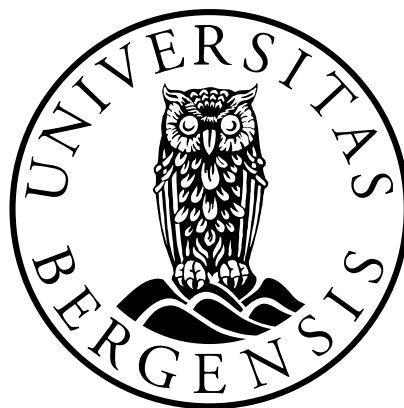


Stemmesvake aksjers minoritetsvern

Med fokus på aksjelovens flertallskrav etter §§ 5-17 til 5-20

Kandidatnummer: 25

Antall ord: 14937



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

01.06.2018

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	4
1.1	Tema og problemstilling.....	4
1.2	Temaets aktualitet.....	6
1.3	Avgrensning av oppgaven	8
1.4	Metodiske utfordringer	9
1.5	Oppgavens struktur.....	11
2	Rettslige utgangspunkter	12
2.1	Lovens normalordning: én aksje, én stemme	12
2.2	Adgangen til å fravike lovens normalordning	13
2.3	Behovet for stemmerettsbegrensninger	14
2.4	Flertallskravene etter aksjeloven	16
2.5	Stemmerettsbegrensninger og flertallskrav i Danmark og Sverige	18
3	Grensedragningen mellom de ulike flertallskravene.....	22
3.1	Kort oversikt over de rettslige problemstillingene som reises	22
3.2	Det alminnelige flertallskravet etter § 5-17	23
3.2.1	Utsulting	24
3.2.2	Kontroll over driften av selskapet	27
3.3	Vedtektsflertall etter § 5-18	28
3.3.1	Kort om bestemmelsen.....	28
3.3.2	§ 5-18 første ledd.....	29
3.3.3	§ 5-18 annet ledd	30
3.3.3.1	Aksjeklassens rett er forringet	33
3.3.3.2	Grensedragningen mellom rettslige og faktiske konsekvenser	35
3.3.4	I hvilken grad er det adgang til å utfylle § 5-18 annet ledd med § 5-21?	40
3.4	Kvalifisert flertall etter § 5-19	42
3.4.1	Kort om bestemmelsens relevans for selskaper med A- og B-aksjer.....	42
3.4.2	Redusert rett til utbytte eller selskapets formue	43
3.4.3	Virkeområdet til § 5-19	44
3.4.4	Grensedragningen mellom § 5-19 og § 5-18 annet ledd	45
3.5	Krav om enstemmighet etter § 5-20	47
4	Oppsummering	51

5	Kilder.....	53
5.1	Lover.....	53
5.2	Forarbeider.....	53
5.3	Rettspraksis.....	54
5.3.1	Høyesterettspraksis.....	54
5.3.2	Underrettspraksis.....	54
5.4	Utenlandske lover	54
5.5	Internasjonale kilder	54
5.6	Litteraturliste	55

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Et aksjerettslig utgangspunkt er at alle aksjer gis lik rett i selskapet.¹ Aksjene kan derfor som utgangspunkt ikke forskjellsbehandles med tanke på sine rettigheter i selskapet. I denne sammenheng fremhever aksjeloven² § 5-3 at «hver aksje gir én stemme». Aksjonærene har dermed stemmerett på generalforsamlingen og kan slik påvirke selskapets beslutninger. Innflytelsen på generalforsamlingen er derfor i utgangspunktet forholdsmessig med antall aksjer i selskapet.

