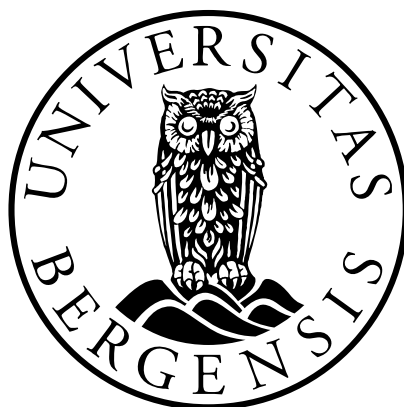


Om «Statens retningslinjer for lederlønn i selskaper med direkte statlig eierandel»

- *Omfattes inntekter fra medinvesteringsordninger av
retningslinjenes godtgjøringsbegrep?*

Kandidatnummer: 213

Antall ord: 14 968



JUS399 Masteroppgave

Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10.05.2023

Innholdsfortegnelse

1.	Innledning.....	4
1.1	Tema og problemstilling	4
1.2	Problemstillingens aktualitet.....	5
1.3	Fremstillingen videre	6
2.	Staten som eier.....	8
2.1	Generelt om statens eierskap og fremveksten av politisk vilje til å regulere lederlønn ...	8
2.2	Det rettslige grunnlaget for statens eierskapsutøvelse	10
2.3	Noen avgrensninger etter organiseringen av statens eierskap.....	12
2.4	«Ledende ansatte».....	13
3.	Forholdet mellom aksjelovgivningen og Statens Retningslinjer.....	14
3.1	Innledende om problemstillingen.....	14
3.2	Den organisatoriske rollefordelingen etter aksjelovgivningen.....	14
3.3	Utgangspunktet for fastsettelse av lederlønn etter aksjelovgivningen	16
3.3.1	Lønnsfastsettelsen til daglig leder	16
3.3.2	Lønnsfastsettelsen til øvrige ledende ansatte	18
3.4	Kan Statens Retningslinjer ha rettslig virkning for selskaper med statlig eierandel?	18
3.4.1	Allmennaksjeselskaper.....	18
3.4.2	Aksjeselskaper	21
3.5	Oppsummerende betraktninger	22
4.	Medinvesteringsordninger som insentivordning	24
4.1	Innledning	24
4.2	Generelt om medinvesteringsordninger	24
4.3	Strukturering av medinvesteringsordning med flere aksjeklasser	25
5.	Omfattes utbytte fra medinvesteringsordninger av Statens Retningslinjer?	27
5.1	Problemstillingen og fremgangsmåten for analysen	27
5.2	Er utbytte fra medinvesteringsordninger «godtgjørelse» etter Statens Retningslinjer? ..	27
5.2.1	Hvordan skal godtgjørelses-begrepet forstås?.....	27
5.2.2	Den konkrete vurderingen av om utbytte fra medinvesteringsordninger omfattes ..	30
5.2.3	Delkonklusjon og veien videre.....	31
5.3	Allmennaksjeloven	32
5.3.1	Lovens relevans for vurderingen etter Statens Retningslinjer.....	32
5.3.2	Bruken av «godtgjørelse» i allmennaksjeloven § 6-16a	32
5.3.3	Delkonklusjon	34
5.4	Lov om alternative investeringsfond.....	34
5.4.1	Lovens bakgrunn og kort om alternative investeringsfond	34
5.4.2	Er resultatfordelingen i alternative investeringsfond «godtgjørelse» etter AIF- loven?.....	35
5.4.3	Overføringsverdien av AIF-loven	38
5.4.4	Delkonklusjon	39
5.5	Regnskapsloven	40
5.5.1	Innledende om regnskapslovens relevans og overføringsverdi	40

5.5.2	Bruken av «godtgjørelse» i regnskapsloven.....	40
5.5.3	Vurdering og delkonklusjon.....	40
5.6	Skatteloven.....	41
5.6.1	Innledende om skattereglenes relevans og overføringsverdi.....	41
5.6.2	Utløser den ansattes aksjeervert i medinvesteringsselskapet beskatning?	41
5.6.3	Hvordan skal inntekt fra medinvesteringsordninger beskattes?	42
5.6.4	Hvilken betydning har beskatningen av inntekt fra medinvesteringsordninger for tolkningen av Statens Retningslinjer?	46
5.6.5	Oppsummering og delkonklusjon	46
5.7	Konklusjon.....	47
6.	Litteraturliste.....	48
6.1	Juridisk litteratur: Bøker og artikler	48
6.2	Norske lover.....	49
6.3	Norske forskrifter.....	50
6.4	Norske forarbeider og stortingsmeldinger	50
6.5	Norsk høyesterettspraksis	52
6.6	Norske retningslinjer.....	52
6.7	EU-rettskilder.....	53
6.7.1	Direktiver	53
6.7.2	EU-domstolen	53
6.7.3	Retningslinjer	53
6.8	Leksikon	53
	Vedlegg 1	54

1. Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Den norske stat har per i dag direkte eierskap i 70 ulike selskaper, med eierskapet fordelt over 12 ulike departementer.¹ Staten har med dette betydelige eierinteresser i blant annet norsk næringsliv. Forvaltningen av disse eierinteressene er en oppgave av stor betydning – både ved at det er fellesskapets verdier som forvaltes, men også med hensyn til forutsigbarheten og rammene for driften av hvert enkelt selskap. Til forskjell fra den tradisjonelle aksjonær, har staten visse særinteresser utover ren profittmaksimering. Statens eierskap skal nemlig forvaltes innenfor det staten betegner som «bærekraftige rammer».²

Som del av disse rammene har staten forventninger til lederlønnen i selskapene i sin eierportefølje. Disse forventningene kommer til uttrykk blant annet i «Statens retningslinjer for lederlønn i selskaper med direkte statlig eierandel» av 12. desember 2022, heretter «Statens Retningslinjer». Staten har samtidig uttalt senest i eierskapsmeldingen for 2022 at den har som mål å være en aktiv eier.³ Målsettingen om et aktivt eierskap, sammenholdt med statens klare forventninger til lederlønn, reiser flere rettslige problemstillinger.

En av de problemstillingene denne oppgaven skal ta for seg, er spenningsforholdet mellom statens politiske målsettinger som eier på den ene siden og de rammer aksjelovgivningen oppstiller på den andre. I oppgavens første del skal derfor Statens Retningslinjer plasseres i en rettslig kontekst, hvor det i den forbindelse ses på hvilken rettslig betydning retningslinjene kan ha for selskapene med statlig eierandel.

En annen problemstilling som oppstår i relasjon til Statens Retningslinjer, er hvilket omfang og hvilken rekkevidde retningslinjene har. Denne oppgaven søker å avklare denne problemstillingen, ettersom det har betydning for hvilken handlingsrom selskapene med statlig eierandel har når de skal fremforhandle lønns- og godtgjørelsesvilkår til ledende ansatte. I denne undersøkelsen skal hovedvekten legges på medinvesteringsordninger, herunder om utbytte til ledende ansatte fra en slik ordning er omfattet av Statens Retningslinjer.

¹ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

² Meld. St. 6 (2022-2023) s. 8.

³ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 5.

1.2 Problemstillingens aktualitet

Lederlønn i selskaper med statlig eierandel er et tema med stadig aktualitet. Den sittende næringsministeren, Jan Christian Vestre, har eksempelvis i «Statens eierrapport for 2021» uttalt at regjeringen «er opptatt av moderasjon» i lederlønn og at dette er noe han har «fulgt opp [...] [og vil] ha oppmerksomhet på fremover».⁴

Disse uttalelsene har blitt videreført i eierskapsmeldingen for 2022. Meldingen inneholder en rekke forslag til innskjerpinger i Statens Retningslinjer, blant annet hvor stor bonus som kan gis relativt til de ledende ansattes grunnlønn.⁵ Enkelte av statens forventninger har altså blitt innskjerpet når det kommer til fastsettelsen av lederlønn i selskaper med statlig eierandel. Eierskapsmeldingen illustrerer derfor aktualiteten i problemstillingen knyttet til retningslinjenes rettslige kontekst.

Videre er den såkalte Argentum-saken et tydelig eksempel på at rekkevidden av Statens Retningslinjer er uavklart. Saken omhandlet det statlige investeringselskapet Argentum Fondsinvesteringer AS. Argentum opprettet i 2003 en medinvesteringsordning for de ledende ansatte i selskapet.⁶ Ordningen skulle fungere som en insentivordning, organisert gjennom et eget medinvesteringsselskap. Dette medinvesteringsselskapet hadde en rett og plikt til å investere parallelt med Argentum.⁷ Grunnet gode prestasjoner, de ansattes avkastningsprofil,⁸ og en sterk markedsutvikling for øvrig, ga medinvesteringsordningen svært god avkastning.

Næringsministeren tok i 2022 et oppgjør med Argentums medinvesteringsordning. Ministeren ga uttrykk for at ordningen ikke var «i tråd med statens moderasjonslinje»,⁹ samt at utbytte fra ordningen «bør ses på som en del av den samlede godtgjørelsen».¹⁰ Noen begrunnelse for hvorfor utbytte fra medinvesteringsordningen var omfattet av Statens Retningslinjer, ble imidlertid ikke gitt.

⁴ Statens Eierrapport (2021), s. 7.

⁵ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 8.

⁶ Se <https://argentum.no/nb/bradbenken-partner/> (lest 22. februar 2023).

⁷ Se <https://argentum.no/nb/bradbenken-partner/> (lest 22. februar 2023).

⁸ De ulike avkastningsprofilene en medinvesteringsordning kan inneholde er beskrevet nærmere i punkt 4.

⁹ Laila Feratovic, «Avvikler selskap som har gitt konsernsjef lukrativ lønn og utbytte», Dagens Næringsliv, 24. mai 2022, <https://www.dn.no/avvikler-selskap-som-har-gitt-konsernsjef-lukrativ-lonn-og-utbytte/2-1-1224255> (lest 16. januar 2023).

¹⁰ Kyrre Kjellevoid, Tron Strand og Anne Rokkan, «Den statlige direktørens eventyrlige utbyttefest», Bergens Tidende, 24. mai 2022, https://www.bt.no/nyheter/okonomi/i/5G7KPW/den-statlige-direktoerens-eventyrlige-utbyttefest?fbclid=IwAR0YLiYEPzfJC0qqtusZFXAnt4igPgUbl9rqVXHwwtsa3kXp_pEqCH3NfOs (lest 23. februar 2023).

På generalforsamlingen i Argentum i juni 2022 nøyde representanten fra Nærings- og fiskeridepartementet seg med å si at det «ikke var godtgjort at deler av Bradbenken-ordningen ikke er godtgjørelse».¹¹ Medinvesteringsordningen ble til slutt avvirket etter avtale mellom aksjonærene i medinvesteringsselskapet.¹² Avviklingen skjedde imidlertid ikke på grunnlag av noen rettslig prosess, og det foreligger derfor ingen autorativ rettslig avklaring på hvorvidt ordningen var omfattet av Statens Retningslinjer. Denne oppgavens andre problemstilling om rekkevidden av retningslinjene er derfor av stor aktualitet.

Medinvesteringsordninger er dessuten ikke noen uvanlig form for insentivordning, og de bærer med seg flere fordeler. En av disse fordelene er det interessefellesskapet som oppstår mellom arbeidsgiver og arbeidstaker ved at de begge «har penger på spill».¹³ Det er derfor aktuelt for selskaper med statlig eierandel å vite hvilken adgang de har til å tilby medinvesteringsordninger til sine ledende ansatte.

1.3 Fremstillingen videre

I det følgende skal det i punkt 2 redegjøres kort for statens eierskap og fremveksten av den politiske viljen til å regulere lederlønninger i selskaper med statlig eierandel. Som en del av fremstillingen skal det også redegjøres for hva som er det rettslige grunnlaget for statens eierutøvelse, samt foretas noen avgrensninger i oppgaven.

Videre skal det i punkt 3 ses nærmere på forholdet mellom Statens Retningslinjer og aksjelovgivningen, derunder spørsmålet om hvilken rettslig betydning retningslinjene har eller kan ha for selskapene i statens eierportefølje. I punkt 4 gis det en redegjørelse for medinvesteringsordninger, herunder hvordan de kan struktureres og hvordan de fungerer. Hoveddelen av oppgaven er punkt 5, hvor jeg vurderer hvorvidt medinvesteringsordninger som beskrevet i punkt 4 omfattes av Statens Retningslinjer.

Oppgaven er på denne måten todelt. Punkt 3 om retningslinjenes rettslige status utgjør oppgavens første del, mens oppgavens andre del består av punkt 4 og 5 om

¹¹ Jakob Schultz, «Næringsminister Jan Christian Vestre sparket revisor etter diskusjon om utbytteordning», Dagens Næringsliv, 11. februar 2023, [https://www.dn.no/marked/argentum/oppkjopsfond/private-equity/naringsminister-jan-christian-vestre-sparked-revisor-etter-diskusjon-om-utbytteordning/2-1-1400255](https://www.dn.no/marked/argentum/oppkjopsfond/private-equity/naringsminister-jan-christian-vestre-sparket-revisor-etter-diskusjon-om-utbytteordning/2-1-1400255) (lest 17. februar 2023).

¹² Laila Feratovic, «Avvikler selskap som har gitt konsernsjef lukrativ lønn og utbytte», Dagens Næringsliv, 24. mai 2022, <https://www.dn.no/avvikler-selskap-som-har-gitt-konsernsjef-lukrativ-lonn-og-utbytte/2-1-1224255> (lest 16. januar 2023).

¹³ Zimmer (2019) s. 596.

medinvesteringsordninger i relasjon til retningslinjene. Denne inndelingen skyldes at de to delene har en indre sammenheng. Vurderingen av om medinvesteringsordninger omfattes av Statens Retningslinjer får nemlig kun rettslig betydning dersom selskaper med statlig eierandel er bundet av retningslinjene. I motsatt fall står nemlig selskapene, rettslig sett, fritt til å tilby sine ledende ansatte å delta i medinvesteringsordninger.¹⁴ Funnene i oppgavens første del er på denne måten et steg på veien mot å avklare hva som er medinvesteringsordningers rettslige kontekst.

¹⁴ En annen sak er at statens politiske oppfatninger kan stå i veien for slike medinvesteringsordninger. I denne oppgaven er det imidlertid de rettslige aspektene knyttet til Statens Retningslinjer og medinvesteringsordninger som er i fokus.

2. Staten som eier

2.1 Generelt om statens eierskap og fremveksten av politisk vilje til å regulere lederlønn

Statlig eierskap og tilhørende eierskapsutøvelse har lang tradisjon i norsk historie. Allerede i Grunnloven ble det i 1814 utformet en bestemmelse om forvaltningen av statens eiendom.¹⁵ Karakteren av det statlige eierskapet har imidlertid vært gjenstand for betydelig endring over årene. Tidligere var staten normalt eneste eier i virksomhetene den eide. For virksomheter som ikke var skilt ut som eget rettssubjekt ble det statlige eierskapet typisk utøvd gjennom alminnelig offentlig forvaltning.¹⁶ Dette innebar at slike virksomheter fikk sine budsjetter bevilget av Stortinget, samt at Regjeringen hadde direkte instruksjonsmyndighet overfor hver enkelt virksomhet.¹⁷ Staten hadde på denne måten den fulle kontroll over virksomhetene, både økonomisk og organisatorisk.

Det var først ved etablering av virksomheter med forretningsmessig begrunnelse etter andre verdenskrig at virksomhetene ble opprettet som selvstendige selskaper. Equinor ASA (tidligere Statoil ASA, og først Den norske stats oljeselskap A/S) er et slikt eksempel.¹⁸ Dette skiftet innebar samtidig en endret tilnærming til eierskapsutøvelsen, hvor den gikk fra offentlig forvaltning til selskapsstyring etter selskapslovgivningen. Endringene ble begrunnet i ønsket om å oppnå en mer selvstendig forretningsmessig stilling for virksomhetene. Selskaper som NRK AS er derfor i senere tid omgjort fra forvaltningsbedrift til aksjeselskap. Videre har staten gjennom delprivatisering redusert sine eierandeler i flere selskaper den tidligere var eieeier i. Eksempler på dette er Telenor ASA og Equinor ASA, hvor staten reduserte sin eierandel gjennom børsnotering av selskapene i henholdsvis 2000 og 2001.¹⁹

Med endringene i selskapsform og eierandel har statens direkte innflytelse og kontroll over flere selskaper med statlig eierandel blitt redusert.²⁰ Disse selskapene må nå, på mange måter, forholde seg til de spillereglene som gjelder for selskaper eid av private aktører. Disse spillereglene kan imidlertid medføre at selskapene som staten er eier i, utvikler seg annerledes enn det staten anser som ønskelig. Ikke bare gjelder dette driften i seg selv, men også

¹⁵ Grunnloven § 19. Bestemmelsen behandles nærmere i punkt 2.2.

¹⁶ Andenæs og Fliflet (2017) s. 351.

¹⁷ Andenæs og Fliflet (2017) s. 351.

¹⁸ Andenæs og Fliflet (2017) s. 351.

¹⁹ Henholdsvis Brekke (2023) og Smith-Solbakken (2022).

