksimering.¹⁹² Derfor krever begge urimelighetsvilkårene som et minimum en uforholdsmessig krenkelse av utbytteforutsetningen, sammenholdt med kravet til gevinstmaksimering.

Selv om begge urimelighetsvilkårene fordrer en avveining av de to forutsetningene for vinningsformålet, jf. avsnittet over, er urimelighetsnormen til generalklausulen snevrere. Dette er fordi den også krever at majoritetens generalforsamlingsbeslutning(er) representerer noe utilbørlig, i lys av enten selskaps- eller aksjonærinteressen, jf. punkt 3.3.2. Urimeghetssterskelen til generalklausulen er derfor høyere. Følgelig oppfylles urimelighetsvilkåret i generalklausulen sjelden av restriktiv utbyttepolitikk alene. Utbyttepolitikken *må* sammenfalle med et annet faktisk forhold som tilsier at den er utilbørlig i lys av selskaps- eller aksjonærinteressen.

¹⁹² Jf. HR-2016-1439-A, avsnitt 96-97, som bekrefter at det er langs denne akse urimelighetsvurderingen går.

4 Avsluttende refleksjoner rundt hvordan man som aksjonær angriper restriktiv utbyttepolitikk

Hittil har jeg vurdert når «urimelig» utbyttepolitikk foreligger i aksjelovens forstand. Spørsmålet aktualiseres i sammenheng med to bestemmelser, herunder general- og spesialbestemmelsen. En aksjeeier kan altså i praksis velge mellom to strategier dersom vedkommende vil angripe restriktiv utbyttepolitikk rettslig. En mulighet er å anmode domstolen om å øke utbyttet etter spesialbestemmelsen. En annen mulighet er å bruke generalklausulen til å angripe relevante generalforsamlingsvedtak, og dermed åpne for mer inngripende sanksjoner. Analysen av bestemmelsene og urimelighetsvurderingen i kapittel 3, synliggjør etter min mening noen retningslinjer for hvordan man best angriper utbyttepolitikk rettslig. I dette kapittelet skal jeg utdype disse nærmere.

Den første retningslinjen omhandler utbyttepolitikkenes varighet. Rettspraksis viser at det primært er langvarig restriktiv utbyttepolitikk som domstolene overstyrer. Dette gjelder både for general- og spesialbestemmelsen.¹⁹³ Prinsipielt er det ikke utenkelig at en kortvarig restriktiv utbyttepolitikk *kan* rammes av bestemmelsene. Det er imidlertid vanskelig å tenke seg at et slik tilfelle vil oppfylle urimelighetsvilkårene. I så fall må den kortvarige krenkelsen av vinningsformålet være ekstremt alvorlig. Et slikt scenario har meg bekjent ikke vært oppe for domstolene, og fremtrer dermed som upraktisk. Mot dette bakteppet fremstår langvarig restriktiv utbyttepolitikk som en tilnærmet absolutt forutsetning for å kunne vinne frem etter asl. §§ 5-21 og 8-4.

Videre viser analysen i kapittel 3 at det i praksis er svært vanskelig å vinne frem etter asl. §§ 5-21 og 8-4, med mindre samarbeidsproblemene aksjonærene imellom er vesentlige. Dette er naturlig ut fra at lovgiver primært ønsker at konflikter om utbyttepolitikk skal løses av aksjonærene, og *ikke* av domstolene. En slik slutning har bred forankring i rettskildene. For det første følger det av tredje ledd i spesialbestemmelsen at aksjeeierne må gjøre et «rimelig forsøk» på å få generalforsamlingen med på høyere utbytte. Vilkåret reflekterer et synspunkt om at minnelige løsninger er ønskelige, ettersom rettslige konflikter innvirker negativt på

¹⁹³ Rt-2003-335, RG-2011-1347 og HR-2016-1439-A er alle eksempler på dette.

aksjonærenes samarbeidsklima.¹⁹⁴ Et liknende synspunkt følger av forarbeidene. Her forutsettes det at minoriteten kan bruke innløsningsretten etter asl. § 4-24 som et forhandlingskort med majoriteten.¹⁹⁵ Slik jeg forstår lovgiver her, er søksmålene bestemmelsene muliggjør ment å virke avskrekkende. Bestemmelsene skal med andre ord forebygge rettslige tvister, og i størst mulig grad bidra til at konflikter om utbyttepolitikken løses minnelig.¹⁹⁶