Aksjeloven åpner imidlertid for å fravike utgangspunktet om at aksjene har like rettigheter.³ Ved selskapsstiftelsen eller gjennom senere generalforsamlingsvedtak kan aksjonærene beslutte at selskapet skal ha stemmerettsbegrensninger.⁴ Stemmerettsbegrensningene kan enten knyttes til den enkelte aksjonær (personklausul⁵) eller til den enkelte aksje (inndeling i aksjeklasser⁶). Denne oppgaven dreier seg om tilfellet hvor selskapet har aksjeklasser med ulik stemmerett.⁷

Når et selskap differensierer stemmeretten i ulike aksjeklasser kan det deles inn i aksjer med stemmerett og aksjer uten eller med redusert stemmerett.⁸ Det kan følgelig sondres mellom stemmesterke og stemmesvake aksjer. I juridisk teori og dagligtale anvendes ofte betegnelsen «A-aksjer» om de stemmesterke aksjene og «B-aksjer» om de stemmesvake aksjene.⁹ I det

¹ § 4-1 første ledd første punktum.

² Aksjeloven er hovedloven i oppgaven. Når oppgaven skriver om de ulike bestemmelsene er det derfor aksjeloven av 1997 som menes. Dersom oppgaven benytter annen lovgivning presiseres dette i teksten. Visse steder anvendes selskapsloven, aksjeloven av 1976 og de danske og svenske selskapslovene.

³ § 4-1 første ledd annet punktum.

⁴ § 4-1 første ledd annet punktum jf. § 5-3 første ledd, første og annet punktum.

⁵ § 5-3 første ledd. Se nærmere om dette i kapittel 1.3.

⁶ § 4-1 jf. § 5-3 første ledd.

⁷ Inndelingen i aksjeklasser er ikke begrenset til stemmerettsbegrensninger, og kan eksempelvis også knytte seg til begrensninger på omsetningen av aksjene, eller ulik rett på utbytte.

⁸ § 4-1 jf. § 5-3 første ledd siste punktum.

⁹ Andenæs (2016) s. 130.

følgende anvendes denne betegnelsen. Om eierne av de ulike aksjene anvendes begrepet «A- og B-aksjonær».

I selskaper med A- og B-aksjer er aksjonærenes innflytelse på generalforsamlingen uforholdsmessig med tanke på antallet aksjer i selskapet. Hovedregelen er at generalforsamlingens beslutninger fattes med alminnelig flertall av de representerte stemmene.¹⁰ En B-aksjonær har ingen mulighet til å påvirke beslutningene som fattes med alminnelig flertall, og slik sett har A-aksjonærene full kontroll over en rekke av selskapsbeslutningene.¹¹

Som følge av uforholdsmessigheten i innflytelsen mellom de ulike aksjonærgruppene oppstår det dermed et potensielt spenningsforhold mellom A - og B-aksjonærene.¹² A-aksjonærene kan eksempelvis vedta beslutninger som strider mot B-aksjonærenes ønsker eller interesser. Dette potensielle spenningsforholdet er kjernen i oppgaven.

Aksjelovens flertallskrav gir imidlertid de stemmesvake aksjene stemmerett i visse situasjoner. For vedtektsendringer og beslutninger som reduserer aksjonærenes økonomiske rettigheter krever aksjeloven at en viss andel av aksjekapitalen stemmer for beslutningen.¹³ For særlig inngripende beslutninger stilles krav om enstemmighet blant aksjonærene.¹⁴ Disse reglene er en del av det aksjerettslige minoritetsvernet.¹⁵

Problemet er at det i visse tilfeller er uklart hvilket flertallskrav som kommer til anvendelse. Hvilket flertallskrav som kommer til anvendelse er avgjørende for om og i hvilken grad B-aksjonærene har stemmerett ved den konkrete beslutningen. Rettsanvenderens valg av regel kan derfor ha store konsekvenser for aksjonærene.

Uklarheten knytter seg for det første til de ulike flertallskravenes virkeområde. For det andre knytter uklarheten seg til at flere flertallskrav kan komme til anvendelse på en konkret beslutning. Oppgaven tar sikte på å analysere de ulike flertallskravene og løfte frem

¹⁰ § 5-17.

¹¹ Eksempelvis §§ 5-1, 5-5, 6-3 jf. 6-7, 7-1, 8-2, 8-5, 8-6.

¹² Sundby (2003) s. 232. Sundby anvender begrepet «interessekonflikt», men det er ikke alltid de ulike aksjonærgruppene har ulike eller motstridende interesser selv om de er uenige om en konkret beslutning. Begrepet «spenningsforhold» fremstår mer dekkende.