²⁰ Det redegjøres nærmere for organiseringen av det statlige eierskapet i punkt 2.3 nedenfor.

eksempelvis de betingelser som tilbys ledende ansatte i selskapene. Dette har kommet tydelig til uttrykk gjennom den pågående offentlige debatten om lederlønn i selskaper med statlig eierandel, hvor politikere ofte har gitt uttrykk for sine bekymringer over høye lederlønninger.²¹

Som et forsøk på å forhindre en utvikling i selskapene med statlig eierandel som staten anser som uheldig, ble det etter hvert utformet prinsipper for god eierutøvelse. Disse ti prinsippene ble for første gang lagt frem i 2002 av Bondevik II-regjeringen.²² Det syvende av disse prinsippene ga uttrykk for statens forventninger til ledende ansattes lønn og godtgjørelse i selskaper med statlig eierandel. De overordnede forventningene kan oppsummeres med at selv om «lederlønnsnivået i statlige selskaper skal være konkurransedyktig, bør de ikke være lønnsledende».²³

De første retningslinjene om lederlønn ble gitt av Nærings- og fiskeridepartementet i 2001.²⁴ Nærings- og fiskeridepartementets retningslinjer er en form for forvaltning av statlig eierskap i henhold til Grunnloven § 19.²⁵ I retningslinjene ble det imidlertid understreket at de kun var veiledende, samt at de kun var rettet mot de heleide statlige foretakene.²⁶ Retningslinjene har senere blitt revidert en rekke ganger. I 2004 ble det gjort enkelte mindre revisjoner, mens retningslinjene av 2006 ble utvidet til også å omfatte selskaper staten er deleier i.²⁷ Nye retningslinjer ble gitt også i 2011,²⁸ 2015,²⁹ 2021³⁰ og senest 12. desember 2022.³¹

Essensen i retningslinjene har likevel forblitt den samme. Staten forventer stadig at lønn og godtgjørelse i selskapene med statlig eierandel skal være «konkurransedyktige, men ikke lønnsledende, og at hensynet til moderasjon ivaretas», jf. Statens Retningslinjer punkt 2 bokstav B.³² Statens eierhistorie kan etter dette oppsummeres i korte trekk med at det har skjedd en økt profesjonalisering og distansering, i den forstand at ansvaret for styringen av selskapene har

²¹ Denne bekymringen var årsaken til at moderasjonshensynet ble inntatt i retningslinjene for lederlønn i selskaper med statlig eierandel i 2011, jf. Meld. St. 13 (2010-2011) s. 65 og 66.

²² St.meld. nr. 22 (2001-2002) s. 73. Se også Knudsen og Fagermæs (2017) s. 33.

²³ St.meld. nr. 22 (2001-2002) s. 73.

²⁴ St.prp. nr. 1 (2001-2002) s. 222. Se også Knudsen og Fagermæs (2017) s. 43.

²⁵ Se nærmere punkt 2.3 nedenfor.

²⁶ St.prp. nr. 1 (2001-2002) s. 222; St.meld. nr. 22 (2001-2002) s. 73.

²⁷ Henholdsvis St.prp. nr. (2004-2005) s. 194 og «Retningslinjer for statlig eierskap: Holdning til lederlønn» (2006).

²⁸ Meld. St. 13 (2010-2011) s. 154

²⁹ Se «Retningslinjer for lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte i foretak og selskaper med statlig eierandel» (2015).

³⁰ Se «Statens retningslinjer for lederlønn i selskaper med statlig eierandel» (2021).

³¹ Se Statens Retningslinjer.

³² Se Statens Retningslinjer, s. 1. Hensynet til lønnsmoderasjon kom riktignok inn i retningslinjene ved endringen i 2011, men har vært del av retningslinjene siden den gang, jf. Meld. St. 13 (2010-2011) s. 65 og 66.

blitt flyttet fra den offentlige forvaltningen til selskapsorganene etter selskapslovgivningen. Utviklingen i eierskapet har derfor gått i retning av økt forretningsmessig selvstendighet, ledsaget av en fremvekst av uttalte forventninger fra statens side til avlønningen av selskapenes ledende ansatte.³³

Nedenfor skal det redegjøres for det rettslige grunnlaget for statens eierskapsutøvelse (punkt 2.2). Deretter skal det i korte trekk redegjøres for organiseringen og kategoriseringen av selskapene med statlig eierandel, samt foretas visse avgrensninger (punkt 2.3). Endelig gis det en forklaring av begrepet «ledende ansatte» (punkt 2.4).

2.2 Det rettslige grunnlaget for statens eierskapsutøvelse

Forvaltningen av statens eierskapsutøvelse er konstitusjonelt forankret i Grunnloven § 19, som bestemmer at «Kongen våker over [...] statens eiendommer». Ordlyden «eiendommer» må forstås vidt, slik at det ikke kun omfatter fast eiendom, men også blant annet statens eierinteresser i selskaper.³⁴

Det er «Kongen», dvs. regjeringen, som er ansvarlig for forvaltningen av statens eierinteresser. Forvaltningen er i dag delegert til ulike departementer i medhold av delegasjonsbestemmelsen i Grunnloven § 12.³⁵ Statens eierinteresser i eksempelvis Telenor ASA forvaltes derfor gjennom Nærings- og fiskeridepartementet ved næringsministeren.³⁶

Videre oppstiller Grunnloven § 19 flere rammer for regjeringens forvaltning av det statlige eierskapet. For det første følger det av bestemmelsen at eierskapsutøvelsen skal skje på den «for samfunnet nyttigste måte». Ordlyden gir anvisning om et overordnet prinsipp for regjeringens eierstyring, herunder at forvaltningen må skje på en rasjonell og samfunnstjenlig måte. Sagt på en annen måte – eierskapsutøvelsen må være forsvarlig.³⁷ Det må videre legges til grunn at hva som er forsvarlig og samfunnstjenlig, kan endre seg med tiden og endrede samfunnsforhold.

Den mest sentrale begrensningen i regjeringens spillerom følger imidlertid av formuleringen om at regjeringens eierskapsutøvelse må skje på den av «Stortinget bestemte [...] måte». Ordlyden i Grunnloven § 19 tilsier her at Stortinget kan fastsette rammene for hvordan statens

³³ Andenæs og Fliflet (2017) s. 350.

³⁴ Andenæs og Fliflet (2017) s. 350; Knudsen og Fagernæs (2017) s. 11.

³⁵ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 71.

³⁶ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

³⁷ Knudsen og Fagernæs (2017) s. 11.

eierinteresser skal forvaltes, samt gi direkte instruksjoner til regjeringen om dette.³⁸ En slik forståelse underbygges av at beslutninger om forvaltning av fellesskapets verdier burde kunne påvirkes gjennom demokratiske mekanismer. Bestemmelsen innebærer dermed at regjeringen må forholde seg til og respektere de føringer og begrensninger som følger av instruksjoner, vedtak og generelle lover som fastsettes av Stortinget.³⁹ Det kan derimot ikke utledes noe direkte overordningsforhold mellom Stortinget og det enkelte selskap. Dette medfører at Stortinget ikke kan fatte instruksjoner direkte overfor selskapene i statens eierportefølje.⁴⁰

Om en statsråd skal forfølge regjeringens målsettinger knyttet til eksempelvis lederlønn i selskaper den er aksjonær i, må statsråden altså forholde seg til de generelle lover som Stortinget har vedtatt. For aksje- og allmennaksjeselskaper er det særlig aksjeloven (asl.) og allmennaksjeloven (asal.) som får betydning. Det sentrale rettslige grunnlaget i disse lovene er asl./asal. § 5-1, som fastslår at aksjonærene «utøver den øverste myndighet i selskapet» gjennom generalforsamlingen. Som aksjonær i selskapet må staten derfor forvalte sitt eierskap i hvert enkelt selskap gjennom selskapets generalforsamling.⁴¹

Retningslinjer gitt av eksempelvis Nærings- og fiskeridepartementet har dermed ikke uten videre direkte rettslig virkning for selskapene med statlig eierandel.⁴² Dette kan delvis forklare hvorfor Statens Retningslinjer formuleres som *forventninger* til selskapene istedenfor *krav*.⁴³ Skulle departementet forsøkt å gjøre retningslinjene gjeldende overfor selskapene i statens eierportefølje uten å forholde seg til aksjelovgivningen, kunne det være i strid ikke bare med aksjelovgivningen, men også med Grunnloven § 19. Det klare utgangspunktet er derfor at Statens Retningslinjer ikke i seg selv har rettslig betydning for selskapene staten er eier i.

Som øverste myndighet i selskapet kan generalforsamlingen gi instruksjoner til selskapsledelsen om blant annet forvaltningen av selskapet. I selskaper staten er eneeier eller har flertallet av stemmene, kan staten derfor bruke instruksjonsmyndigheten som middel i gjennomføringen av sine politiske målsettinger.⁴⁴ Instruksjonen må imidlertid ligge innenfor rammen av

³⁸ Knudsen og Fagernæs (2017) s. 12; Om Stortingets instruksjoner, se bl.a. Stavang (1999).

³⁹ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 71. Se nærmere Knudsen og Fagernæs (2017) s. 11 flg. om hva som utgjør en instruks fra Stortinget til en statsråd, og videre hva som er konsekvensen av en statsråds brudd på instruksjonen.

⁴⁰ Med dette siktes det til beslutnings- og instruksjonsmyndighet overfor det enkelte selskap. Selskapene må naturligvis overholde lovgivningen som gis av Stortinget

⁴¹ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 73. Se også Knudsen og Fagernæs (2017) s. 35.

⁴² Se i samme retning Bråthen (2022) s. 264.

⁴³ En annen viktig forklaring er tanken om forretningsmessig selvstendighet, herunder at det fortsatt skal være styrets ansvar å fastsette lederlønnen i selskapene med statlig eierandel. Se i denne sammenheng Meld. St. 6 (2022-2023) s. 101.

⁴⁴ Knudsen og Fagernæs (2017) s. 37.

aksjelovgivningen, samt selskapets vedtekter. Strider instruksen med disse rammene, er styret ikke pliktig til å etterkomme instruksene, jf. asl./asal. § 6-28 (2).⁴⁵ I punkt 3.4 nedenfor ses det nærmere på hvilken betydning instruksjonsmyndigheten overfor selskapsledelsen har i relasjon til Statens Retningslinjer.

2.3 Noen avgrensninger etter organiseringen av statens eierskap

Som antydnet ovenfor, er selskapene og foretakene i statens eierportefølje organisert på en rekke ulike måter, herunder blant annet som statsforetak, helseforetak, aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Den ulike organiseringen er i all hovedsak begrunnet i formålet med eierskapet i det enkelte selskap eller foretak, og dermed hvilken organisering som er best egnet for å oppnå formålet. Denne oppgaven begrenses til selskaper organisert som aksje- og allmennaksjeselskaper etter asl./asal. § 1-1. Begrunnelsen er at spørsmål knyttet til lederlønn er særlig aktuelle for denne typen selskaper. Dette skyldes igjen at selskaper som driver forretningsvirksomhet, hvor lederlønn er spesielt konkurranseutsatt, normalt er organisert som aksje- eller allmennaksjeselskaper.

Nærings- og fiskeridepartementet har inndelt selskapene i statens eierportefølje i ulike kategorier. Antallet kategorier ble redusert fra tre til to i eierskapsmeldingen for 2022.⁴⁶ Inndelingen i kategori 1 og kategori 2 er basert på hva som er formålet bak statens eierskap i de aktuelle selskapene. For selskapene i kategori 1 er målsettingen med eierskapet å oppnå så høy avkastning som mulig over tid, innenfor bærekraftige rammer.⁴⁷ Eierskapet i kategori 2-selskaper skal på sin side bidra til å oppnå sektorpolitiske mål, slik som f.eks. gjennomføring av alkoholpolitikk gjennom AS Vinmonopolet. Kategoriseringen av selskaper har imidlertid ingen rettslige virkninger i seg selv. For denne oppgaven er det uansett kategori 1-selskaper som er relevante, ettersom medinvesteringsordninger som insentivordning er mest aktuelt for selskaper med forretningsmessig formål.

Statens eierandel i aksje- og allmennaksjeselskapene varierer fra selskap til selskap. I en del selskaper er staten eneste aksjonær, slik som i Argentum Fondsinvesteringer AS, Investinor AS og Nysnø Klimainvesteringer AS.⁴⁸ Er staten eneeier, regnes selskapene som statsaksje- eller

⁴⁵ Knudsen og Fagernæs (2017) s. 37.

⁴⁶ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 8, 9 og 32.

⁴⁷ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 8.

⁴⁸ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

statsallmennaksjeselskap, jf. asl./asal. kapittel 20 II.⁴⁹ For denne typen selskaper gjelder visse særregler i asl./asal. §§ 20-4 til 20-7.⁵⁰ Utover disse reglene er det imidlertid de alminnelige reglene i aksjelovgivningen som gjelder.

I andre selskaper er staten derimot kun en av mange aksjonærer, da enten som majoritets- eller minoritetsaksjonær. Noen eksempler på førstnevnte er Equinor ASA og Telenor ASA, hvor staten ved Nærings- og fiskeridepartementet har eierposter på henholdsvis 67 og 53,97 %.⁵¹ Eksempler på sistnevnte er Yara International ASA og DNB Bank ASA, med statlig eierandel på henholdsvis 36,21 og 34 %.

De heleide statlige selskapene er i all hovedsak organisert som aksjeselskap.⁵² Selskapene som staten er deleier i, er derimot oftest organisert som allmennaksjeselskap. Dette henger sammen med at de fleste allmennaksjeselskaper er børsnotert, og at det for notering på Oslo Børs' hovedliste er krav om organisering som allmennaksjeselskap.⁵³ I punkt 3 om Statens Retningslinjer i en rettslig kontekst ses det på både aksje- og allmennaksjeselskaper.

2.4 «Ledende ansatte»

Oppgaven benytter gjennomgående begrepet «ledende ansatte», ettersom det er denne ansattkategorien omfattes av Statens Retningslinjer. Retningslinjene definerer «ledende ansatte» som «daglig leder og øvrig ledergruppe i selskapet».⁵⁴ Det gis dessuten en henvisning til regnskapsloven § 7-31b, hvoretter «ledende ansatte» er definert som medlemmene av «styret, kontrollkomiteen og andre valgte selskapsorganer med unntak av bedriftsforsamlingen». En nøyaktig angivelse av hvilke ledere som omfattes av retningslinjene, er ikke avgjørende for oppgavens problemstillinger. Jeg går derfor ikke nærmere inn på klassifiseringen. I det følgende brukes begrepet «ansatte» synonymt med «ledende ansatte».

⁴⁹ Statsallmennaksjeselskap er imidlertid en lite praktisk selskapsform, og det finnes i dag ingen slike selskaper. Se Knudsen og Fagernæs (2017) s. 7.

⁵⁰ Særreglene for statsaksje- og statsallmennaksjeselskapene gir staten som aksjonær en utvidet kontroll overfor selskapene. Blant annet er ikke generalforsamlingen bundet av styrets forslag til utbytte, jf. asl./asal. § 20-4 nr. 4. Dessuten fastsetter § 20-7 at riksrevisjonen fører kontroll med statens forvaltning av eierinteressene.

⁵¹ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

⁵² Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

⁵³ Jf. verdipapirforskriften § 13-2 første ledd, jf. verdipapirhandelloven § 13-2. Se også Bråthen (2022) s. 78 og 79, samt Woxholth (2021) s. 446. Eksportfinans ASA er imidlertid et eksempel på et allmennaksjeselskap staten er deleier i, men som ikke er børsnotert, jf. Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

⁵⁴ Statens Retningslinjer, s. 1.

3. Forholdet mellom aksjelovgivningen og Statens Retningslinjer

3.1 Innledende om problemstillingen

Som nevnt i punkt 2.2 ovenfor, har Statens Retningslinjer ikke i seg selv noen direkte rettslig virkning for selskapene med statlig eierandel. Retningslinjene er i stedet forutsatt å ha veiledende påvirkning i form av forventninger fra statens side. Spørsmålet er om det likevel er tilfeller der Statens Retningslinjer har bindende virkning for selskapene i statens eierportefølje. En side av spørsmålet er om staten kan benytte sine aksjonærrettigheter for å oppnå slik bindende virkning for retningslinjene.

Før jeg ser nærmere på disse vurderingene (punkt 3.4), er det hensiktsmessig med en kort redegjørelse for den organisatoriske rollefordelingen etter aksjelovgivningen (punkt 3.2). Jeg skal også se nærmere på utgangspunktene for lønnsfastsettelse etter aksjelovgivningen, samt hvilket mulighetsrom staten etter disse utgangspunktene har for å få gjennom sin lønnspolitikk i selskapene med statlig eierandel (punkt 3.3).

3.2 Den organisatoriske rollefordelingen etter aksjelovgivningen

Aksjelovgivningen opererer med en rolle- og ansvarsfordeling mellom tre ulike selskapsorganer. For det første har ethvert aksje- og allmennaksjeselskap en generalforsamling. Gjennom generalforsamlingen utøver aksjeeierne «den øverste myndighet i selskapet», jf. asl./asal. § 5-1. Dette selskapsorganet består altså av selskapets aksjonærer. Det er derfor gjennom dette organet staten kan utøve sine aksjonærrettigheter.

Som øverste myndighet i selskapet har generalforsamlingen en vid kompetanse. Generalforsamlingen kan blant annet instruere styret og daglig leder, såfremt instruksjonen ligger innenfor rammene som aksjelovgivningen og selskapets vedtekter oppstiller, jf. § asl./asal. 6-28 (2).⁵⁵ Som hovedregel gjelder det kun et krav om alminnelig flertall for at generalforsamlingen kan treffe beslutninger og gi instruksjoner, jf. asl./asal. § 5-17. Staten har derfor i utgangspunktet kontrollerende innflytelse over selskaper hvor den er ene- eller majoritetsaksjonær.

⁵⁵ Knudsen og Fagernæs (2018) s. 37.