I denne sammenhengen blir det å ta selskapets utbyttepolitikk til retten en sekundær måte å løse utbyttekonflikten på. Fra dette kan det sluttet at domstolen først vil komme på banen dersom bestemmelsene *ikke* har forebygget konflikten. Av den grunn bør aksjeeieren først ta utbyttepolitikken til retten dersom eventuelle forhandlingsforsøk ikke har lyktes, og samarbeidsproblemene har rukket å bli vesentlige. Det kan i tillegg argumenteres for at generalklausulen krever samarbeidsproblemer som er enda mer alvorlige enn de som kan løses av spesialbestemmelsen. Bakgrunnen for dette er for det første at urimelighetsvilkåret til generalklausulen bygger på en utilbørighetsnorm, jf. punkt 3.6. Videre åpner generalklausulen for så alvorlige sanksjoner at de ikke er aktuelle for aksjonærene med mindre samarbeidsproblemene praktisk talt er uløselige.¹⁹⁷ Ergo virker vesentlige samarbeidsproblemer om utbyttepolitikken å være den andre tilnærmet absolutte forutsetningen for å vinne frem etter bestemmelsene. Samarbeidsproblemenes karakter blir relevant både i relasjon til spørsmålet om aksjeeieren *skal* ta ut søksmål, og i relasjon til *hvilken bestemmelse* søksmålet skal bygge på.

Videre kan ikke aksjeeieren vinne frem etter bestemmelsene med mindre utbyttepolitikken utgjør en klar ubalanse i selskapsforholdet. Krenkelser av vinningsformålet forutsetter at en slik ubalanse foreligger.¹⁹⁸ HR-2016-1439-A er illustrerende. Som nevnt i punkt 3.4.4, var det ingenting ved selskapets forretningsmessige forhold som nødvendiggjorde restriktiv utbyttepolitikk. Det markante avviket mellom selskapets solide forretningsposisjon og utbyttensnivået utgjorde ubalansen i selskapsforholdet. I lys av dette krenket utbyttepolitikken vinningsformålet.

¹⁹⁴ Kleiven (2009) s. 27.

¹⁹⁵ NOU 1996: 3 s. 74.

¹⁹⁶ Jf. HR-2016-1439-A avsnitt 129, Truyen (2005) s. 426 og Kleiven (2009) s. 31 og 38.

¹⁹⁷ Det siktes her til innløsning og oppløsning. HR-2016-1439-A avsnitt 133 beskriver et godt eksempel på et praktisk talt uløselig samarbeidsproblem om utbyttepolitikken.

¹⁹⁸ Truyen (2005) s. 226-227.

Med andre ord må aksjeeieren være sikker på at den restriktive utbyttepolitikken ikke kan forankres i selskapets forretningsmessige forhold. Om en slik forankring foreligger, vil ikke restriktiv utbyttepolitikk krenke vinningsformålet. Videre regnes begge bestemmelsene som sikkerhetsventiler, jf. punkt 3.3.2. Av den grunn er det også nærliggende at domstolen ikke overprøver utbyttepolitikken dersom den kun utgjør en *marginal* ubalanse i selskapsforholdet.

Videre vil størrelsen på en slik ubalanse si noe om hvilken av de to bestemmelsene aksjeeieren bør anvende. Jo større ubalansen er, jo større er formodningen om at man bør anvende generalklausulen. For det første vil man være nærmere å oppfylle utilbørighetskravet jo større ubalansen er, jf. punkt 3.3.2. Om utbyttepolitikken representerer en stor ubalanse i selskapsforholdet vil dette, som vist i avsnittet over, innebære at selskapet har svært solid økonomi. I så fall vil selskapet presumptivt tåle de svært inngripende økonomiske sanksjonene (innløsning og oppløsning) generalklausulen åpner for bedre. Er ubalansen derimot mindre vesentlig, men fortsatt ikke ubetydelig, bør spesialbestemmelsen anvendes. Dette harmonerer godt med at rettsvirkningene etter spesialbestemmelsen er mindre inngripende for selskapet enn hva tilfellet er for generalklausulen, jf. punkt 3.3.2. Det er også naturlig ut fra at terskelen til urimelighetsvilkåret i spesialbestemmelsen er lavere, ettersom dette urimelighetsvilkåret ikke bygger på en utilbørighetsnorm. Hvorvidt utbyttepolitikken utgjør en ubalanse i selskapsforholdet, og hvor stor den i så fall er, blir dermed styrende for om, og på hvilket grunnlag, aksjeeieren bør saksøke selskapet.