¹³ § 5-3 annet ledd siste punktum jf. §§ 5-18 og 5-19.

¹⁴ § 5-20.

¹⁵ Truyen (2004) s. 307.

situasjonene hvor rettstilstanden er uklar. Oppgaven vil deretter argumentere for hvilken løsning som er mest riktig.

Tema for oppgaven er derfor problemstillingene som oppstår i selskaper med A- og B-aksjer, knyttet opp mot aksjelovens flertallskrav for generalforsamlingens beslutninger.¹⁶ Problemstillingen er hvilket flertallskrav som kommer til anvendelse når hensynet til B-aksjonærenes minoritetsvern kommer på spissen.¹⁷

1.2 Temaets aktualitet

Stemmerettsbegrensninger i form av ulike aksjeklasser er aktuelt både i nyhetsbildet og rent juridisk. Aktualiteten knytter seg til berettigelsen av stemmerettsbegrensninger og i hvilken utstrekning stemmerettsbegrensninger skal tillates.

Aktualitet i nyhetsbildet

Et eksempel fra nyhetsbildet er oljefondets uttalelse om snapchat-eier Snap Inc. I Snap Inc. er det kun gründerne i selskapet som har stemmerett, mens hoveddelen av aksjonærene kun har B-aksjer uten stemmerett. Spørsmålet var om aksjekursen til Snap Inc. skulle utgjøre en del av indeksen på de globale børsene.¹⁸ Oljefondet var kritisk til dette nettopp fordi størstedelen av aksjonærene ikke hadde stemmerett på generalforsamlingen. Yngve Slyngstad uttalte i forbindelse med saken at «(d)et å stemme er et viktig verktøy for å sikre god selskapsstyring og sikre at aksjeeiere kan stille styret i selskapet ansvarlig og sikre langsiktig verdiskaping».¹⁹

Selv om den konkrete saken ligger på et annet nivå enn i et lite norsk aksjeselskap, reiser saken overordnede spørsmål i forbindelse med stemmesvake aksjer. På den ene siden står hensynet til selskapets valgfrihet med tanke på kapitalinnhenting og organisering. Ved å dele inn i aksjer med og uten stemmerett kan gründerne fortsette utviklingen av ideen. På den andre siden står hensynet til aksjonærinnflytelse og langsiktig verdiskaping.

¹⁶ §§ 5-17 til 5-20.

¹⁷ Se kapittel 2.4 om minoritetsvernet.

¹⁸ Hovland (2017).

¹⁹ Berger (2017).

Berettigelsen av stemmerettsbegrensninger

Hensynet til aksjonærinnflytelse mot hensynet til selskapets valgfrihet har også historisk vært de bærende motpolene i diskusjonen av om stemmeløse aksjer skulle tillates. I norsk rett ble det før vedtakelsen av aksjeloven av 1997 diskutert om det skulle legges ytterligere begrensninger på adgangen til å ha stemmeløse aksjer.²⁰ Diskusjonen hang sammen med vedtakelsen av det femte selskapsdirektiv i EU hvor det ble debattert om stemmeløse aksjer skulle forbys i børsnoterte selskaper.²¹ I den tilknytning drøfter den første odelstingsproposisjonen de ulike hensynene for og mot stemmeløse aksjer.²²

Det fremheves først at «(e)n del kan tale for at stemmerettsløse aksjer bør forbys også i Norge.»²³ Det som talte for forbud var primært at det bør være samsvar mellom økonomisk risiko og aksjonærens innflytelse.²⁴ Argumentet mot et forbud var hensynet til selskapets fleksibilitet med tanke på kapitalinnhenting og organisering.²⁵

Hensynet til selskapets fleksibilitet blir nærmere utdypet i aksjelovutvalgets utredning.²⁶ Det fremheves her at ved utstedelse av stemmeløse aksjer har selskapet «mulighet til å øke egenkapitalandelen uten at dette påvirker styringen av selskapet tilsvarende», og at næringslivet har behov for «et bredt register å spille på når det gjelder finansieringsformer, og behov(..) for fleksibilitet når det gjelder organisering».