For det andre har ethvert aksje- og allmennaksjeselskap et styre, jf. asl./asal. § 6-1 (1). Styret velges av generalforsamlingen, jf. asl./asal. § 6-3 (1).⁵⁶ Styrets forvaltningsansvar følger av asl./asal. § 6-12, hvorefter styret har ansvaret for «forvaltningen av selskapet». Ordlyden er bredt formulert, hvilket tilsier at styret har et vidtgående ansvar for selskapets virksomhet. Dette innebærer at styret skal sørge for at driften skjer innenfor de rammer og forutsetninger som er lagt til grunn i vedtektene og bestemt av generalforsamlingen.⁵⁷ En sentral forutsetning for at styret skal kunne utføre sitt forvaltningsansvar etter aksjelovgivningen, er at flertallet av selskapets aksjonærer har tillit til styret, jf. asl./asal. § 6-7 (2). Ved manglende tillit, ønsker flertallet gjerne å gjøre endringer i styresammensetningen.

Det tredje selskapsrettslige organet er daglig leder.⁵⁸ For aksjeselskaper er det imidlertid valgfritt å ha en daglig leder, jf. asl. § 6-2 (1). Allmennaksjeloven oppstiller på sin side et absolutt krav om at allmennaksjeselskaper «skal ha» en daglig leder, jf. asal. § 6-2 (1). Daglig leder forestår den daglige ledelsen av selskapet. Styret kan imidlertid gi både generelle og spesifikke instruksjoner til daglig leder.⁵⁹

Som vi skal se i punkt 3.3 nedenfor, spiller denne rollefordelingen mellom selskapsorganene inn blant annet for lønnsfastsettelsen til de ledende ansatte i selskapet. Det er likevel ikke kun selskapsorganenes ulike kompetanse i lønnsfastsettelsen som i praksis avgjør lederlønningene. Dialog og forventninger mellom selskapsorganene, samt hvilke forventninger den ansatte selv har, er kun noen eksempler på forhold som kan påvirke hvilke lønns- og godtgjøringsvilkår en ledende ansatt tilbys. I analysen nedenfor ser jeg imidlertid kun på hvilken rettslig kompetanse de ulike selskapsorganene har.

Utgangspunktene for fastsettelsen av lønns- og godtgjøringsvilkår er de samme i både aksje- og allmennaksjeloven. Lovene behandles derfor samlet i punkt 3.3. På visse punkter er det likevel forskjeller mellom lovene som har betydning for forholdet til Statens Retningslinjer. I punkt 3.4 behandles derfor først forholdet mellom allmennaksjeloven og Statens Retningslinjer, og deretter forholdet mellom aksjeloven og retningslinjene.

⁵⁶ Et unntak er der selskapets ansatte skal velge styremedlemmer etter asl./asal. § 6-4, eller styret velges av bedriftsforsamlingen, jf. asl./asal. §§ 6-3 (2). Jeg ser imidlertid bort fra disse tilfellene.

⁵⁷ Aarbakke mfl. (2022a) til asl. § 6-12 punkt 1.1.

⁵⁸ Woxholth (2021) s. 239.

⁵⁹ Jf. asl./asal. § 6-14 (1). Se Aarbakke mfl. (2022a) til asl. § 6-14 punkt 1.1.

3.3 Utgangspunktet for fastsettelse av lederlønn etter aksjelovgivningen

3.3.1 Lønnsfastsettelsen til daglig leder

Daglig leder i aksje- og allmennaksjeselskaper «tilsettes av styret» såfremt annet ikke er bestemt i selskapets vedtekter, jf. asl./asal. § 6-2. Selv om loven fastslår at det som hovedregel er styrets ansvar å ansette daglig leder, sier loven ikke uttrykkelig at styret også fastsetter daglig leders lønns- og arbeidsvilkår. Det er imidlertid nærliggende at dette faller innunder tilsettingsansvaret, ettersom lønn står i en naturlig sammenheng med ansettelse.⁶⁰ Fremforhandling av vilkårene for ansettelsesavtalen henger dessuten naturlig sammen med styrets forvaltningsansvar etter asl./asal. § 6-12.

Et spørsmål er om staten gjennom et flertall på generalforsamlingen kan instruere styret i fastsettelsen av lønns- og godtgjørelsesvilkår til daglig leder. En slik instruksjonsmyndighet harmonerer i utgangspunktet med overordningsforholdet generalforsamlingen står i overfor styret, jf. asl./asal. § 5-1. Paragraf 6-2 (2) er imidlertid formulert slik at det kun gjøres unntak fra hovedregelen om styrets tilsettingsansvar der annet er «bestemt i vedtektene».⁶¹ Formuleringen tilsier dermed at tilsettingsansvaret er et prerogativ for styret, og at dette kun kan fravikes om generalforsamlingen er gitt eller gis slik kompetanse i vedtektene.⁶² Dette innebærer at staten ikke ved alminnelig flertallsvedtak kan instruere styret gjennom generalforsamlingen om fastsettelsen av daglig leders lønns- og godtgjørelsesvilkår. En slik instruks krever derimot vedtektsflertall, hvilket betyr minst to tredels flertall av stemmer og kapital på generalforsamlingen, jf. asl./asal. § 5-18.

Et annet spørsmål er om styrets prerogativ til å fastsette daglig leders lønn samtidig innebærer at generalforsamlingen ikke med alminnelig flertall kan instruere styret om å følge Statens Retningslinjer.⁶³ Ordlyden i asl./asal. § 6-2 gir her begrenset veiledning. Forarbeidene fastsetter imidlertid at generalforsamlingen kan gi styret «visse generelle retningslinjer om lederlønsfastsettelsen».⁶⁴ Dette ble eksemplifisert ved at generalforsamlingen «kan vedta en

⁶⁰ Se Aarbakke mfl. (2022a) til asl. § 6-2 punkt 2.1; Woxholth (2021) s. 231; Bråthen (2009) s. 168.

⁶¹ Asal. § 6-2 (2) bruker formuleringen «[i] vedtektene kan styrets myndighet likevel legges til [...] generalforsamlingen». Til tross for en annen formulering enn i asl. § 6-2 (2), er meningsinnholdet likevel det samme.

⁶² I samme retning Bråthen (2009) s. 168 og 169, samt Andenæs (2016) s. 341.

⁶³ Det er riktignok ikke forutsatt hverken i Statens Retningslinjer selv eller Meld. St. 6 (2022-2023) at staten ønsker å gi noen slik instruks til selskapene i sin eierportefølje. Retningslinjene gir i stedet kun uttrykk for statens *forventninger*. Spørsmålet om statens instruksjonsadgang er derfor kun reist som del av en analyse av det *rettslige* forholdet mellom Statens Retningslinjer og aksjelovgivningen.

⁶⁴ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 82 og 83.

anbefaling om at det ikke skal gis aksjeverdibaserte bonuser».⁶⁵ Formuleringen «anbefaling» tilsier imidlertid at retningslinjene for lederlønnfastsettelsen ikke kan være bindende for styret.

Videre trekker de samme forarbeidene frem en situasjon hvor det vedtektsfestes at generalforsamlingen kan gi styret bindende retningslinjer om hvilke lønns- og godtgjørelsesvilkår daglig leder kan tilbys, men hvor tilsettingsansvaret forblir hos styret.⁶⁶ Til dette kommenteres det at «[o]m generalforsamlingen uten en slik vedtektsbestemmelse kan vedta bindende rammer for lederlønnfastsettelsen [...] er mer tvilsomt».⁶⁷ Det oppstilles dermed et skille mellom retningslinjer med veiledende og bindende virkning.

En instruks fra generalforsamlingen til styret om å følge Statens Retningslinjer medfører begrensninger i styrets skjønnsutøvelse ved utformingen av lønnsvilkår til daglig leder.⁶⁸ Om generalforsamlingen gir styret en slik instruks, griper generalforsamlingen dermed inn i styrets prerogativ for lønnsfastsettelsen til daglig leder. Etter mitt syn stenger dermed både styrets prerogativ i asl./asal. § 6-2, samt nevnte forarbeidsuttalelser, for at styret ved alminnelig flertall på generalforsamlingen kan instrueres om å følge Statens Retningslinjer.⁶⁹

Lønnfastsettelsen til daglig leder etter asl./asal. § 6-2 (2) utgjør etter dette en klar begrensning i statsrådets mulighet til å gripe inn og detaljstyre daglig leders avlønning i selskaper med statlig eierandel. Et unntak er om det er vedtektsfestet rammer for lønnsfastsettelsen, eller at generalforsamlingen skal ha kompetansen til å fastsette daglig leders lønnsvilkår. Slike vedtektsendringer er for øvrig forenlige med statens forutsetninger for hvordan den skal utøve et aktivt eierskap. Vedtektsendringer gis nemlig som eksempel på aktivt eierskap blant annet i eierskapsmeldingen for 2022, og er noe som benyttes av staten også i praksis.⁷⁰ Dette illustreres nærmere i punkt 3.4.2 nedenfor, herunder ved at flertallet av statsaksjeselskapene har vedtektsfestet at de skal følge asal. § 6-16a om retningslinjer for lederlønn.⁷¹

⁶⁵ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 83.

⁶⁶ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 83.

⁶⁷ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 83.

⁶⁸ Slike føringer er eksempelvis begrensningene i hvor stor bonus ledende ansatte kan få relativt til sin fastlønn, jf. Statens Retningslinjer s. 8.

⁶⁹ For børsnoterte allmennaksjeselskaper er det en særregulering i asal. § 6-16a om nettopp retningslinjer for lederlønn til ledende ansatte. Bestemmelsen krever at det for disse selskapene utarbeides retningslinjer for lederlønn, herunder for daglig leder. Se nærmere i punkt 3.4 nedenfor. Som det kommes tilbake til åpner imidlertid ikke denne bestemmelsen for at generalforsamlingen kan instruere styret om å følge Statens Retningslinjer. Bestemmelsen gir heller ikke generalforsamlingen myndighet til å gi styret instruks om lønnsfastsettelsen til daglig leder.

⁷⁰ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 69.

⁷¹ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 69 og 101.

3.3.2 Lønnsfastsettelsen til øvrige ledende ansatte

Aksjelovgivningen inneholder ingen bestemmelser som direkte regulerer hverken tilsettelse av eller lønnsfastsettelse til andre ledende ansatte i selskapet enn daglig leder. Utgangspunktet er derfor den alminnelige rolle- og kompetansefordelingen mellom selskapsorganene. Tilsetting av og lønnsfastsettelsen til andre ledende ansatte kan dermed utføres av både selskapets styre og/eller daglig leder, jf. asl./asal. §§ 6-12 og 6-14.⁷²

Grunnet styrets overordningsforhold overfor daglig leder, kan styret instruere daglig leder i spørsmål om både ansettelse og lønnsvilkår.⁷³ Også generalforsamlingen har instruksjonsmyndighet overfor styret og daglig leder, ettersom lønnsfastsettelsen til andre ledende ansatte enn daglig leder ikke er et prerogativ for styret. For denne ansattkategorien kan derfor instruksjonsmyndigheten brukes av staten for å forfølge dens politiske vilje med hensyn til lederlønn.

Et annet spørsmål er om staten *bør* benytte seg av instruksjonsmyndigheten. Staten har selv uttalt i seneste eierskapsmelding at staten bør utvise varsomhet med å instruere styret i enkeltsaker.⁷⁴ Dette skyldes at en vidstrakt bruk av instruksjonsmyndigheten kan oppfattes som uttrykk for en manglende tillit til styret, samt at ansvarsfordelingen som selskapslovgivningen legger opp til kan pulveriseres.⁷⁵ At staten bør utvise tilbakeholdenhet har dessuten sammenheng med tanken om at selskapene i eierporteføljen skal drives på en forretningsmessig selvstendig måte.⁷⁶ Statens målsettinger for lederlønn bør nok derfor forfølges på andre måter enn gjennom bruk av instruksjonsmyndigheten i enkeltsaker om lønnsvilkårene til ledende ansatte.

3.4 Kan Statens Retningslinjer ha rettslig virkning for selskaper med statlig eierandel?

3.4.1 Allmennaksjeselskaper

For børsnoterte allmennaksjeselskaper legger asal. § 6-16a føringer på styrets og daglig leders handlingsrom ved utformingen av lønns- og godtgjørelsesvilkår til ledende ansatte. Av asal. 6-16a (2) følger det nemlig at styret skal «utarbeide retningslinjer om fastsettelse av lønn og annen

⁷² Bråthen (2009) s. 169. Se også forutsetningsvis Aarbakke mfl. (2022b) til asal. § 6-16a punkt 2.4 og 5.1.

⁷³ Jf. Ot.prp. nr. 55 (20045-2006) s. 83.

⁷⁴ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 74.

⁷⁵ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 74.

⁷⁶ Se nærmere om tilbakeholdenhet fra statens side i Knudsen og Fagernæs (2019) s. 38.

godtgjørelse til daglig leder, [og] andre ledende personer» i selskapet.⁷⁷ Ordlyden tilsier imidlertid ikke at det skal utformes konkrete beløp for avlønningen, men snarere at det skal fremlegges forslag til generelle prinsipper for lønnsfastsettelsen. Rettslig sett har styret derfor i utgangspunktet fortsatt et skjønn ved fastsettelsen av lønns- og godtgjørelsesvilkår.⁷⁸

Videre følger det av asal. § 6-16a (5) at retningslinjene som utarbeides av styret, skal «behandles og godkjennes av generalforsamlingen», jf. også asal. § 5-6 (3). Godkjenningen ved generalforsamlingen krever alminnelig flertall, jf. asal. § 5-17 (1). Dersom retningslinjene oppnår et slikt flertall, får de bindende virkning for selskapet.⁷⁹ Når staten deltar i en votering over foreslåtte retningslinjer, har det formodningen for seg at staten kun vil stemme i favør av retningslinjer som er i overensstemmelse med Statens Retningslinjer.⁸⁰ I henhold til det tredje av «Statens ti prinsipper for god eierutøvelse» skal statens eierutøvelse nemlig «bidra til å nå statens mål som eier [...] gjennom forventninger til selskapene [og] stemmegivning på generalforsamling».⁸¹ Om staten derimot er av den oppfatning at de av styret foreslåtte retningslinjene ikke er i overensstemmelse med Statens Retningslinjer, er det nærliggende å anta at staten bruker sin stemmerett til å stemme mot forslaget.⁸²

Der det ikke oppnås alminnelig flertall for de foreslåtte retningslinjene, skal styret «senest ved neste generalforsamling fremme forslag til retningslinjer», jf. asal. § 6-16a (5) siste punktum. Ordlyden tilsier at forslagsretten er forbeholdt styret i selskapet. Generalforsamlingen kan derfor ikke vedta retningslinjer som ikke bygger på et forslag fra styret. Det er da heller ikke

⁷⁷ Asal. § 6-16a representerer et unntak fra asal. § 6-2 ved at daglig leder skal omfattes av retningslinjene, ettersom sistnevnte bestemmelse stenger for generalforsamlingens adgang til å instruere styret til å følge retningslinjer ved fastsettelsen av daglig leders lønn, jf. punkt 3.3.1 ovenfor.

⁷⁸ Etter asal. § 6-16a (2) kan det fastsettes i vedtektene at ansvaret for å utarbeide retningslinjer kan legges til et annet selskapsorgan enn styret. Dette krever imidlertid et flertall på to tredjedeler, jf. asal. § 5-18. Det er kun ett børsnotert selskap i statens eierportefølje hvor staten har en så høy eierandel – Equinor ASA, jf. Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39. Unntaket er derfor ikke særlig praktisk, og har heller ikke blitt benyttet av Equinor. Jeg går derfor ikke nærmere inn på denne unntaksregelen.

⁷⁹ Prop. 135 L (2018-2019) s. 114; Aarbakke mfl. (2022b) til asal § 6-16a punkt 4.1 og 5.1.

⁸⁰ Som majoritetsaksjonær i et selskap kan staten vedta foreslåtte retningslinjer som er i overensstemmelse med Statens Retningslinjer. Dersom mindretallet av aksjonærene ikke ønsker å vedta slike retningslinjer, er et spørsmål om staten forfølger særinteresser knyttet til moderasjon i lederlønninger på bekostning av minoritetsaksjonærenes ønske om å tiltrekke seg de best egnede lederne gjennom lukrative lønns pakker. For en slik problemstilling er det naturlig å ta utgangspunkt i reglene om myndighetsmisbruk i aksjelovgivningen, herunder om statens særinteresser prioriteres på mindretallets eller selskapets «bekostning». Det faller imidlertid utenfor denne fremstillingens rammer å gå nærmere inn på dette spørsmålet.

⁸¹ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 81.

⁸² Dette ble gjort av Nærings- og fiskeridepartementet på generalforsamlingen i statsaksjeselskapet Argentum Fondsinvesteringer AS våren 2022. Departementet var da av den oppfatning at de av styret foreslåtte retningslinjene ikke var i overensstemmelse med Statens Retningslinjer, og stemte imot styrets forslag. Se Kyrre Kjellevold og Tron Strand, «Staten nektet å godta Argentum-styrets retningslinjer for lederlønn», Bergens Tidende, 21. juni 2022, <https://www.bt.no/nyheter/okonomi/i/0G1dAo/staten-nektet-aa-godta-argentum-styrets-retningslinjer-for-lederloenn> (lest 23. februar 2023).

anledning for generalforsamlingen til vedta justeringer i de foreslåtte retningslinjene, med mindre slike justeringer bygger på et nytt eller revidert forslag fra styret selv.⁸³ Slik bestemmelsen er formulert, er styret i stedet pålagt å fremlegge et nytt forslag til retningslinjer ved neste generalforsamling, eller eventuelt på en tidligere ekstraordinær generalforsamling.⁸⁴ Retten til å legge frem forslag til retningslinjer for lederlønn må etter dette betraktes som et prerogativ for styret.