Endelig bør aksjeeieren ha et bevisst forhold til hvor avhengig vedkommende er av en permanent løsning på problemet utbyttepolitikken representerer. Bakgrunnen for dette er at det ikke kan garanteres for at den restriktive utbyttepolitikken opphører selv om aksjeeieren skulle vinne et søksmål basert på spesialbestemmelsen. Dette henger sammen med at utbytteøkning for ett konkret regnskapsår er sanksjonen spesialbestemmelsen hjemler. Selv om en utbytteøkning fastsatt av domstolen kan gjøre at majoriteten blir mer varsom med å holde utbyttene lave i fremtiden, foreligger det ingen garanti for dette. Et søksmål basert på generalklausulen åpner imidlertid for mer permanente løsninger, ettersom generalklausulen aktualiserer sanksjoner som innløsning eller oppløsning, jf. asl. §§ 4-24 og 16-19.

Det at LA-2002-84, RG-2011-1347 og HR-2016-1439-A gjaldt samme selskap, understreker risikoen for at utbytteøkning etter spesialbestemmelsen kan bli en midlertidig løsning. De to førstnevnte dommene, som ga minoriteten medhold etter spesialbestemmelsen, førte ikke til en varig løsning på utbytteproblematikken. Et søksmål basert på generalklausulen, der utfallet ble

innløsning etter asl. § 4-24, måtte til for at dette skulle skje, jf. HR-2016-1439-A. Om aksjeeieren ønsker en permanent løsning på utbytteproblemet, er vedkommende med andre ord best tjent med å anvende generalklausulen.

På bakgrunn av drøftelsen over, mener jeg at følgende forhold blir avgjørende for hvordan aksjeeiere bør angripe utbyttepolitikk rettslig: den restriktive utbyttepolitikken varighet, karakteren til aksjonærenes samarbeidsproblemer, hvorvidt utbyttepolitikken utgjør en ubalanse i selskapsforholdet og hvorvidt aksjeeieren søker en permanent løsning eller ikke.

Forholdene som regnes opp i avsnittet over, viser også at aksjeeiere må forsere mange hindre før det er sannsynlig å vinne frem med et søksmål om at en utbyttepolitikk er «urimelig». Videre kan det virke som at general- og spesialbestemmelsen, i tråd med lovgivers intensjon, i stor grad har forebygget rettslige konflikter om restriktiv utbyttepolitikk. Bakgrunnen for det er at det er svært få saker om tematikken som tas opp i domstolene, og en betydelig del av eksisterende rettspraksis stammer som nevnt fra samme selskapsforhold.¹⁹⁹ På grunnlag av de nevnte hindrene, samt at domstolene sjelden behandler tematikken, fremstår det i dag som lite praktisk å reise søksmål som angriper restriktiv utbyttepolitikk rettslig.

Avslutningsvis er det betimelig å stille spørsmålet om søksmål som angriper restriktiv utbyttepolitikk kan bli enda mindre praktiske å reise i fremtiden. For det første er det klart at den pågående pandemien vil få svært alvorlige konsekvenser for økonomien til mange aksjeselskaper. I lys av dette vil disse selskapene ha et legitimt behov for å gjøre alt de kan for å styrke egenkapitalen. Dette vil gå på bekostning av muligheten til å utbetale utbytte. Da blir det også vanskeligere å overbevise domstolen om at restriktiv utbyttepolitikk krenker vinningsformålet. For det andre er det i dag omdiskutert hvor sterkt vinningsformålet står rettslig.²⁰⁰ Verken lovgiver eller Høyesterett har tatt et *de lege lata*-standpunkt i denne diskusjonen. Imidlertid forutsetter de to urimelighetsvilkårene oppgaven har behandlet svært skjønsmessige vurderinger. Etersom vurderingene er skjønsmessige, har Høyesterett stor frihet til å argumentere på en måte som kan tas til inntekt for at vinningsformålet svekkes på generelt grunnlag. Om Høyesterett skulle gjøre dette i fremtiden, vil terskelen for å vinne frem med at en utbyttepolitikk er «urimelig» etter alt å dømme bli enda høyere enn den allerede er i dag.

¹⁹⁹ LA-2002-84, RG-2011-1347 og HR-2016-1439-A.

²⁰⁰ Se for eksempel Sjøfjell (2011) s. 309–324 og Jakobsen (2018) s. 11–36.

Litteraturliste

Norske lover og forskrifter

asl.	Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven).
asl. 1976	Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper [opphevet].
asal.	Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).
kkf.	Lov 8. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven).