Ved vurderingen av om det skulle legges ytterligere begrensninger på adgangen til å ha stemmeløse aksjer, veide altså hensynet til selskapets behov for fleksibilitet tyngre enn hensynet til aksjonærinnflytelse.

Som vist er stemmerettsbegrensninger aktuelt på flere nivå. Debatten i nyhetsbildet, i forarbeider og innad i EU, viser at temaet kan være betent.

²⁰Aksjeloven av 1976 § 9-3 første ledd inneholdt en begrensning om at dersom selskapet skulle differensiere stemmeretten i aksjeklasser, måtte antallet aksjonærer i B-aksjeklassen være lavere enn 20.

²¹ Se Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 102 om forholdet mellom vedtakelsen av EU-direktivet og lovarbeidet med den nye aksjeloven. Det var knyttet stor usikkerhet rundt EUs holdning til stemmeløse aksjer og eventuell innvirkning på norsk rett.

²² Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 102 flg.

²³ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 103 med henvisning til NUT 1970: 1 s. 127.

²⁴ Se nærmere om dette i kapittel 2.1.

²⁵ Se nærmere om dette i kapittel 2.3.

²⁶ NOU 1996: 3 s. 68 med henvisning til Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 104.

1.3 Avgrensning av oppgaven

Stemmerettsbegrensninger kan reguleres enten gjennom inndeling i aksjeklasser, gjennom personklausuler, eller i aksjonæravtale.

Aksjonæravtaler er en viktig måte å regulere stemmeretten på, og ifølge Lowsow og Reed er stemmerettsbegrensninger «kjernen i aksjonæravtaler».²⁷ Aksjonæravtaler gjelder imidlertid primært mellom aksjonærene, og et eventuelt brudd på en aksjonæravtale har som utgangspunkt ikke selskapsrettslig virkning.²⁸ I og med at oppgaven fokuserer på aksjelovens flertallskrav faller aksjonæravtaler derfor på siden av oppgaven og blir ikke behandlet.

Personklausuler er heller ikke tema for oppgaven, men mye av det som skrives her vil også gjelde for selskaper med personklausuler. Grunnen til dette er at de ulike flertallskravene i §§ 5-18 til 5-20 også må være oppfylt dersom selskapet har personklausuler i vedtektene. Personklausuler er vedtektsbestemmelser som knytter stemmerettsbegrensningen til «person».²⁹ Det kan eksempelvis bestemmes at aksjonærene må ha visse egenskaper, eller oppfylle visse vilkår, for at vedkommende skal ha stemmerett. De som ikke oppfyller disse vilkårene har da ikke stemmerett på generalforsamlingen.

Årsaken til at oppgaven fokuserer på de ulike flertallskravene i relasjon til A- og B-aksjer er at dette er relativt lite behandlet i rettspraksis og juridisk litteratur.³⁰ Når de ulike flertallskravene behandles i litteraturen knyttes de som regel opp mot selskaper som har ordinære aksjer, hvor en ordinær aksjemajoritet står mot en ordinær aksjeminoritet. Det kan derfor være interessant å undersøke om tolkningen og vurderingene under de ulike flertallskravene påvirkes av at selskapet har inndelt i aksjeklasser med differensiert stemmerett. Dette behandles nærmere nedenfor.

Fokus for oppgaven er de ulike flertallskravene i §§ 5-18 til 5-20. Disse reglene er en del av det formelle minoritetsvernet.³¹ En B-aksjonærs rettsstilling beror imidlertid også på andre regler enn disse. Et eksempel er beslutninger som fattes med alminnelig flertall, hvor B-aksjonæren ikke har stemmerett. I disse tilfellene må B-aksjonæren angripe beslutningen med grunnlag i

²⁷ Lowzow/Reed (1993) s. 122.

²⁸ Andenæs (2016) s. 62.

²⁹ § 5-3 første ledd annet punktum.

³⁰ Artikkelen til Sundby (2003) om stemmerettsbegrensninger er et unntak.