Konsekvensen av at styret har et slikt prerogativ er at statsråden ikke gjennom generalforsamlingen kan instruere styret om å vedta Statens Retningslinjer som bindende for selskapet. En slik instruks fra generalforsamlingen er nemlig i strid med asal. § 6-16a, med den virkning at styret ikke plikter å følge instruksene, jf. asal. § 6-28 (2).⁸⁵ Styrets forslagsrett i asal. § 6-16a utgjør dermed en begrensning i generalforsamlingens alminnelige instruksjonsmyndighet overfor styret i selskapet.

Denne begrensningen er langt på vei sammenfallende med den beskrevne begrensningen i asal./asal. § 6-2.⁸⁶ Asal. § 6-16a har imidlertid ikke virkning kun for daglig leders lønnsfastsettelse, men også for andre ledende ansatte. Bestemmelsen stenger derfor for at generalforsamlingen kan instruere styret om å følge Statens Retningslinjer ved lønnsfastsettelsen også til andre ledende ansatte enn daglig leder.

Den praktiske betydningen av disse begrensningene i generalforsamlingens instruksjonsmyndighet er imidlertid begrenset i børsnoterte allmennaksjeselskaper hvor staten er majoritetseier. Ønsker ikke styret å fremlegge retningslinjer som staten anser som overensstemmende med Statens Retningslinjer, kan staten som majoritetsaksjonær vedta utskiftninger i styret. Slike utskiftninger kan gjøres på et hvilket som helst tidspunkt og uten nærmere begrunnelse, jf. asal. §§ 6-7 og 6-3.⁸⁷ Staten kan dermed sørge for at selskapet har styremedlemmer den har tillit til at vil foreslå retningslinjer i overensstemmelse med Statens Retningslinjer.

Staten har altså en reell mulighet til å få vedtatt Statens Retningslinjer etter prosedyren i asal. § 6-16a i børsnoterte allmennaksjeselskaper den er majoritetseier i. En slik vedtakelse gjør

⁸³ Aarbakke mfl. (2022b) til asal. § 5-6 punkt 3.2 og til asal. § 6-16a punkt 5.4.

⁸⁴ Prop. 135 L (2018-2019) side 114 og 115.

⁸⁵ Bråthen (2022) s. 183.

⁸⁶ Se punkt 3.3.1 ovenfor.

⁸⁷ Aarbakke mfl. (2022a) til asal. § 6-7 punkt 2.1. Woxholth (2021) s. 234.

retningslinjene rettslig bindende for det aktuelle selskapet. Statens eierandel i selskapet er derfor av vesentlig betydning for statens mulighet til å gjøre retningslinjene bindende for allmennaksjeselskapene i dens eierportefølje.⁸⁸ Har ikke staten kontrollerende innflytelse i selskapet, må den i stedet få tilslutning fra andre aksjonærer for at Statens Retningslinjer skal vedtas som bindende.

3.4.2 Aksjeselskaper

Aksjeloven har ikke noen parallell til allmennaksjeloven § 6-16a. I lovarbeidet med endringer i aksjelovene på midten av 2000-tallet, ble det riktignok drøftet hvorvidt en tilsvarende bestemmelse om retningslinjer for lederlønn burde inntas også i aksjeloven.⁸⁹ Begrunnelsen for at det ikke ble foreslått en slik regel var at det normalt er færre aksjonærer i aksjeselskaper, noe som gjør det lettere for aksjonærene å ha en «mer direkte innflytelse over og innsyn i lederlønnfastsettelsen».⁹⁰ Det ble samtidig pekt på at det ikke er «nødvendig med lovregulering for at et selskap skal ha adgang til å ta inn slike regler i vedtektene».⁹¹ Aksjeselskaper beholdt dermed friheten til selv å velge hvorvidt de ønsker regler som asal. § 6-16a i sine vedtekter.

Utgangspunktet for aksjeselskaper er derfor at generalforsamlingen kan instruere styret om å følge Statens Retningslinjer ved fastsettelsen av lønns- og godtgjørelsesvilkår til ledende ansatte.⁹² I de fleste aksjeselskapene i statens eierportefølje er vedtektene imidlertid endret slik at asal. § 6-16a skal gjelde.⁹³ Styrene i disse selskapene er dermed forpliktet til å utarbeide retningslinjer i henhold til prosedyren i asal. § 6-16a. Staten må deretter på generalforsamlingen godkjenne eller avslå de foreslåtte retningslinjene. Godkjennes retningslinjene, blir de bindende for selskapet som beskrevet i punkt 3.4.1 ovenfor.⁹⁴

⁸⁸ Det finnes likevel eksempler på børsnoterte allmennaksjeselskaper hvor staten er minoritetsaksjonær, men hvor Statens Retningslinjer har blitt vedtatt på generalforsamlingen i henhold til asal. § 6-16a. Et slikt eksempel er Yara International ASA, hvor staten kun eier 36,21 % av aksjene. Se i den forbindelse <https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/agm/2022/2022-05-10-agm-protocol-en.pdf/> og <https://www.yara.com/syssiteassets/investors/057-reports-and-presentations/agm/2022/yara-2022-retningslinjer-for-lederlonn-no.pdf/>. (begge lest 7. mars 2023).

⁸⁹ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 109.

⁹⁰ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 109.

⁹¹ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 109.

⁹² Men ikke med bindende virkning for daglig leders lønnsfastsettelse, jf. punkt 3.3.1.

⁹³ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 69 og 101. Se eksempelvis §§ 7, 8 og 9 i vedtektene til henholdsvis Nysnø Klimainvesteringer AS (<https://www.nysnoinvest.no/no/vedtekter/>), Argentum Fondsinvesteringer AS (<https://argentum.no/nb/vedtekter/>) og Investinor AS (<https://investinor.no/wp-content/uploads/Vedtekter-19122022.pdf>) (alle lest 6. mars 2023).

⁹⁴ For både Investinor AS og Nysnø Klimainvesteringer har styret foreslått, og generalforsamlingen vedtatt, retningslinjer for lederlønn i henhold til asal. § 6-16a. For begge selskapene følger det av retningslinjene at de er ment å være i overensstemmelse med Statens Retningslinjer. Se hhv. punkt 1 i <https://investinor.no/wp-content/uploads/Investinor-AS-Retningslinjer-for-lederlonn.pdf>, og punkt 1 i <https://www.nysnoinvest.no/no/styrets-retningslinjer-om-fastsettelse-av-lonn-og-annen-godtgjorelse-til-ledende-personer/>. (begge lest 6. mars 2023).

Er det vedtektsfestet at asal. § 6-16a gjelder for et aksjeselskap, har kun styret rett til å utarbeide forslag til retningslinjer for lederlønn.⁹⁵ Vedtektsendringen innskrenker altså generalforsamlingens instruksjonsmyndighet tilsvarende det asal. § 6-16a gjør i børsnoterte allmennaksjeselskaper.⁹⁶ Konsekvensen er at generalforsamlingen ikke kan instruere styret om å følge Statens Retningslinjer ved lønnsfastsettelsen til daglig leder og øvrige ledende ansatte.⁹⁷

For statsaksjeselskapene har denne begrensningen i generalforsamlingens instruksjonsmyndighet likevel ikke særlig praktisk betydning. Som eneaksjonær har staten full kontroll over selskapet. Etterkommer ikke styret statens ønske om å utarbeide retningslinjer i overensstemmelse med Statens Retningslinjer, kan staten gjøre utskiftninger i styret, jf. asal. §§ 6-7 og 6-3. Dette ble eksempelvis gjort av Nærings- og fiskeridepartementet overfor Argentum Fondsinvesteringer våren 2022. Næringsministeren skiftet da ut alle unntatt ett styremedlem i Argentums styre.⁹⁸ Styreutskiftningene ble delvis begrunnet i at styremedlemmene, etter ministerens syn, ikke hadde gjort nok for å etterkomme statens forventninger til lederlønn i selskapet. Staten har altså reelle handlingsalternativer for å gjennomføre sine politiske målsettinger knyttet til lederlønn. Som Argentum-saken viser, er dette handlingsalternativer som benyttes i praksis.⁹⁹

3.5 Oppsummerende betraktninger

I børsnoterte allmennaksjeselskaper kan ikke styret instrueres av generalforsamlingen til å følge Statens Retningslinjer ved lønnsfastsettelsen til ledende ansatte, jf. asal. § 6-16a. Det samme gjelder i aksjeselskaper som har vedtektsfestet at de skal følge asal. § 6-16a. Av selskapene i statens eierportefølje er majoriteten enten børsnoterte allmennaksjeselskaper eller aksjeselskaper hvor nevnte vedtektsendring har blitt gjennomført.¹⁰⁰ For selskaper med statlig

⁹⁵ Slik det er for børsnoterte allmennaksjeselskaper, jf. punkt 3.4.1 ovenfor.

⁹⁶ Denne begrensningen er beskrevet i punkt 3.4.1 ovenfor. Generalforsamlingen kan ikke instruere styret om at Statens Retningslinjer skal vedtas som retningslinjer for lønnsfastsettelsen til ledende ansatte i selskapet.

⁹⁷ For daglig leder følger dette allerede av asal. § 6-2, jf. punkt 3.3.1 ovenfor.

⁹⁸ Tron Strand og Kyrre Kjelleevold, «Næringsministeren kaster nesten hele Argentum-styret», Bergens Tidende, 7. juni 2022, <https://www.bt.no/nyheter/okonomi/i/OrK4yk/naeringsministeren-kaster-nesten-hele-argentum-styret?fbclid=IwAR2IRTiABxfwV1POLWiyvKmjcn2ksG9nOFu8uwcDTnLdhhe58YMLYllrdpA> (lest 23. februar 2023).

⁹⁹ Som eneste eier i Argentum står staten i utgangspunktet fritt til å ta et slikt grep – uavhengig av om statens begrunnelse for handlingene bygger på en korrekt juridisk vurdering av eksempelvis Statens Retningslinjers rekkevidde. Se Woxholth (2021) s. 206.

¹⁰⁰ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39, 101 og 107.

eierandel utgjør dermed asal. § 6-16a et sentralt rettsgrunnlag for at Statens Retningslinjer skal få direkte rettslig virkning for selskapene.

Staten er derfor avhengig av at styrene i selskapene i dens eierportefølje lojalt følger opp statens målsettinger for lederlønn, herunder ved å foreslå retningslinjer som er i overensstemmelse med Statens Retningslinjer. Om styrene ikke gjør dette, er det til syvende og sist statens eierandel i hvert enkelt selskap som er avgjørende for om Statens Retningslinjer kan gjøres bindende for selskapet. Der staten er majoritets- eller eneeier, kan staten nemlig gjøre endringer i styret for å velge styremedlemmer som følger opp statens ønsker knyttet til lederlønn, jf. asal./asal. §§ 6-7 og 6-3.

4. Medinvesteringsordninger som insentivordning

4.1 Innledning

Det er som vist i punkt 3 ovenfor utbredt blant selskapene i statens eierportefølje å vedta retningslinjer for lederlønn i henhold til asal. § 6-16a. Dette skyldes at noen av selskapene er børsnoterte allmennaksjeselskaper, og dermed underlagt reglene i bestemmelsen. For en del statsaksjeselskaper vedtas derimot retningslinjer for lederlønn fordi selskapene har vedtektsfestet at de skal følge reglene i asal. § 6-16a. Konsekvensen er uansett at de vedtatte retningslinjene blir rettslig bindende for styrene i selskapene.

For flere av selskapene er de vedtatte retningslinjene i overensstemmelse med Statens Retningslinjer. Hvorvidt utbytte fra medinvesteringsordninger omfattes av Statens Retningslinjer er dermed et spørsmål av rettslig betydning. Om slikt utbytte omfattes, vil retningslinjene nemlig legge rettslige begrensninger på hvilken utforming en medinvesteringsordning kan ha.

I det følgende skal jeg derfor først redegjøre for hva medinvesteringsordninger er (punkt 4.2), samt hvordan slike ordninger kan utformes (punkt 4.3). Deretter vurderer jeg i punkt 5 om medinvesteringsordninger som skissert under punkt 4.3 omfattes av Statens Retningslinjer.

4.2 Generelt om medinvesteringsordninger

Medinvesteringsordninger er en form for insentivordning for ansatte i et selskap. Ordningen går ut på at de ansatte får investere egne penger parallelt med arbeidsgiver.¹⁰¹ Dette kan gjøres ved at arbeidstakeren investerer direkte i arbeidsgiverselskapet, eller gjennom et eget medinvesteringsselskap som investerer i eller parallelt med arbeidsgiverselskapet.

Formålet med medinvesteringsordninger er å insentivere ansatte til å prestere bedre. Når den ansatte setter egne penger «på spill» parallelt med arbeidsgiveren, medfører det samtidig at de blir «sittende i samme båt». Den ansatte får ta del i oppsiden om virksomheten går bra, men risikerer samtidig å tape sin investerte kapital om virksomheten går dårlig. Det oppstår dermed et interessefellesskap mellom den ansatte og arbeidsgiveren.¹⁰² Dette interessefellesskapet er sterkere enn der den ansatte kun har oppsiderisiko, slik som ved eksempelvis alminnelige bonusordninger. Medinvesteringsordninger har av denne grunn blitt en populær

¹⁰¹ Jøtun og Hammerich (2019) s. 48 og 55.

¹⁰² Zimmer (2019) s. 596; Jøtun og Hammerich (2019) s. 50.

insentivordning i investeringsselskaper, slik som aktive eierfond («private equity») og såkalte familieeide foretak («family office»).¹⁰³

Den konkrete utformingen og struktureringen av en medinvesteringsordning kan variere betydelig. For denne oppgaven tas det utgangspunkt i en struktur med et medinvesteringsselskap organisert som et aksjeselskap med flere aksjeklasser. Denne typen struktur er relativt utbredt,¹⁰⁴ og ble benyttet av Argentum Fondsinvesteringer AS.¹⁰⁵ Bruken av flere aksjeklasser skyldes at det knyttes ulike økonomiske rettigheter til de ulike aksjeklassene. Dette beskrives nærmere i punkt 4.3 nedenfor.¹⁰⁶ I vedlegg 1 gis noen regneeksempler på hvordan gevinst og tap fordeles i henhold til den beskrevne ordningen.

4.3 Strukturering av medinvesteringsordning med flere aksjeklasser

For denne oppgaven tas det utgangspunkt i et tenkt statlig investeringsselskap, kalt «Hovedeieren». Selskapet forvalter statlig kapital og investerer i ulike finansielle instrumenter. Som insentivordning opprettes medinvesteringsselskapet «InvestCo». Gjennom en saminvesteringsavtale gis InvestCo en avtalerettslig rett og plikt til å investere parallelt med Hovedeieren. InvestCo eies i fellesskap av Hovedeieren og de ledende ansatte i Hovedeieren, med en eierbrøk på henholdsvis 90 /10. De ansatte kan enten være aksjonærer direkte i InvestCo, eller gjennom egne holdingselskaper.¹⁰⁷

Videre avtaler Hovedeieren og de ansatte seg bort fra det selskapsrettslige utgangspunktet om at samtlige aksjer i selskapet er likeverdige, jf. asl. § 4-1. Dette gjøres ved at det opprettes to aksjeklasser i selskapet – ordinære aksjer og preferanseaksjer. Hovedeieren tegner seg for preferanseaksjer, mens de ledende ansatte tegner seg for ordinære aksjer.

Gjennom en aksjonæravtale mellom Hovedeieren og de ledende ansatte gis disse aksjeklassene ulike økonomiske rettigheter i InvestCo.¹⁰⁸ Preferanseaksjene har prioritet foran de ordinære aksjene ved alle utdelinger fra selskapet. Hovedeieren får derfor tilbakebetalt sin investerte kapital med tillegg av en årlig preferanseavkastning før de ledende ansatte får utdelt noe som

¹⁰³ Aabø-Evensen (2011) s. 1275.

¹⁰⁴ Aabø-Evensen (2011) s. 1277.

¹⁰⁵ Se <https://argentum.no/nb/bradbenken-partner/> (lest 21. februar 2023).

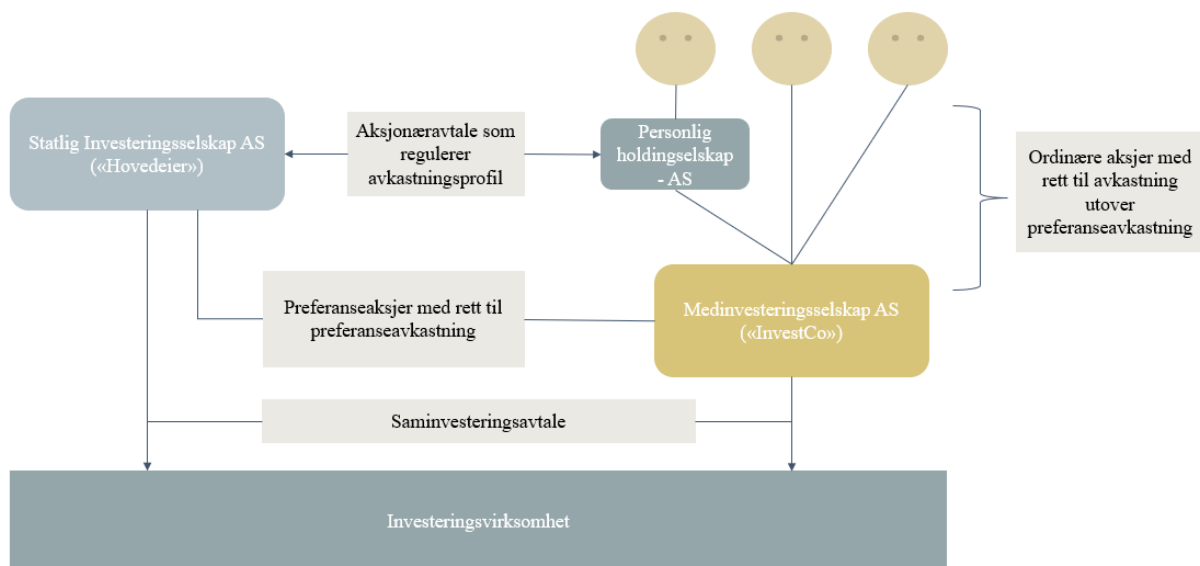
¹⁰⁶ Rettighetene til de ulike aksjeklassene er noe som varierer fra ordning til ordning. Det som beskrives i punkt 4.3 er kun én mulig struktur, og er ikke basert på noen spesifikk medinvesteringsordning.