Forarbeider

NUT 1959: 4	NUT 1959: 4 Rådsegn 4 - Om sameige.
NUT 1970: 1	NUT 1970: 1 Innstilling til lov om aksjeselskaper.
NOU 1992: 29	NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper.
NOU 1996: 3	NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning.
Ot.prp. nr. 19 (1974–1975)	Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) Om lov om aksjeselskaper.
Ot.prp. nr. 36 (1993–1994)	Ot.prp. nr. 36 (1993–1994) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven).
Ot.prp. nr. 23 (1996–1997)	Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

Norske rettsavgjørelser

LA-2002-84

LF-2010-160231

RG-2011-1347

Rt-1922-272

Rt-1995-1026

Rt-1999-330

Rt-2000-2033

Rt-2003-335

HR-2016-1439-A

Til orientering: De kursiverte avgjørelser er ikke delt inn i nummererte avsnitt. Ei heller er presise sidetall angitt løpende i domsdokumentet. Sidetallene referert til i oppgaven er av den grunn dedusert fra de nedlastbare versjonene av dommene hos Lovdata.no. Feltene for sammendrag, dokumenttekst, fotnoter og innholdsfortegnelse er huket av.

Danske rettsavgjørelser

U.1985.183H

Litteratur

- | | |
|--------------------------------|---|
| Andenæs m.fl. (2016) | Andenæs, Mads Henry ved Ole Andenæs, Stig Berge og Margrethe Buskerud Christoffersen, <i>Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper</i> , 3. utgave (Mads Henry Andenæs/Calax, Oslo 2016). |
| Augdahl (1959) | Augdahl, Per, <i>Aksjeselskapet etter norsk rett</i> , 3. utgave (Wittusen & Jensen A.S, Oslo 1959). |
| Bergström og Samuelsson (2015) | Bergström, Clas og Per Samuelsson, <i>Aktiebolagets grundproblem</i> , 5. utgave (Norstedts Juridik AB, Stockholm 2015) |
| Bråthen (2006) | Bråthen, Tore, «Samfunnsansvar – selskapers adgang til å gi gaver til allmenntilgode formål» i |

Praktisk økonomi & finans Volum 22, 2006, nr. 4, s. 27–32.

- Bråthen (2012) Bråthen, Tore, «Rettslige nivåer for eierinnflytelse i aksjeselskaper» i *Praktisk økonomi & finans* Volum 28, 2012, nr. 3, s. 29–36.
- Bråthen (2019) Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 6. utgave (Gyldendal/Focus Forlag, Oslo 2019).
- Gjein (2020) Gjein, Erlend Eriksen, *Aksjeklasser*, 1. utgave (Universitetsforlaget, Oslo 2020).
- Gjems-Onstad (2013) Gjems-Onstad, Ole, *Valg av selskapsform*, 2. [i.e. 5] utgave (Gyldendal, Oslo 2013, e-bok). Til info: E-bokens 2. utgave tilsvarer bokens 5. utgave i trykt form.
- Gomard (2006) Bernhard Gomard, *Aktieselskaber og anpartsselskaber*, 5. utgave (Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København 2006).
- Jakobsen (2018) Jakobsen, Lisa Charlotte, «Vinningsformålet i norsk aksjeselskapsrett», i *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* (NTS), 2018, nr. 2, s.11–36.
- Kleiven (2009) Kleiven, Margrete Mjøhus, «Utsulting av minoritetsaksjonærer», i *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* (NTS), 2009, nr. 4, s. 22–38.
- Kraakman m.fl. (2017) Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe og Edward Rock, *The Anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, 3. utgave (Oxford University Press, Oxford 2017).

- Reiersen (2015) Reiersen, Hedvig Bugge, *Aksjelovenes utdelingsbegrep*, 1. utgave (Universitetsforlaget, Oslo 2015).
- Sjåfjell (2011) Sjåfjell, Beate, «Kan aksjeselskaper sette miljøet foran gevinstkravet?», i *Jussens Venner* Volum 46, 2011, nr. 06, s. 309–324.
- Skåre (1988) Skåre, Jan, «Det nordiske aksjelovsamarbeidet», i *Tidsskrift for Rettsvitenskap* Volum 146, 1988, nr. 4, s. 606–623.
- Truyen (2004) Truyen, Filip, «Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper», i *Jussens Venner* Volum 39, 2004, nr. 05-06, s. 305–328.
- Truyen (2005) Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, 1. utgave (Cappelen Akademisk Forlag, Oslo 2005).
- Werlauff (1985) Werlauff, Erik, «Udsultning av minoritetsaktionærer» i *Ugeskrift for retsvæsen, afdeling B*, 1985, s. 193–200.
- Werlauff (1991) Werlauff, Erik, *Selskabsmasken – loyaltetspligt og generalklausul i selskabsretten*, 1. utgave (G. E. C Gads Forlag, København 1991).
- Woxholth (2018) Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 6. utgave (Gyldendal, Oslo 2018).
- Aarbakke m.fl. (2017) Aarbakke, Magnus, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, *Aksjeloven og allmennaksjeloven*, 4. utgave (Universitetsforlaget, Oslo 2017).