³¹ Werlauff (1991) s. 19. Se nærmere rett nedenfor under kapittel 1.4.

det materielle minoritetsvernet.³² De relevante reglene er særlig § 5-21 om myndighetsmisbruk og § 8-4 om forbudet mot utsulting.

Fordelen med å angripe en beslutning med grunnlag i det formelle minoritetsvernet er at reglene er mindre skjønnsmessig enn de materielle skrankene.³³ Prosessrisikoen er derfor i mange tilfeller lavere. I visse situasjoner er det imidlertid klart at B-aksjonærene ikke har tilstrekkelig vern etter de formelle minoritetsvernet. I disse tilfellene vil oppgaven antyde hvor det materielle minoritetsvernet overtar.

1.4 Metodiske utfordringer

Det er visse metodiske perspektiver som er verdt å påpeke innledningsvis. De flertallskravene som skal analyseres i oppgaven har forskjellige særpreg, og ivaretar til dels ulike formål. I og med at oppgaven fokuserer på det formelle minoritetsvernet, er det hensiktsmessig å redegjøre for disse reglenes særpreg.

Det som kjennetegner det formelle minoritetsvernet er at reglene er «bestemt definerte»,³⁴ noe som betyr at reglene angir klare vurderingstema og retter seg mot konkrete situasjoner.³⁵ Reglene betegnes i det følgende som de formelle skrankene.

De formelle skrankenes særpreg ivaretar i særlig grad hensynet til forutberegnelighet. Forutberegnelighetshensynet har tradisjonelt vært tillagt stor vekt i aksjeselskapsretten.³⁶ Både A- og B-aksjonærer har behov for å vite hvilket flertallskrav som kommer til anvendelse i ulike situasjoner, og de formelle skrankenes klare vurderingstema ivaretar som utgangspunkt begge aksjonærgruppers behov for dette. For rettsanvenderen kan det være hensiktsmessig å ha dette perspektivet i bakhodet når de ulike formelle skrankene tolkes. Her vil hensynet til forutberegnelighet og de formelle skrankenes særpreg tale for at ordlyden tillegges særlig vekt.

³² Se kapittel 1.4.

³³ Truyen (2005a) s. 35

³⁴ Werlauff (1991) s. 19.

³⁵ Truyen (2004) s. 307.

³⁶ Truyen (2005a) s. 93.

Et annet perspektiv er imidlertid at de formelle skrankene kan ses på som «et konkret udslag af den grundlæggende materielle beskyttelse».³⁷ Det materielle minoritetsvernet kan derfor hevdes å være grunnlaget for de konkrete formelle skrankene. Det materielle minoritetsvernet viser seg primært gjennom såkalte innholdsnormer, og fokuserer på beslutningens faktiske virkninger.³⁸ Koblingen til det materielle minoritetsvernet kan tilsi at tolkningen ikke bør være så snever som nevnt ovenfor, og at eksempelvis rimelighetshensyn og likhetsbetraktninger er relevante ved utledningen av rettsreglene.

I denne sammenheng står aksjonærenes behov for vern av grunnleggende rettigheter sentralt. Sundby formulerer i sin artikkel om stemmerettsbegrensninger at «(f)or å skape forutberegnelighet i selskapsforholdet er det grunn til å verne om visse grunnleggende trekk ved aksjonærposisjonen som er ervervet ved selskapets stiftelse».³⁹ Synspunktet er altså at forutberegnelighet i selskapsforholdet ikke alltid knytter seg til at lovens ordlyd følges, men også til minoritetsvern generelt. Her vil vern av aksjonærposisjonens grunnleggende rettigheter innebære trygghet for aksjonærene og dermed også forutberegnelighet.⁴⁰

Det oppstår derfor et spenningsforhold mellom hensynet til forutberegnelighet og vektlegging av lovens ordlyd, mot rimelighetsbetraktninger og hensynet til minoritetsvernet.

Disse motstridende hensynene er et gjennomgående tema for oppgaven, og gjør seg gjeldende ved tolkningen av de formelle skrankene. Den nærmere betydningen av disse hensynene belyses nærmere under drøftelsen av de konkrete reglene.

³⁷ Werlauff (1991) s. 19.