¹⁰⁷ Sistnevnte kan være attraktivt grunnet de skattemessige fordelene ved fritaksmetoden, jf. Jøtun og Hammerich (2019) s. 48.

¹⁰⁸ Hammerich og Heistad (2023) s. 256; Jøtun og Hammerich (2019) s. 51.

helst.¹⁰⁹ Eventuell avkastning utover preferanseavkastningen tilfaller imidlertid fullt ut de ordinære aksjene.¹¹⁰ Preferanseaksjene avstår altså deler av eventuell avkastning til de ordinære aksjene, men gjør dette i bytte mot en vesentlig lavere risiko på sin investering. Aksjeklassene har på denne måten en ulik risikofordeling, og til gjengjeld en ulik avkastningsprofil. Dette kommer tydelig til uttrykk i eksemplene i vedlegg 1.

En medinvesteringsordning som beskrevet ovenfor kan illustreres på følgende måte:



Figur 1: Medinvesteringsordning strukturert gjennom medinvesteringsselskap med to aksjeklasser.

I det følgende sikter bruken av begrepet «medinvesteringsordninger» til en slik ordning som skissert under dette punkt 4.

¹⁰⁹ Hammerich og Heistad (2023) s. 256; Aabø-Evensen (2011) s. 1277; Jøtun og Hammerich (2019) s. 52.

¹¹⁰ Jøtun og Hammerich (2019) s. 52.

5. Omfattes utbytte fra medinvesteringsordninger av Statens Retningslinjer?

5.1 Problemstillingen og fremgangsmåten for analysen

Den overordnede problemstillingen er om utbytte fra medinvesteringsordninger er omfattet av Statens Retningslinjer. Som nevnt er ikke Statens Retningslinjer i seg selv noen formell rettskilde, men retningslinjene kan som vist i punkt 3 likevel få bindende virkning for selskaper gjennom prosedyren i asal. § 6-16a. Retningslinjenes innhold og rekkevidde må derfor fastlegges med utgangspunkt i en objektiv tolkning av ordlyden, supplert med konteksten ordlyden brukes i, samt eventuelle indre sammenhenger i retningslinjene (punkt 5.2).

Begrepet «godtgjørelse» er forholdsvis utbredt i lovgivningen. Denne lovgivningen har riktignok ikke direkte rettslig betydning for tolkningen av Statens Retningslinjer. Retningslinjene er imidlertid gitt med sikte på å påvirke fastsettelsen av lederlønn, noe som er et forhold som hører under selskapsretten. Hensynet til indre sammenheng i rettssystemet tilsier dermed at bruken av «godtgjørelses»-begrepet i tilgrensende lovgivning utgjør en tolkningsfaktor i fastleggingen av retningslinjenes rekkevidde.¹¹¹ Jeg skal derfor se nærmere på allmennaksjeloven (punkt 5.3), lov om alternative investeringsfond (AIF-loven) (punkt 5.4), regnskapsloven (punkt 5.5) og skatteloven (punkt 5.6). Begrunnelsen for hvorfor jeg har valgt disse lovene fremgår nedenfor.

5.2 Er utbytte fra medinvesteringsordninger «godtgjørelse» etter Statens Retningslinjer?

5.2.1 Hvordan skal godtgjørelses-begrepet forstås?

Statens Retningslinjer består av «forventninger som knytter seg til all godtgjørelse som mottas av ledende ansatte», jf. punkt 1 i retningslinjenes Del I. Begrepet «godtgjørelse» brukes som en paraply for ulike former for kompensasjon til de ledende ansatte. I retningslinjenes Del II punkt 3 gis det nærmere kommentarer til bonus, aksjeprogrammer, opsjoner, pensjon og sluttvederlag. Samtlige av disse kompensasjonsformene faller derfor forutsetningsvis innunder godtgjørelses-paraplyen. Utover dette gis det derimot ingen nærmere definisjon av hva som er «godtgjørelse».

Ordlyden «godtgjørelse» tilsier at det er tale om en form for økonomisk kompensasjon for arbeidet den ansatte utfører. Videre tilsier ordlyden at denne kompensasjonen må være en ytelse

¹¹¹ Aarli og Mæhle (2018) s. 223.

av økonomisk verdi som overføres fra arbeidsgiver til arbeidstaker. En slik forståelse underbygges av at ytelser av ikke-monetær karakter vanskelig lar seg fange opp og kvantifisere, noe som igjen gjør det vanskelig å regulere slike ytelser i lov og retningslinjer. At det er snakk om en overføring av økonomisk verdi, tilsier videre at arbeidsgivers midler må reduseres tilsvarende som størrelsen på overføringen arbeidstakeren mottar.¹¹² Betalingen av «godtgjørelse» må altså være en utgift for arbeidsgiveren selv eller selskaper knyttet til arbeidsgiveren.

Videre gis det som nevnt en oppregning av visse former for godtgjørelselementer i retningslinjene. Utbytte fra medinvesteringsordninger nevnes derimot ikke. Retningslinjene bruker imidlertid formuleringer slik som «[n]edenfor følger spesifikke forventninger og tilhørende kommentarer knyttet til **enkelte godtgjørelsesmomenter**»¹¹³ (uthevet her). Formuleringen «enkelte» innebærer at retningslinjenes oppregning av godtgjørelselementer ikke er uttømmende. At utbytte fra medinvesteringsordninger ikke nevnes særskilt er derfor ikke avgjørende for om slikt utbytte utgjør «godtgjørelse».

Ettersom enkelte godtgjørelselementer kommenteres i retningslinjene, er det relevant å se nærmere på disse. Eventuelle likhetstrekk mellom godtgjørelselementene kan nemlig bidra til å klarlegge godtgjørelses-begrepet. Om utbytte fra medinvesteringsordninger har tilsvarende likheter, er det i så fall et argument for at utbyttet må anses som «godtgjørelse».

Samtlige av godtgjørelselementene som kommenteres i retningslinjene, herunder bonus, aksjeprogrammer, pensjon og sluttvederlag, er former for ytelser av økonomisk verdi som overføres fra arbeidsgiver til arbeidstaker. Dette er spesielt tydelig for bonuser, pensjon og sluttvederlag, ettersom dette typisk er direkte kontantutbetalinger fra arbeidsgiver til den ansatte selv eller den ansattes pensjonsordning. Det er samtidig klart at slike utbetalinger er utgifter for arbeidsgiveren.

Aksjeprogrammer kan derimot variere betydelig i utforming. Retningslinjene gir likevel enkelte føringer på hva som skal regnes som aksjeprogram. I retningslinjenes Del II punkt 3.1 defineres aksjeprogram som en ordning med «direkte aksjeeierskap uten foregående opsjon».¹¹⁴ Isolert

¹¹² Det kan tenkes at betalingen gjøres av et annet selskap i arbeidsgivers konsern. Tanken om en verdioverføring gjør seg likevel gjeldende.

¹¹³ Statens Retningslinjer, s. 1.

¹¹⁴ Statens Retningslinjer, s. 2

sett åpner denne formuleringen for at aksjeeierskap som stammer fra investeringer fra den ansatte selv, slik som erverv av aksjer i et medinvesteringsselskap, utgjør et aksjeprogram.

Retningslinjene trekker imidlertid frem tre eksempler på aksjeprogram, herunder at den ansatte «får aksjen som godtgjørelse, rabatt ved aksjekjøp eller bonusutbetaling med betingelse om å kjøpe aksjer».¹¹⁵ Om aksjene gis av arbeidsgiver til arbeidstaker, utgjør hele verdien av aksjene en ytelse finansiert av arbeidsgiveren. Der den ansatte gis en rabatt ved sitt aksjekjøp, er rabatten på sin side en ytelse finansiert av arbeidsgiver. Ved bonusutbetalinger som skal benyttes til aksjekjøp, kan ordningen minne mer om en alminnelig investering gjort av den ansatte. Aksjekjøpet mister imidlertid sin karakter av alminnelig investering når det er finansiert av en bonusutbetaling som er øremerket til slikt aksjekjøp. Investeringen er da snarere foretatt på instruks fra, og finansiert av, arbeidsgiver. Disse eksemplene har derfor det til felles at de alle består av et tydelig ytelseselement, samt at ytelsen gis som kompensasjon for den ansattes utførte arbeid for arbeidsgiver. Retningslinjenes definisjon av aksjeprogram, sammenholdt med eksemplene som gis, underbygger dermed videre at «godtgjørelse» består av overføringer av økonomisk verdi fra arbeidsgiver til arbeidstaker som kompensasjon for utført arbeid.

Ansattes aksjeeierskap kommenteres særskilt i et senere avsnitt i retningslinjenes Del II punkt 3.2. Det fremholdes der at aksjeeierskap «kan være egnet til å styrke interessefellesskapet mellom eiere og ledende ansatte. Staten er derfor positiv til aksjeeierskap i noterte selskaper også utover det ledende ansatte eventuelt får gjennom aksjeprogrammer [...] Dette anses ikke som et aksjeprogram».¹¹⁶ Formuleringen synes å forutsette et skille mellom ansattes aksjeeierskap med og uten opphav i et aksjeprogram, der sistnevnte ikke anses som «godtgjørelse». Dette selv om aksjeeierskapet kan finansieres med den ansattes «fastlønn eller bonus».¹¹⁷

Den sentrale forskjellen mellom aksjeprogrammer og aksjeerverv uten opphav i aksjeprogram er derfor at sistnevnte ikke stammer fra en aksjeoverføring, ikke kom i stand med rabatterte kjøpspris og ikke ble finansiert med øremerkede midler overført fra arbeidsgiveren til den ansatte. Dette har sammenheng med at aksjeprogrammene utgjør en form for kompensasjon for den ansattes utførte arbeid. Et slikt kompensasjonselement foreligger ikke der en ansatt selv

¹¹⁵ Statens Retningslinjer, s. 8.

¹¹⁶ Statens Retningslinjer, s. 9.

¹¹⁷ Statens Retningslinjer, s. 9.

erhverver aksjer i forbindelse med inntreden i en medinvesteringsordning. Dette tilsier derfor at aksjeerwerb knyttet til en medinvesteringsordning ikke er en type aksjeprogram.

Sitatet i avsnittet ovenfor kommenterer imidlertid kun ansattes aksjeeierskap i noterte selskaper. Aksjeeierskap i unoterte selskaper med statlig eierandel kommenteres ikke overhodet. En mulig grunn til dette er at de børsnoterte selskapene med statlig eierandel ikke er statsallmennaksjeselskaper etter asal. kapittel 20 II.¹¹⁸ Særreglene som gir staten utvidet kontroll, gjelder derfor ikke for disse selskapene. Majoriteten av de unoterte selskapene med statlig eierskap er derimot heleide av staten,¹¹⁹ og er derfor statsaksjeselskaper, jf. asal. kapittel 20 II. Om ansatte kommer inn på eiersiden i denne typen selskaper, endres eiersammensetningen slik at de ikke lenger er statsaksjeselskaper. Dette er trolig lite ønskelig for staten, ettersom særreglene i asal. kapittel 20 II da ikke lenger får anvendelse.¹²⁰ At det kun er aksjeeierskap i noterte selskaper som kommenteres i retningslinjene, kan derfor ikke stenge døren for en medinvesteringsordning organisert gjennom et eget medinvesteringsselskap som InvestCo.¹²¹

5.2.2 Den konkrete vurderingen av om utbytte fra medinvesteringsordninger omfattes

Spørsmålet om utbytte fra medinvesteringsordninger er «godtgjørelse» kan etter dette formuleres på følgende måte: utgjør utbyttet fra medinvesteringsselskapet en økonomisk overføring fra arbeidsgiver til arbeidstaker, og er overføringen i så fall en form for kompensasjon for arbeidstakers utføring av arbeid for arbeidsgiveren?

Utbyttet de ansatte mottar fra medinvesteringsordningen stammer fra den avkastningen de har oppnådd på sine investeringer i medinvesteringsselskapet. Utbetalingen av utbyttet representerer derfor ikke i seg selv en overføring av verdier fra arbeidsgiveren til arbeidstakeren. Dette underbygges av at størrelsen på avkastningen, og i tur utbyttet, ikke besluttes av arbeidsgiveren. Det er i stedet markedsutviklingen på de underliggende investeringene i medinvesteringsselskapet som avgjør avkastningens og utbyttets størrelse. Dette utgjør en klar forskjell fra godtgjørelseelementene som eksemplifiseres i Statens Retningslinjer, herunder aksjeprogrammer.

¹¹⁸ Børsnotering innebærer at staten ikke er eneeier. Se også Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

¹¹⁹ Meld. St. 6 (2022-2023) s. 39.

¹²⁰ Se Meld. St. 6 (2022-2023) s. 75.

¹²¹ Se punkt 4.3 ovenfor.

Det er likevel enn viss kobling mellom den ansattes utføring av arbeid og avkastningens størrelse. Investeringene som gjøres av medinvesteringsselskapet er nemlig basert på arbeidet som blant annet de ledende ansatte utfører i arbeidsgiverselskapet. Om de ansatte gjør en god jobb for arbeidsgiver, kan det bidra til bedre avkastning på de ansattes egne investeringer i medinvesteringsselskapet. Dette er imidlertid formålet med insentivordningen.

Eventuell avkastning fra medinvesteringsordningen er dessuten normalt et resultat av mer enn bare de ledende ansattes innsats. Generell markedsutvikling, samt andre ansattes arbeidsinnsats, er eksempler på faktorer som typisk spiller inn. En viss kobling mellom arbeidsinnsats og størrelse på avkastning i medinvesteringsselskapet, er uansett ikke avgjørende så lenge utbyttet ikke er en verdioverføring fra arbeidsgiveren til arbeidstakeren som kompensasjon for den ansattes utførte arbeid.

Avgjørende er uansett om meravkastningen, dvs. den avkastningen utover det de ansattes relative eierandel i medinvesteringsselskapet skulle tilsi,¹²² er en slik verdioverføring fra arbeidsgiveren til de ansatte. De ansattes mulighet for meravkastning innebærer som nevnt at arbeidsgiveren må avstå deler av sin potensielle avkastning til fordel for de ansatte. Helt isolert kan dette betraktes som en verdioverføring. Denne avståelsen av avkastning er imidlertid ikke gjort i bytte mot den ansattes arbeidsinnsats for arbeidsgiveren. Avståelsen er i stedet del av en avtalt risikofordeling mellom arbeidsgiveren og den ansatte på deres investeringer i medinvesteringsselskapet.¹²³

Videre er ikke de ansatte garantert noe utbytte fra medinvesteringsordningen. De har i stedet en reell, og forholdsvis stor, tapsrisiko på sin investerte kapital, som illustrert i vedlegg 1 punkt 1.3. Godtgjørelseelementene som eksemplifiseres i Statens Retningslinjer, inneholder derimot en garantert økonomisk oppside for den ansatte. Dette gjelder også for aksjeprogrammene, ettersom de ansatte der i alle tilfeller blir tilført økonomiske verdier gjennom fordelene de mottar.

5.2.3 Delkonklusjon og veien videre

Deler av utbyttet fra medinvesteringsordningen, herunder meravkastningen, kan etter dette sies å representere en verdioverføring fra arbeidsgiver til arbeidstaker. Videre er den ansattes avkastning fra medinvesteringsselskapet til en viss grad knyttet til vedkommendes

¹²² Se nærmere i punkt 4.

¹²³ Se punkt 4.3.

arbeidsinnsats hos arbeidsgiveren. Det er likevel ikke noen sammenheng mellom de to. Verdioverføringen som meravkastningen representerer, skjer i bytte mot en vesentlig lavere risiko på arbeidsgivers investering – ikke i bytte mot den ansattes arbeidsinnsats. Meravkastningen henger derfor uløselig sammen med, og er et resultat av, investeringen som den ansatte har gjort i medinvesteringsselskapet. Utbytte fra medinvesteringsordninger faller derfor etter min mening utenfor godtgjørelses-begrepet i Statens Retningslinjer, med den konsekvens at slikt utbytte ikke omfattes av retningslinjene.

Det skal i det følgende vurderes hvorvidt reguleringen i lovgivningen på tilgrensende områder leder til et annet tolkningsresultat, eller om den foreløpige konklusjonen underbygges videre.