³⁸ Truyen (2005a) s. 35.

³⁹ Sundby (2003) fotnote 57.

⁴⁰ Se Nygaard (2004) s. 165 om denne siden av forutberegnelighetshensynet generelt i rettskildelæren.

1.5 Oppgavens struktur

I kapittel 2 går oppgaven først inn på de rettslige utgangspunktene som må være klarlagt før selve drøftelsen. Her går oppgaven nærmere inn på lovens normalordning om stemmerett (2.1), og adgangen til å fravike lovens normalordning ved å differensiere stemmeretten i ulike aksjeklasser (2.2). Deretter gis det en oversikt over næringslivets behov for å begrense stemmeretten (2.3), samt de ulike flertallskravene som skal drøftes nærmere (2.4). Endelig gis en kort oversikt over hvordan stemmerettsbegrensninger er regulert i Sverige og Danmark, og de ulike flertallskravene som gjelder her (2.5).

Kapittel 3 utgjør hoveddelen av oppgaven. Det er her de ulike flertallskravene drøftes i tilknytning til selskaper med A- og B-aksjer. Først gir oppgaven en kort oversikt over hvilke problemstillinger som reises (3.1), før oppgaven går nærmere inn på de ulike flertallskravene. Oppgaven behandler de ulike flertallskravene kronologisk – altså først § 5-17 (3.2), § 5-18 (3.3), § 5-19 (3.4) og til slutt § 5-20 (3.5). Jo lenger oppgaven kommer ut i flertallskravene, desto flere problemstillinger oppstår. Det vises her til kapittel 3.1 for en nærmere redegjørelse av de problemstillingene som oppstår under hvert flertallskrav. Oppgaven avslutter med en kort oppsummering (kapittel 4).

2 Rettslige utgangspunkter

2.1 Lovens normalordning: én aksje, én stemme

Aksjelovens hovedregel er at «(h)ver aksje gir én stemme», og at aksjonærene har stemmerett på generalforsamlingen.⁴¹ Aksjonærenes stemmerett er en grunnleggende aksjonærrettighet og «kanskje den viktigste av aksjonærenes forvaltningsrettigheter».⁴² Årsaken til at stemmeretten er såpass viktig, er at generalforsamlingen er selskapets øverste myndighet.⁴³ Dette innebærer at generalforsamlingen kan utøve myndighet i alle saker, med mindre annet er særskilt bestemt i lov eller vedtekter. Stemmeretten gir dermed aksjonærene mulighet til å påvirke selskapets beslutninger.

Regelen om «én aksje, én stemme» gir uttrykk for to prinsipper - et likhetsprinsipp og et proporsjonalitetsprinsipp.⁴⁴

Likhetsprinsippet kommer til uttrykk ved at stemmeretten er knyttet til aksjen og ikke til aksjonæren.⁴⁵ Når stemmevekten på en aksje er én stemme etableres derfor en likhet mellom aksjene, og ikke aksjonærene.

Proporsjonalitetsprinsippet innebærer at aksjens stemmerett «beror på forholdet mellom aksjenes pålydende og aksjekapitalen».⁴⁶ Aksjonærenes innflytelse påvirkes derfor av aksjonærenes forholdsmessige andel i selskapet.⁴⁷ Slik sett er det også samsvar mellom den økonomiske risiko aksjonæren tar, og innflytelsen på generalforsamlingen. Samsvaret mellom økonomisk risiko og innflytelse blir ofte nevnt som begrunnelse for proporsjonalitetsprinsippet.⁴⁸ Dette er også et naturlig utgangspunkt, innbetalingen av

⁴¹ § 5-3 første ledd.

⁴² Tore Bråthen (1996) s. 412.

⁴³ § 5-1.

⁴⁴ Tore Bråthen (1996) s. 416.

⁴⁵ Tore Bråthen (1996) s. 416.

⁴⁶ Tore Bråthen (1996) s. 417.

⁴⁷ Aksjonærens innflytelse beror også på hvilket flertallskrav som kommer til anvendelse for den konkrete beslutningen.