5.3 Allmennaksjeloven

5.3.1 Lovens relevans for vurderingen etter Statens Retningslinjer

Statens Retningslinjer viser innledningsvis til allmennaksjelovens regler om retningslinjer for lederlønn og rapportering i hhv. asal. §§ 6-16a og 6-16b.¹²⁴ Henviseingen tilsier at det er en kobling mellom Statens Retningslinjer og allmennaksjeloven, noe som underbygges av at både retningslinjene og bestemmelsene er rettet mot lederlønn. Koblingen tilsier at godtgjørelses-begrepet brukes på samme måte i retningslinjene som i allmennaksjeloven. At en rekke statsaksjeselskaper gjennom prosedyren i asal. § 6-16a har fastsatt at de skal følge Statens Retningslinjer ved fastsettelsen av lederlønn, trekker i samme retning.¹²⁵ Etter mitt syn må derfor godtgjørelses-begrepet i Statens Retningslinjer tolkes i lys av tilsvarende begrep i allmennaksjeloven.

Spørsmålet blir dermed om bruken av «godtgjørelse» i asal. § 6-16a tilsier at utbytte fra medinvesteringsordninger må omfattes av Statens Retningslinjer.

5.3.2 Bruken av «godtgjørelse» i allmennaksjeloven § 6-16a

Det følger av asal. § 6-16a (2) at styret skal utarbeide retningslinjer for lønn og «annen godtgjørelse» til de ledende ansatte i selskapet. Bestemmelsen gjennomfører direktiv 2017/828/EU om endring av direktiv 2007/36/EF med hensyn til å fremme langsiktig

¹²⁴ Statens Retningslinjer, s. 1.

¹²⁵ Se eksempelvis retningslinjene om lederlønn i Nysnø Klimainvesteringer AS, <https://www.nysnoinvest.no/no/styrets-retningslinjer-om-fastsettelse-av-lonn-og-annen-godtgjorelse-til-ledende-personer/> (lest 24. februar 2023).

aksjeeierengasjement artikkel 9a.¹²⁶ Hverken direktivet eller asal. § 6-16a gir imidlertid noen definisjon av hva som er «godtgjørelse».

Ordlyden i asal. § 6-16a gir på sin side ikke grunnlag for en tolkning som avviker fra tolkningen av «godtgjørelse» i Statens Retningslinjer, ettersom godtgjørelses-begrepet er det samme. Det vises derfor til tolkningen i punkt 5.2.1 ovenfor, herunder at det er snakk om en økonomisk overføring fra arbeidsgiver som kompensasjon for arbeidstakers utføring av arbeid.

I forarbeidene ble det imidlertid foreslått av departementet å «regulere hvilke ytelser som omfattes av retningslinjene i forskrift».¹²⁷ Nærmere presiseringer av hva som er godtgjørelse ble derfor gitt i forskrift 11. desember 2020 nr. 2730 om retningslinjer og rapport om godtgjørelse for ledende personer, med hjemmel blant annet i asal. § 6-16a (7).

Det følger av forskriften § 2 (1) at «godtgjørelse» omfatter «alle fordeler en person mottar i kraft av sin posisjon som ledende person i selskapet». Ordlyden er bredt formulert med hensyn til hva slags former for ytelser som omfattes. Det oppstilles likevel et tilknytningskrav mellom betalingen av ytelsen og den ansattes arbeidsforhold.

I likhet med Statens Retningslinjer gis det i tillegg en oppregning av visse former for «godtgjørelse», herunder «blant annet basislønn, bonuser, tildeling av aksjer ... pensjonsordninger ... etterlønsordninger, og ... variable elementer i godtgjørelsen». Formuleringen «blant annet» innebærer at oppregningen ikke er uttømmende. Det er likevel klare likhetstrekk mellom de formene for «godtgjørelse» som nevnes. Samtlige inneholder nemlig overføring av økonomisk verdi til arbeidstaker som kompensasjon for vedkommendes utføring av arbeid.

Likhetstrekkene mellom eksemplene i forskriftsbestemmelsen er de samme som likhetstrekkene mellom eksemplene i Statens Retningslinjer.¹²⁸ Til tross for den bredt formulerte ordlyden «alle fordeler», må innholdet i formuleringen derfor forstås på samme måte som «godtgjørelse» i Statens Retningslinjer.

¹²⁶ Prop. 135 L (2018-2019) s. 114.

¹²⁷ Prop. 135 L (2018-2019) s. 27.

¹²⁸ Se punkt 5.2.2 ovenfor.

5.3.3 Delkonklusjon

Samlet gir hverken ordlyden eller karakteren av godtgjørelseselementene i § 2 (1) i forskriften grunnlag for en tolkning som avviker fra delkonklusjonen i punkt 5.2 ovenfor.

5.4 Lov om alternative investeringsfond

5.4.1 Lovens bakgrunn og kort om alternative investeringsfond

For å besvare oppgavens overordnede problemstilling er det også relevant å se hen til hvordan AIF-loven regulerer «godtgjørelse». Loven gjelder «forvaltningen av alternative investeringsfond og øvrig virksomhet som drives av forvalter etter denne lov», jf. AIF-loven § 1-1. Alternative investeringsfond kan i korte trekk beskrives som kollektive investeringsstrukturer som i hovedsak investerer i unoterte virksomheter. Denne typen fond er typisk aktive eierfond («private equity») og ulike investeringsselskaper.¹²⁹ AIF-loven gjennomfører Norges forpliktelser etter EØS-avtalen, herunder EU-direktivet 2011/61/EU («Alternative Investment Fund Managers Directive» – «AIFM-direktivet»)¹³⁰.

Lovens relevans for oppgavens problemstilling kan best illustreres gjennom en kort redegjørelse for hvordan resultatfordelingen ofte ser ut for et alternativt investeringsfond.¹³¹ Fondets investeringskapital stammer fra investorenes kommitteringer i fondet. I tillegg er det vanlig at initiativtakerne til fondet selv deltar som investorer i fondet. Initiativtakernes investering gjøres da typisk gjennom et forvalterselskap kontrollert av initiativtakerne. Ved senere resultatfordeling for fondet er det ikke uvanlig med en såkalt «waterfall»-modell. Denne modellen ligner på mange måter på risikofordelingen i medinvesteringsordninger.¹³² Modellen går ut på at investorene først får returnert sin investerte kapital, med tillegg av en årlig normalavkastning (typisk 8 % p.a.).¹³³ Deretter får initiativtakerne returnert sin investerte kapital. Initiativtakerne stiller seg på denne måten bak investorene i køen for utdelinger fra fondet, og påtar seg med dette en større investeringsrisiko enn investorene.

Dersom fondet oppnår avkastning utover den avtalte normalavkastningen, fordeles overskytende mellom initiativtakerne og investorene (typisk med en fordeling på henholdsvis

¹²⁹ Prop. 77 L (2013-2014) s. 7.

¹³⁰ Prop. 77 L (2013-2014) s. 7.

¹³¹ Struktur og organisering er noe som kan variere betydelig fra fond til fond. Resultatfordelingen beskrevet i oppgaven er derfor kun et eksempel på hvordan resultatfordelingen typisk kan utformes.

¹³² Som beskrevet i punkt 4.3.

¹³³ Zimmer (2019) s. 604.

20 og 80 %).¹³⁴ Ettersom initiativtakerne normalt har en mindre eierandel i fondet enn 20 %, oppnår initiativtakerne dermed en meravkastning på investeringen i fondet (i bransjen kjent som «carried interest»¹³⁵). Retten til carried interest er begrunnet i at initiativtakerne har påtatt seg en større investeringsrisiko enn investorene, samt en etableringsrisiko. Hvis fondsetableringen ikke er vellykket, må initiativtakerne nemlig bære kostnadene til eksempelvis rådgivere, ansatte og kontorer.¹³⁶

Samlet sett er det flere likheter mellom resultatfordelingen i alternative investeringsfond og medinvesteringsordninger. Det er derfor relevant å vurdere om førstnevnte er omfattet av godtgjørelsesreglene i AIF-loven. Deretter skal det vurderes hvilken betydning reguleringen i AIF-loven har for tolkningen av «godtgjørelse» i Statens Retningslinjer.

5.4.2 Er resultatfordelingen i alternative investeringsfond «godtgjørelse» etter AIF-loven?

AIF-loven krever at forvaltere av alternative investeringsfond må «etablere og praktisere en godtgjørelsesordning som fremmer god og effektiv risikostyring», jf. § 3-6 (1). Hva som utgjør «godtgjørelse», defineres imidlertid ikke direkte i loven. Departementet har imidlertid hjemmel i AIF-loven § 3-6 (2) til å gi nærmere regler om godtgjørelsesordninger.¹³⁷ Slike regler er gitt i forskrift 26. juni 2014 nr. 877 til lov om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-forskriften).

I AIF-forskriften defineres «godtgjørelse» som «det samme som «lønn og annen godtgjørelse» som angitt i allmennaksjeloven § 6-16a, herunder resultatavhengig vederlag som nevnt i [...] [AIF-loven] § 1-2 bokstav d», jf. § 4-2 (2). Som nevnt utgjør ikke utbytte fra medinvesteringsordninger «godtgjørelse» etter allmennaksjeloven.¹³⁸ Det er derfor kun aktuelt å vurdere hva som er «resultatavhengig vederlag».

Begrepet «resultatavhengig vederlag» er legaldefinert i AIF-loven § 1-2 bokstav d. Av bestemmelsen følger det at slikt vederlag er «andel av det alternative investeringsfondets overskudd som tilfaller forvalteren som godtgjørelse for forvaltningen». Det gjøres samtidig unntak for «andel av overskudd som tilfaller forvalter som følge av direkte eller indirekte

¹³⁴ Zimmer (2019) s. 604.

¹³⁵ Zimmer (2019) s. 604; Jøtun og Hammerich (2016) s. 38.

¹³⁶ Jøtun og Hammerich (2016) s. 37.

¹³⁷ Prop. 77 L (2013-2014) s. 46 og 110.

¹³⁸ Se punkt 5.3 ovenfor.

investering i fondet». Sammenholdt med AIF-forskriften § 4-2 (2) er derfor forvalterens avkastning på egen investering i fondet ikke «godtgjørelse».

Den beskrevne resultatfordelingen i punkt 5.4.1 ovenfor innebærer at forvalteren får en avkastning på sin investerte kapital i fondet. Spørsmålet er imidlertid om forvalterens meravkastning, dvs. carried interest, utgjør «godtgjørelse for forvaltningen», eller om den «tilfaller forvalteren som følge av [...] investering i fondet», jf. AIF-loven § 1-2 bokstav d.

Ordlyden «resultatavhengig vederlag» og «som tilfaller forvalteren som godtgjørelse for forvaltningen» gir anvisning om et suksesshonorar, herunder et vederlag som kommer til utbetaling dersom visse avtalte vilkår oppfylles. Et slikt vilkår kan eksempelvis være en viss avtalt avkastning på fondets investeringer. Formuleringene gir på denne måten uttrykk for at vederlaget ikke har noen sammenheng med forvalters eventuelle investering i fondet.

Videre bruker AIF-direktivet artikkel 4 (1)(d), som tilsvarer AIF-loven § 1-2 bokstav d, begrepet «carried interest» om «resultatavhengig vederlag». Isolert sett tilsier dette at forvalterens meravkastning ved resultatfordelingen utgjør et «resultatavhengig vederlag».

I forarbeidene til AIF-loven uttalte arbeidsgruppen imidlertid at definisjonen av «carried interest» som brukes i AIF-direktivet, «avviker fra det som normalt forstås med «carried interest» hvor «carried interest» er et uttrykk for fordeling av gevinst [...] når avkastningen overstiger en nærmere fastsatt «normalavkastning»». ¹³⁹ Videre uttales det at det «vanligste grunnlaget for rett til «carried interest», er at nøkkelpersoner hos forvalteren investerer i fondet». ¹⁴⁰

Forarbeidene trekker i retning av at forvalterens andel i en gevinstfordeling utgjør en avkastning på forvalterens investering i fondet. Dette innebærer i så fall at carried interest utgjør meravkastning, og ikke et «vederlag». Ordlyden «tilfaller forvalter som følge av [...] investering i fondet» stenger på sin side ikke for en slik tolkning. Formuleringen trekker snarere i samme retning, ettersom meravkastningen stammer fra nettopp en «investering i fondet».

Videre har den europeiske tilsynsmyndigheten på verdipapiriområdet, ESMA, utarbeidet retningslinjer for tolkningen av godtgjørelses-reglene i AIF-direktivet. ¹⁴¹ Retningslinjene

¹³⁹ Prop. 77 L (2013-2014) s. 46.

¹⁴⁰ Prop. 77 L (2013-2014) s. 46.

¹⁴¹ ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, (2013).

inneholder blant annet presiseringer om hva som utgjør «remuneration». I punkt 12 fremholdes det at utdelinger fra fondet «which consists of a pro-rata return on any investment made [...] into the AIF should not be subject to any of the remuneration provisions set out in these guidelines». Tilsvarende uttalelser er gitt også i punkt 13.

Hva som representerer en «pro rata return», er ikke uten videre klart. Formuleringen kan etter mitt syn tolkes på to ulike måter. Det første alternativet er at den andel av fondets totale avkastning som tilfaller forvalteren i henhold til forvalterens forholdsmessige eierandel i fondet, utgjør «pro rata». Det andre alternativet er at forvalterens «pro rata» andel utgjør den avkastning som tilfaller forvalteren i henhold til den avtalte avkastningsprofilen på forvalterens investering. Sistnevnte alternativ innebærer at også meravkastningen anses som «pro rata».

Forvalterens meravkastning er et utslag av en avtalt gevinstfordeling i fondet. Muligheten for meravkastning er i den forbindelse begrunnet i den økte risikoen forvalteren tar – både på egen investering i fondet ved å stille seg bakerst i køen for utdelinger, og ved etableringskostnadene forvalteren pådrar seg ved etableringen av fondet. Gevinstfordelingen er på denne måten et uttrykk for ulike risiko- og avkastningsprofiler på investeringene til henholdsvis forvalteren og investorene i fondet. Det er da naturlig at meravkastningen anses som «pro rata», ettersom den henger uløselig sammen med investeringen forvalteren gjør i fondet.

Videre kan formålet bak godtgjørelsesreglene i AIF-direktivet bidra til å avklare hvilket tolkningsalternativ som må legges til grunn. Reglene er gitt for å begrense muligheten til å tilby insentivordninger som leder til kortsiktige insentiver for de ansatte i forvalterselskapet, jf. blant annet direktivets fortale avsnitt 24. Kortsiktige insentiver kan nemlig stimulere til en risikotakning som ikke er forenlig med aksjonærenes interesser, samt utgjøre en trussel mot stabiliteten i finansmarkedene.¹⁴² Godtgjørelsesreglene i AIF-direktivet er med andre ord gitt blant annet med sikte på å oppnå et interessefellesskap mellom investorene og forvalteren.

Slik retten til meravkastningen normalt er utformet, gis ikke forvalteren noe kortsiktig insentiv. Avkastningen oppnås nemlig ikke før investorene har fått tilbakebetalt sitt investerte beløp, med tillegg av den avtalte normalavkastningen. Forvalteren er dessuten den første til å tape penger om investeringen går dårlig. Utformingen av retten til meravkastningen skaper på denne måten et interessefellesskap mellom forvalteren og investorene. Det er derfor ikke nødvendig

¹⁴² Se dom av 1. august 2022 [C5], C-352/20, avsnitt 51.

at retten til meravkastning omfattes av godtgjørelsesreglene i AIF-loven for at det skal sikres et interessefellesskap mellom forvalteren og investorene. Formålet bak godtgjørelsesreglene trekker dermed ytterligere i retning av at forvalterens meravkastning i fondet er «pro rata», og dermed ikke omfattet av godtgjørelsesreglene i AIF-loven.

På bakgrunn av vurderingen ovenfor er, etter mitt syn, meravkastningen som forvalteren kan oppnå gjennom resultatfordelingen i fondet ikke et «resultatavhengig vederlag». Meravkastningen er i stedet en «andel av overskudd som tilfaller forvalter som følge av [...] investering i fondet», jf. AIF-loven § 1-2 bokstav d. Dermed er meravkastningen heller ikke «godtgjørelse», jf. AIF-forskriften § 4-2 (2). Spørsmålet er hvilken relevans dette har for tolkningen av Statens Retningslinjer.

5.4.3 Overføringsverdien av AIF-loven

Spørsmålet er om tolkningen av «godtgjørelse» i AIF-loven har betydning ved avgjørelsen av om inntekter fra medinvesteringsordninger omfattes av Statens Retningslinjer.

Som asal. § 6-16a har AIF-loven bakgrunn i EU-retten, og begge regulerer «godtgjørelse» til ansatte. Hensynet til indre sammenheng i rettssystemet tilsier at godtgjørelses-begrepet må ha den samme betydningen i begge lovene. Dette underbygges av at AIF-forskriften definerer «godtgjørelse» gjennom en henvisning til asal. § 6-16a, jf. AIF-forskriften § 4-2 (2). En forvalters rett til carried interest ved resultatfordelingen fra fondet, som vurdert i punkt 5.4.2, faller etter mitt syn derfor utenfor godtgjørelses-begrepet også i allmennaksjeloven.

Som nevnt i punkt 5.3.1 er det en kobling i Statens Retningslinjer til allmennaksjeloven § 6-16a. Denne koblingen tilsier som nevnt at godtgjørelsesbegrepet i retningslinjene bør tolkes i lys av sistnevnte bestemmelse. Koblingen mellom AIF-loven og allmennaksjeloven beskrevet i avsnittet ovenfor, innebærer at godtgjørelses-begrepet i Statens Retningslinjer må tolkes i tråd med «godtgjørelse» i AIF-loven med tilhørende forskrift. Dette til tross for at retningslinjene ikke selv henviser til dette regelsettet.

Reglene i AIF-loven om godtgjørelse har imidlertid en annen begrunnelse enn Statens Retningslinjer. Retningslinjene er begrunnet i statens ønske om å forhindre en lønnsutvikling i selskaper med statlig eierandel som staten anser som uheldig. Reglene om godtgjørelse i AIF-loven derimot motvirke kortsiktige insentiver hos fondsforvaltere på bekostning av investorene i fondet og stabiliteten i finansmarkedene. Begrunnelsen for å unnta «carried interest» fra godtgjørelsesreglene i AIF-loven under henvisning til at «carried interest» er forenlig med

formålet bak godtgjørelsesreglene, har derfor ingen direkte overføringsverdi til forholdet mellom utbytte fra medinvesteringsordninger og Statens Retningslinjer.

Det er likevel flere klare likhetstrekk mellom carried interest og utbytte fra medinvesteringsordninger.¹⁴³ For det første er begge betinget av at forvalter og ledende ansatte investerer egne penger i henholdsvis fondet vedkommende forvalter og medinvesteringsselskapet arbeidsgiveren har opprettet. Både forvalter og ledende ansatte må altså påta seg reell tapsrisiko på sine investeringer. Denne tapsrisikoen er dessuten større enn for henholdsvis investorene i fondet og arbeidsgiverselskapet som er investert i medinvesteringsselskapet.¹⁴⁴

For det andre innebærer begge ordningene at forvalteren og ledende ansatte kan oppnå meravkastning på sine investeringer. Meravkastningen skyldes i begge tilfeller at henholdsvis investorene i fondet og arbeidsgiverselskapet avstår deler av sin fremtidige avkastning i bytte mot lavere risiko på sine investeringer. Felles for ordningene er altså at de har en avkastnings- og risikoprofil som skiller seg fra øvrige investorer og arbeidsgiverselskapet. I tillegg er meravkastningen i begge tilfeller et utslag av den økte risikoen forvalteren og de ansatte påtar seg. Når «carried interest» av denne grunn anses som meravkastning og ikke «vederlag», trekker dette i retning av at utbytte fra medinvesteringsordninger også burde anses som meravkastning og ikke «godtgjørelse».

5.4.4 Delkonklusjon

Til tross for ulikt formål bak reglene i AIF-loven og Statens Retningslinjer, er det så store likheter mellom «carried interest» og utbytte fra medinvesteringsordninger at dette tilsier en lik behandling av de to med hensyn til godtgjørelses-begrepet. Når «carried interest» ikke utgjør «godtgjørelse» etter AIF-loven, er det et tungtveiende argument for at utbytte fra medinvesteringsordninger ikke er «godtgjørelse» etter Statens Retningslinjer. Gjennomgangen av AIF-loven gir derfor ikke grunnlag for å fravike delkonklusjonen i punkt 5.2.3.

¹⁴³ Forutsatt at «carried interest» er strukturert slik som den skisserte honorarstrukturen i punkt 5.4.1.

¹⁴⁴ I henhold til avkastningsprofilene skissert i henholdsvis punkt 5.4.1 og punkt 4.3, herunder henholdsvis waterfall-modellen og bruken av ordinære og preferanseaksjer.

5.5 Regnskapsloven

5.5.1 Innledende om regnskapslovens relevans og overføringsverdi

Ved tolkningen av godtgjørelses-begrepet i Statens Retningslinjer er det også relevant å se hen til hvordan «godtgjørelse» reguleres regnskapsrettslig. Denne reguleringen kan nemlig illustrere hvorvidt «godtgjørelse» er noe som overføres fra arbeidsgiver til den ansatte. I så fall medfører nemlig godtgjørelsen en utgift for arbeidsgiveren.

5.5.2 Bruken av «godtgjørelse» i regnskapsloven

Regnskapslovens kapittel 7 regulerer noteopplysninger i regnskapet. Paragrafene 7-31 og 7-31b oppstiller regler for «ytelser til ledende personer» i henholdsvis foretak som ikke er store og store foretak. Jeg skal ikke gå nærmere inn på skillet mellom disse foretaksformene, ettersom skillet er uten betydning for oppgaven.¹⁴⁵ Begge bestemmelsene bruker uansett begrepet «godtgjørelse».

Innholdet i godtgjørelses-begrepet er ikke definert i hverken regnskapsloven §§ 7-31 eller 7-31b. Begge bestemmelsene inneholder imidlertid formuleringer som henholdsvis «samlede utgifter til [...] godtgjørelse» og «godtgjørelse [...] som er gitt». Formuleringene tilsier at «godtgjørelse» er noe som overføres fra arbeidsgiverselskapet til den ansatte, og dermed at godtgjørelsen innebærer en kostnad for arbeidsgiver. En slik forståelse harmonerer med et av formålene bak regnskapsføring, nemlig å gi en oversikt et selskaps inntekter og utgifter.¹⁴⁶ Forarbeidene stenger heller ikke for denne tolkningen.¹⁴⁷

5.5.3 Vurdering og delkonklusjon

Hverken ordlyden i eller forarbeidsuttalelser knyttet til regnskapsloven §§ 7-31 og 7-31b tilsier at utbytte fra medinvesteringsordninger er «godtgjørelse». Snarere tvert imot trekker ordlyden «utgifter til» og «som er gitt» i samme retning som de foregående vurderingene. Som vist i punkt 5.2 utgjør nemlig ikke den ansattes utbytte fra medinvesteringsordningen noen utgift for arbeidsgiveren. Dette innebærer dermed at utbyttet ikke utgjør «godtgjørelse» etter regnskapsloven §§ 7-31 og 7-31b.

¹⁴⁵ Se Handeland mfl. (2022) om store foretak og foretak som ikke er store etter regnskapsloven § 1-5, jf. § 1-6.

¹⁴⁶ Ot.prp. nr. 42 (1997-1998) s. 7.

¹⁴⁷ Ot.prp. nr. 42 (1997-1998) og Prop. 117 L (2009-2010).

Regnskapslovens regulering av «godtgjørelse» underbygger derfor delkonklusjonen i punkt 5.2.3 om at utbytte fra medinvesteringsordninger ikke omfattes av Statens Retningslinjer.

5.6 Skatteloven

5.6.1 Innledende om skattereglenes relevans og overføringsverdi

Et spørsmål er om skatteloven kan bidra til å avklare om utbytte fra medinvesteringsordninger utgjør «godtgjørelse». Skattereglene er riktignok uten direkte rettslig betydning for tolkningen og anvendelsen av Statens Retningslinjer. Den skattemessige klassifiseringen av gevinst fra medinvesteringsordninger kan likevel bidra til å belyse hvorvidt slik gevinst er «godtgjørelse».

Særlig aktuell er den skatterettslige grensedragningen mellom kapital- og arbeidsinntekt. Dersom gevinst fra medinvesteringsordninger klassifiseres som kapitalinntekt, trekker det i retning av at slik gevinst ikke utgjør «godtgjørelse». Inntekten kan da nemlig ikke føres tilbake til den ansattes utføring av arbeid for arbeidsgiveren, men er i stedet inntekt fra den ansattes kapitalinvestering. Det er også aktuelt å vurdere om ansattes aksjeerverv i medinvesteringsselskapet utløser beskatning.

I det følgende behandles først spørsmålet om beskatning ved aksjeerverv. Deretter behandles grensedragningen mellom kapital- og arbeidsinntekt.

5.6.2 Utløser den ansattes aksjeerverv i medinvesteringsselskapet beskatning?

Hovedregelen for beskatning av inntekt følger av skatteloven § 5-1 første ledd, som fastslår at «enhver fordel vunnet ved arbeid [eller] kapital» anses som skattepliktig inntekt. Ordlyden «fordel» er svært vid. Den omfatter derfor i utgangspunktet alt som har økonomisk verdi.¹⁴⁸ Alternativet «ved arbeid» tilsier videre at skatteyteren har fått inntekten i forbindelse med et ansettelsesforhold.

Hvorvidt den ansattes aksjeerverv i medinvesteringsselskapet utløser beskatning, beror på prisen den ansatte betaler for aksjene. Dersom den ansatte får kjøpe aksjer til under markedspris i kraft av å være ansatt, utgjør underkursen en «fordel» som vedkommende har «vunnet ved arbeid», jf. § 5-1 (1). Rabatten den ansatte får er dermed skattepliktig arbeidsinntekt.¹⁴⁹

¹⁴⁸ Zimmer (2021) s. 156.

¹⁴⁹ Zimmer (2019) s. 598; Jøtun og Hammerich (2019) s. 51.

For vurderingen av om aksjeervert utløser beskatning må det derfor fastlegges hva som er markedspris for aksjene i medinvesteringsselskapet. Jeg skal imidlertid ikke her gå nærmere inn på prinsippene for verdsettelse av unoterte aksjer, men begrenser meg til å nevne at det ved verdsettelsen også må ses hen til potensielt verdireducerende elementer ved aksjene i medinvesteringsselskapet, f.eks. de ordinære aksjenes risikoprofil, samt omsetningsbegrensninger på aksjene.¹⁵⁰

Et sentralt poeng er at det er mulig å verdsette aksjene i medinvesteringsselskapet til markedspris. Medinvesteringsselskapet kan derfor settes opp slik at de ansattes aksjeervert i forbindelse med inntreden i medinvesteringsordningen ikke utløser beskatning. Dette er en stor forskjell fra aksjeprogrammene som eksemplifiseres i Statens Retningslinjer. Felles for disse programmene er nemlig at den ansattes aksjeervert i alle tilfeller utløser beskatning som arbeidsinntekt. Der ansatte gis rabatt ved aksjekjøpet er nemlig rabatten en «fordel vunnet ved arbeid», jf. skatteloven § 5-1; ved bonusutbetaling til ansatte som er øremerket til aksjekjøp, er hele bonusutbetalingen en «fordel vunnet ved arbeid»; mottar ansatte aksjer vederlagsfritt, er hele verdien av aksjene en «fordel vunnet ved arbeid».

Forskjellen i skattemessig behandling av ansattes aksjeervert i et medinvesteringsselskap og aksjeervert gjennom et aksjeprogram, gjenspeiler aksjeervertenes ulike karakter. At ansatte inntreden i et medinvesteringsselskap kan gjøres uten å utløse beskatning som arbeidsinntekt, viser nemlig at etableringen av en medinvesteringsordning ikke i seg selv medfører en verdioverføring til den ansatte. Dette skiller seg fra aksjeervert gjennom aksjeprogrammer, som alltid innebærer en verdioverføring fra arbeidsgiveren. Den skattemessige behandlingen av ansattes aksjeervert i medinvesteringsselskaper tilsier dermed at medinvesteringsordninger ikke er «godtgjørelse».

5.6.3 Hvordan skal inntekt fra medinvesteringsordninger beskattes?

Hovedregelen er at inntekt fra aksjer, herunder utbytte og gevinst ved realisasjon, beskattes som kapitalinntekt, jf. skatteloven § 5-20 (1) bokstav b. Inntektene den ansatte får fra sin investering i medinvesteringsordningen beskattes derfor i utgangspunktet som kapitalinntekt.

Det som imidlertid kompliserer klassifiseringen av inntekt fra medinvesteringsordninger, er tilknytningen mellom den ansattes ansettelsesforhold og den ansattes investering i eller parallelt

¹⁵⁰ Se Zimmer (2019) s. 600 flg. om beregningen av fordelene ved aksjekjøp til underkurs. Se ellers Jøtun og Hammerich (2019) s. 52

med arbeidsgiverselskapet. Den ansatte ville normalt ikke investert parallelt med arbeidsgiverselskapet om ikke det var for ansettelsesforholdet. I tillegg kan det spørres om avkastningen på investeringen dels kan henføres til den ansattes arbeidsinnsats i selskapet. Spørsmålet er derfor om inntekt fra medinvesteringsordninger er en fordel «vunnet ved arbeid», jf. skatteloven § 5-1.

Ordlyden i skatteloven § 5-1 gir uttrykk for de ulike inntektskategoriene, men gir begrenset veiledning for den nærmere grensedragningen. Lovteksten oppstiller imidlertid et tilknytningskrav mellom inntekten og arbeidet man har utført.¹⁵¹ Forarbeidene gir på sin side ingen løsning for hvordan grensedragningen skal gjøres. Skillet mellom inntektskategoriene har imidlertid vært gjenstand for behandling i en rekke høyesterettsavgjørelser. Ettersom skatteloven § 5-1 viderefører inntektskategoriene fra den tidligere 1911-loven,¹⁵² er også tidligere rettspraksis relevant.

En av de sentrale høyesterettsavgjørelsene om grensedragningen mellom kapital- og arbeidsinntekt er Rt. 2000 s. 758 (Kruse Smith). Ansatte i Kruse Smith Stavanger AS hadde fått medinvestere i selskapet ved en emisjon. Spørsmålet for Høyesterett var om inntekten de ansatte fikk fra senere salg av aksjene skulle beskattes som kapital- eller arbeidsinntekt. Høyesterett kom til at aksjeeierskap i forbindelse med ansettelsesforhold ikke var «tilstrekkelig grunn til å beskatte aksjegevinst på grunnlag av arbeidsalternativet» (side 768). Dette var begrunnet i at de ansatte hadde påtatt seg en tapsrisiko tilsvarende hele sitt investerte beløp. De hadde derfor «den samme risiko som aksjonærer flest» (side 766). Synspunktet om at et ansettelsesforhold ikke i seg selv oppfylte tilknytningskravet i skatteloven § 5-1, ble senere fulgt opp i Rt. 2000 s. 1739 (Pre Finans) side 1748 og Rt. 2015 s. 1260 (Herkules) avsnitt 71.

På bakgrunn av høyesterettspraksis kan ikke utbytte fra medinvesteringsordninger beskattes som arbeidsinntekt kun på grunnlag av den ansattes ansettelsesforhold. Spørsmålet er derfor om det er andre forhold ved medinvesteringsordninger som gjør at inntekten likevel er arbeidsinntekt.

Som nevnt var de ansattes tapsrisiko, herunder at de hadde påtatt seg risiko på lik linje med alminnelige investorer, en sentral del av begrunnelsen for Høyesteretts konklusjon i *Kruse Smith*. Samtidig var manglende tapsrisiko et tungtveiende argument for at resultatet ble et annet

¹⁵¹ Rt. 2015 s. 1260 (Herkules) avsnitt 69.

¹⁵² Ot.prp. nr. 86 (1997-1998) s. 47.

i *Pre Finans*. Arbeidsgiveren hadde lånefinansiert aksjeervervet til partnerne i *Pre Finans* fullt ut. Partnerne slapp dermed å investere egne midler, og kunne når som helst slette gjelden, inkludert påløpte renter. På denne måten hadde partnerne ingen reell tapsrisiko ved aksjeeiet.

Videre var prisingen på aksjene koblet opp mot hvor lenge partnerne fortsatte arbeidsforholdet i *Pre Finans*. Aksjene ville etter det fjerde året prises til aksjenes substansverdi med tillegg av 25 %. Det neste året økte tillegget til 50 %, og deretter til 75 % året etter og ut. Høyesterett uttalte at «så vel fraværet av risiko ved kjøpet som avtalenes salgsvilkår, representerer et markert avvik fra de markedsmessige vilkår» (side 1749). Gevinsten fra aksjene måtte derfor beskattes som arbeidsinntekt. At aksjeervervet innebærer en reell tapsrisiko for den ansatte er dermed et vilkår for beskatning som kapitalinntekt.¹⁵³

Ansatte som deltar i medinvesteringsordninger, vil, i motsetning til saksforholdet i *Pre Finans*, ha en reell tapsrisiko på sin investering i medinvesteringsselskapet. Tapsrisikoen er dessuten større enn det en alminnelig investor har, grunnet de ordinære aksjenes risikoprofil.¹⁵⁴ Grunnvilkåret for beskatning som kapitalinntekt er dermed oppfylt for utbyttet fra medinvesteringsordninger.

Salgsbetingelsene for partnerne i *Pre Finans* ble av Høyesterett betegnet som en «særfordel» knyttet til ansettelsesforholdet (side 1748). Spørsmålet er derfor om de ansatte som deltar i en medinvesteringsordning, oppnår en «særfordel» ved at de kan oppnå meravkastning på sin investering.

Muligheten for meravkastning på de ansattes aksjer er imidlertid forbundet med betydelig større tapsrisiko enn arbeidsgiverens preferanseaksjer har. Arbeidsgiveren gir i tur fra seg deler av potensiell avkastning i bytte mot den lavere risikoen.¹⁵⁵ De ansattes mulighet for meravkastning er dermed ikke en fordel, men snarere et utslag av den avtalte risikofordeling mellom arbeidsgiverselskapet og de ansatte.¹⁵⁶ Situasjonen er derfor en annen enn i *Pre Finans*, hvor meravkastningen var koblet direkte opp mot lengden på den ansattes ansettelsesforhold. Av den

¹⁵³ Zimmer (2019) s. 603.

¹⁵⁴ Se punkt 4.3 og vedlegg 1.

¹⁵⁵ Aabø-Evensen (2011) s. 1278.

¹⁵⁶ I samme retning Zimmer (2019) s. 604. Zimmer uttaler, med henvisning til *Pre Finans* og *Kruse Smith*, at der «særfordeler ikke gjenspeiles av den risikoen som tilligger de ansattes aksjer» kan det være aktuelt å skattlegge inntekt fra medinvesteringsordninger som arbeidsinntekt. Som vist «gjenspeiles [muligheten for meravkastning] av risikoen som ligger til de ansattes aksjer».

grunn er en ansatts rett til meravkastning, etter mitt syn, ikke en «særfordel» koblet til vedkommendes ansettelsesforhold.

Endelig ble det i *Herkules* vurdert hvorvidt utbetaling av carried interest til initiativtakerne bak to aktive eierfond skulle beskattes som arbeids- eller kapitalinntekt. Initiativtakerne var ansatt i selskapet som leverte forvaltningsrådgivning til fondene. Samtidig var de deleiere i hovedmannen i begge fondene, som igjen var investert i fondene. Grunnet svært god avkastning, fikk hovedmannen rett til carried interest. Staten anførte at carried interest hadde kommet til utbetaling grunnet initiativtakernes arbeidsinnsats i selskapet som leverte forvaltningsrådgivning til fondet. Etter statens syn skulle derfor carried interest beskattes som arbeidsinntekt, og ikke som kapitalinntekt fra initiativtakernes investering i fondene.

Høyesterett kom imidlertid til at carried interest skulle beskattes som kapitalinntekt, selv om initiativtakernes arbeid «utvilsomt i stor grad har bidratt til verdiutviklingen i fondene» (avsnitt 76). Førstvoterende begrunnet dette i at avkastningen også skyldtes «innsatsen til hele organisasjonen i selskapet» og «verdiskapningen i porteføljeselskapene og den generelle markedsutviklingen» (avsnitt 76).

Avkastningen som oppnås i medinvesteringsselskapet, skyldes utviklingen i de underliggende investeringene i selskapet. Dette i likhet med fondenes porteføljeselskaper i *Herkules*. Til tross for at de ansatte arbeider med investeringsvurderinger og tar investeringsbeslutninger, kan verdiutviklingen i medinvesteringsselskapet ikke tilskrives de ansatte alene. Dette er nok en likhet med saksforholdet i *Herkules*.¹⁵⁷ Etter mitt syn foreligger det heller ikke forhold som tilsier en annen skatterettslig behandling av utbytte fra medinvesteringsordninger enn av carried interest i *Herkules*.

Samlet sett er det ikke grunnlag for å klassifisere utbytte fra medinvesteringsordninger som arbeidsinntekt etter skatteloven § 5-1 (1). Dette skyldes at det ikke er tilstrekkelig sterk tilknytning mellom arbeidsforholdet og utbyttet som stammer fra medinvesteringsselskapet.

¹⁵⁷ I samme retning Jøtun og Hammerich (2016) s. 44. I en kommentar til *Herkules*-avgjørelsen trekker de frem at prinsippene for beskatningen av «carried interest» kan overføres til «aktive eiere på porteføljenivå». Slike «aktive eiere» er typisk ledende ansatte i porteføljeselskapene til et aktivt eierfond. Arbeidsinnsatsen disse ansatte legger ned i porteføljeselskapene bidrar til verdiutviklingen i porteføljeselskapene, akkurat som ansattes arbeidsinnsats bidrar til avkastningen i et medinvesteringsselskap. Uttalelsene underbygger derfor at tilknytningskravet mellom inntekt og ansettelsesforhold ikke er oppfylt ved at de ansattes arbeidsinnsats delvis har bidratt til opptjeningen av inntekten.

5.6.4 Hvilken betydning har beskatningen av inntekt fra medinvesteringsordninger for tolkningen av Statens Retningslinjer?

At det ikke er tilstrekkelig tilknytning mellom arbeidsforholdet og inntekten fra medinvesteringsordningen til at inntekten beskattes som arbeidsinntekt, innebærer at inntekten ikke skatterettslig kan henføres til den ansattes arbeidsforhold. Hensynet til sammenheng i rettssystemet tilsier at utbyttet ikke kan anses som en kompensasjon for utføring av arbeid etter allmennaksjeloven, AIF-loven, regnskapsloven og Statens Retningslinjer. En annet konklusjon ville resultert i et fragmentert rettssystem, og utgjør dessuten en logisk brist. Den skatterettslige klassifiseringen av inntekt fra medinvesteringsordninger trekker derfor i retning av at slik inntekt ikke er «godtgjørelse» etter Statens Retningslinjer.

5.6.5 Oppsummering og delkonklusjon

Som vist kan inntekt fra medinvesteringsordninger beskattes som kapitalinntekt. Dette til tross for at de ansattes arbeidsinnsats gjennom å vurdere, analysere og velge investeringer er av betydning for å oppnå avkastning.¹⁵⁸ Videre kan ordningen etableres slik at de ansattes aksjeerwerb i medinvesteringsselskapet ikke utløser arbeidsinntekt.¹⁵⁹ Dette må som nevnt gjøres ved at de ansatte betaler markedspris for aksjene. Hverken aksjeerwerb eller inntekt fra medinvesteringsordninger skal altså beskattes som arbeidsinntekt, jf. skatteloven § 5-1.

Den skattemessige behandlingen av medinvesteringsordninger tilsier derfor at utbytte fra ordningen ikke utgjør «godtgjørelse» etter Statens Retningslinjer. Skattereglene underbygger dermed delkonklusjonen i punkt 5.2.3.

¹⁵⁸ Se punkt 5.6.3.

¹⁵⁹ Se punkt 5.6.2.

5.7 Konklusjon

I punkt 5 har utbytte fra medinvesteringsordninger løpende blitt holdt opp mot ulike rettsgrunnlag, herunder Statens Retningslinjer, allmennaksjeloven, regnskapsloven, AIF-loven og skatteloven. Vurderingen av hvert rettsgrunnlag har gått ut på om slikt utbytte utgjør «godtgjørelse» etter retningslinjene. Delkonklusjonene kan sammenfattes på følgende måte:

En isolert tolkning av Statens Retningslinjer tilsier at utbytte fra medinvesteringsordninger ikke utgjør «godtgjørelse» etter retningslinjene.

Hverken allmennaksjeloven, AIF-loven, regnskapsloven eller skatteloven trekker i retning av noen annen konklusjon. I stedet underbygger særlig reguleringen av «godtgjørelse» i AIF-loven, samt den skattemessige behandlingen av medinvesteringsordninger, at utbytte fra medinvesteringsordninger ikke er «godtgjørelse» etter Statens Retningslinjer.

Konklusjonen er derfor at utbytte fra medinvesteringsordninger ikke er omfattet av Statens Retningslinjer. Det er derfor ikke i strid med retningslinjene å tilby medinvesteringsordninger til ledende ansatte i selskaper med direkte statlig eierandel.

6. Litteraturliste

6.1 Juridisk litteratur: Bøker og artikler

- Aabø-Evensen (2011) Aabø-Evensen, Ole Kristian. *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet*. Oslo: Universitetsforlaget AS, 2011.
- Aarbakke mfl. (2022a) Aarbakke, Magnus. Aarbakke, Asle. Knudsen, Gudmund. Ofstad, Tone. Skåre, Jan. *Ajourført versjon av Aksjeloven, Kommentartutgave, 2022*. Oslo: Universitetsforlaget, Juridika.no (lest 19. mars 2023).
- Aarbakke mfl. (2022b) Aarbakke, Magnus. Aarbakke, Asle. Knudsen, Gudmund. Ofstad, Tone. Skåre, Jan. *Ajourført versjon av Allmennaksjeloven, Kommentartutgave, 2022*. Oslo: Universitetsforlaget, Juridika.no (lest 19. mars 2023).
- Aarli og Mæhle (2018) Aarli, Ragna. Mæhle, Synne Sæther. *Juridisk Metode i et nøtteskall*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2018.
- Andenæs (2016) Andenæs, Mads Henry, mfl. *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. 3. Utgave. Oslo: Calax AS, 2017.
- Andenæs og Fliflet (2017) Andenæs, Johs. Fliflet, Arne. *Statsforfatningen i Norge*. 11. utgave. Oslo: Universitetsforlaget AS, 2017.
- Bråthen (2022) Bråthen, Tore. *Selskapsrett*. 7. utgave. Oslo: Vigmostad & Bjørke AS i kommisjon for Focus Forlag AS, 2022.
- Bråthen (2009) Bråthen, Tore. *Styremedlem og aksjonær*. 2. utgave. Oslo: Fagbokforlaget AS, 2009.
- Knudsen og Fagernæs (2017) Knudsen, Gudmund. Fagernæs, Sven Ole. «Statsrådets forvaltning av statens eierskap i selskaper som staten eier alene eller er deleier. Forholdet til Stortinget og til selskapets ledelse». 9. oktober 2017.
- Handeland mfl. 2022 Handeland, Øyvind. Schwencke, Hans Robert. Stenheim, Tonny. Baksaas, Kjell Magne. *Regnskapsloven med*

- kommentarer*. 2022. Del av Gyldendals Juridiske Kommentarserie, Rettsdata.no (lest 6. april 2023).
- Hammerich og Heistad (2023) Hammerich, Peter. Heistad, Markus. «Norway» *The Private Equity Review*, 2023, s. 256.
- Jøtun og Hammerich (2016) Jøtun, Camilla. Hammerich, Peter. «Skattemessig behandling av medinvesteringsordninger» *Revisjon og regnskap* nr. 1, 2016, 2. 37-44.
- Jøtun og Hammerich (2019) Jøtun, Camilla. Hammerich, Peter. «Aktive eiere i private equity-bransjen» *Revisjon og regnskap* nr. 3, 2019, s. 48-56.
- Stavang (1999) Stavang, Per. *Storting og regjering: om instruksar frå Stortinget til regjeringa*. Alma Mater forl., 1999.
- Woxholth (2021) Woxholth, Geir. *Selskapsrett*. 7. utgave. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2021.
- Zimmer (2019) Zimmer, Frederik (red.). *Bedrift, selskap og skatt. Skattlegging av næringsdrivende, selskaper og eiere*. 7. utgave. Oslo: Universitetsforlaget AS, 2021.
- Zimmer (2021) Zimmer, Frederik. *Lærebok i skatterett*. 9. utgave, Oslo: Universitetsforlaget AS, 2021.

6.2 Norske lover

- 1814 Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven – Grl.).
- 1997 Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven – asl.).

1997	Lov 13. juni 1997 nr. 44 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven – asal.).
1998	Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven – rskl.).
1998	Lov 26.mars 1998 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven – sktl.)
2007	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – vphl.).
2014	Lov 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven).

6.3 Norske forskrifter

2007	Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).
2014	Forskrift 26. juni 2014 nr. 877 til lov om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-forskriften).
2020	Forskrift 11. desember 2020 nr. 2730 om retningslinjer og rapport om godtgjørelser for ledende personer.

6.4 Norske forarbeider og stortingsmeldinger

Ot.prp. nr. 42 (1997-1998)	Om lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven).
Ot.prp. nr. 86 (1997-1998)	Ny skattelov.

Ot.prp. nr. 55 (2005-2006)	Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.
St.prp. nr. 1 (2001-2002)	For budsjetterminen 2002. Utarbeidet av Nærings- og handelsdepartementet.
St.meld. nr. 22 (2001-2002)	Et mindre og bedre statlig eierskap.
St.prp. nr. 1 (2004-2005)	For budsjetterminen 2005.
Prop. 117 L (2009-2010)	Endringer i regnskapsloven og enkelte andre lover (foretaksstyring og tiltak mot manipulering av finansiell informasjon).
Meld. St. 13 (2010-2011)	Aktivt eierskap.
Prop. 77 L (2013-2014)	Lov om forvaltning av alternative investeringsfond.
Prop. 135 L (2018-2019)	Endringer i aksjelovgivningen mv. (langsiktig eierskap i noterte selskaper mv.).
Meld. St. 8 (2019-2020)	Bærekraftig verdiskapning.

Statens Eierrapport (2021) Statens eierrapport – Statens direkte eierskap i selskaper.

Meld. St. 6 (2022-2023) Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap.

6.5 Norsk høyesterettspraksis

Rt. 2000 s. 758 (Kruse Smith).

Rt. 2000 s. 1739 (Pre Finans).

Rt. 2015 s. 1260 (Herkules).

6.6 Norske retningslinjer

2006 Retningslinjer for statlig eierskap: Holdning til lederlønn, <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/nhd/nyh/2006/0089/ddd/pdfv/300891-eierskap06-lederlonnretningslinjer.pdf> (lest 3. mars 2023).

2015 Retningslinjer for lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte i foretak og selskaper med statlig eierandel, <https://www.regjeringen.no/contentassets/5cb2e6eb1457461baf7aed1ba1406bc5/retningslinjer-for-lonn-og-annen-godtgjorelse.pdf> (lest 3. mars 2023).

2021 Statens retningslinjer for lederlønn i selskaper med statlig eierandel, <https://www.regjeringen.no/contentassets/026496e1d047437d993d2185dc4cc043/statens-retningslinjer-for-lederlonn-i-selskaper-med-statlig-eierandel.pdf> (lest 3. mars 2023).

2022 Statens retningslinjer for lederlønn i selskaper med direkte statlig eierandel, <https://www.regjeringen.no/contentassets/ea31749ebc714f58ae1b32d26303f24c/statens-retningslinjer-for-lederlonn-i-selskaper-med-direkte-statlig-eierandel.pdf> (lest 3. mars 2023).

6.7 EU-rettskilder

6.7.1 Direktiver

Direktiv 2011/61/EU Europaparlamentets- og rådsdirektiv 2011/61/EU av 8. juni 2011 om regulering av forvaltere av alternative investeringsfond.

Direktiv 2017/828/EU Europaparlamentets- og rådsdirektiv 2017/828/EU av 17. mai 2017 om endring av direktiv 2007/36/EF med hensyn til å fremme langsiktig aksjeeierengasjement.

6.7.2 EU-domstolen

C-352/20 *HOLD Alapkezelő* ECLI:EU:C:2022:606

6.7.3 Retningslinjer

2013 European Securities and Markets Authority' Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, 3. juli 2013. ESMA/2013/232.

6.8 Leksikon

Smith-Solbakken (2022) Smith-Solbakken, Marie, «Equinors historie» i Store norske leksikon, 22. september 2022, https://snl.no/Equinors_historie, (lest 24. februar 2023).

Brekke (2023) Brekke, Stian, «Telenor» i Store norske leksikon, 3. januar 2023, <https://snl.no/Telenor>, (lest 24. februar 2023).

Vedlegg 1

1. Noen regneeksempler

1.1 Innledende om regneeksemplene

Regneeksemplene illustrerer hvordan aksjeklassenes ulike avkastningsprofiler slår ut på fordelingen av gevinst (eksempel A) og tap (eksempel B) på investeringene i InvestCo. Eksemplene tar utgangspunkt i eierbrøken og rettighetene beskrevet i punkt 4.3 ovenfor. I henhold til nevnte eierbrøk finansieres InvestCos investeringer med 90 % av Hovedeieren og 10 % av de ansatte. Preferanseavkastningen er for eksemplene satt til 4 % p.a. For enkelthetens skyld forutsettes det at investert kapital tilbakebetales til aksjonærene ved realiseringen av InvestCos investeringer. Alle beløp er i norske kroner.

1.2 Eksempel A: Gevinstfordelingen ved en vellykket investering

InvestCo gjør en investering på 10 millioner. I henhold til selskapets eierbrøk er 9 millioner finansiert av Hovedeieren og 1 million av de ansatte. Etter fire år realiseres investeringen for 12 millioner. Resultatet ble en samlet absolutt og relativ avkastning på henholdsvis 2 millioner og 20 %. Fordelingen av det realiserede beløpet gjøres i henhold til aksjonæravtalen mellom Hovedeieren og de ansatte. Først får Hovedeieren returnert sitt investerte beløp på 9 millioner, i tillegg til en preferanseavkastning som her utgjør 1,53 millioner.¹ Deretter får de ansatte tilbake sin investerte 1 million, samt de resterende 0,47 millionene.

Hovedeierens absolutte og relative avkastning ble henholdsvis 1,53 millioner og ca. 17 %. For de ansatte ble avkastningen henholdsvis 0,47 millioner og 47 %. Som den relative avkastningen viser, oppnådde de ansatte en betydelig meravkastning på sin investering.

1.3 Eksempel B: Tapsfordelingen ved en mislykket investering

Forutsetningene for dette eksempelet er de samme, men investeringen realiseres her for 9,3 millioner. Investeringen ga dermed et samlet absolutt og relativt tap på henholdsvis 0,7 millioner og 7 %. Hovedeieren får i henhold til aksjonæravtalen først returnert sitt investerte beløp på 9 millioner. Det er imidlertid ikke tilstrekkelig med midler til at Hovedeieren kan få dekket hele sin preferanseavkastning. Hovedeieren får derfor kun 0,3 millioner som preferanseavkastning. Det er dermed ingen kapital igjen som kan returneres til de ansatte.

¹ Regnestykket for å finne samlet preferanseavkastning blir: $(9 \text{ millioner} \times 1.04^4) - 9 \text{ millioner} = 1,53 \text{ millioner}$.

Grunnet sin preferanse ved utdelinger fra InvestCo fikk Hovedeieren altså en gevinst på 0,3 millioner, tilsvarende 3,33 %. De ansatte tapte derimot hele sitt investerte beløp.

1.4 Noen bemerkninger

Som illustrert i eksemplene ovenfor er det en svært ulik risikofordeling mellom aksjeklassene i InvestCo. Denne risikofordelingen gir seg igjen utslag i aksjeklassens avkastningsprofil. Hovedeieren har med sine preferanseaksjer en betydelig lavere risiko enn det de ansatte har med sine ordinære aksjer. I bytte mot den lavere risikoen avstår imidlertid Hovedeieren fremtidig avkastning utover preferanseavkastningen. Dette gjør at de ansatte, ved å påta seg en større tapsrisiko, kan oppnå potensielt stor meravkastning på sin investering.