⁴⁸ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 103 og Tore Bråthen (1996) s. 417.

aksjeinnskuddet gjenspeiler summen aksjonæren er villig til å risikere. Aksjonærens andel er avgjørende for i hvilken grad aksjonæren deltar i en eventuell gevinst eller tap.

2.2 Adgangen til å fravike lovens normalordning

Om adgangen til å opprette aksjeklasser

Adgangen til å fravike prinsippet om «én aksje, én stemme» fremgår av § 5-3 første ledd jf. § 4-1 første ledd. Paragraf 5-3 fremhever at det i vedtektene kan fastsettes at «aksjene i en aksjeklasse ikke skal gi stemmerett eller skal ha begrenset stemmevekt». Vedtektene skal ifølge § 4-1 første ledd tredje punktum angi «hva som skiller aksjene». Aksjeklassens rettsstilling vil derfor avhenge av en tolkning av vedtektene. Det at selskapet har A- og B-aksjer er i den forbindelse kun et resultat av at man har tolket vedtektene, og kommet til at en gruppe aksjer står i en bedre eller dårligere rettsstilling enn øvrige aksjer. Differensieringen av aksjeklassenes stemmerett kan gjelde alle generalforsamlingens beslutninger, men den kan også kun knytte seg til konkrete beslutninger, for eksempel valg av styremedlem. Videre kan stemmerettsbegrensningen være tidsbestemt, eksempelvis over en periode på fem år.

Hvis det ved selskapets stiftelse er klart at aksjene skal deles inn i aksjeklasser med ulik stemmerett, må samtlige stiftere samtykke til dette. Stifterne må være enige i hva som skal stå i vedtektene for at selskapet kan anses stiftet jf. § 2-9.

Dersom det er tale om å dele eksisterende aksjer inn i ulike aksjeklasser kommer § 5-20 første ledd nr. 4 til anvendelse. Bestemmelsen stiller krav om enstemmighet blant aksjonærene hvis «rettsforholdet mellom tidligere likestilte aksjer endres».⁴⁹ Dersom beslutningen bare «berører en del av aksjeeierne» stiller bestemmelsens annet ledd kun krav om samtykke fra de berørte aksjonærene, i tillegg til vedtektsflertall. Hvis selskapet vil innføre aksjeklasser med redusert eller uten stemmerett er det antatt at dette kun vil berøre aksjonærene som mister eller får redusert sin stemmerett.⁵⁰ Dette kan imidlertid stille seg annerledes hvis aksjene kombineres

⁴⁹ Bestemmelsen drøftes mer utførlig i kapittel 4.4.

⁵⁰ Sundby (2003) s. 239.

med fortrinnsrett på utbytte.⁵¹ I et slikt tilfelle vil innføringen av aksjeklasser berøre alle aksjonærene.

Skranke for langt man kan gå i å frata en aksjeklasse rettigheter

Det foreligger visse skranke for opprettelsen av stemmesvake aksjeklasser. Paragraf 5-3 annet ledd fremhever i denne sammenheng at stemmerettsbegrensninger knyttet til aksjer er uten betydning når det gjelder bestemmelser i aksjeloven som «gir rettigheter til hver aksjeeier, eller til aksjeeiere som eier eller representerer en viss del av aksjekapitalen».

Bestemmelsen viser at vedtektene ikke kan fravike aksjonærenes ufravikelige minoritetsrettigheter⁵² eller de ulike kapitalkravene.⁵³

2.3 Behovet for stemmerettsbegrensninger

Generelt innebærer en inndeling i A - og B-aksjer en mulighet til å konsentrere makten på få hender. Slik kan selskapet drives langsiktig og stabilt, og de stemmeberettigede har større mulighet til å gjennomføre sine forretningsmessige ideer.⁵⁴ Dette gjelder spesielt ved generasjonsskifte og i gründerselskaper. Grunnen til dette er at visse nøkkelpersoner har den nødvendige kunnskapen for å kunne drive selskapet best mulig. Ved generasjonsskifte kan situasjonen være at arvelater eller visse utpekte etterkommere skal utøve kontrollen over selskapet. Inndeling i aksjeklasser er da en hensiktsmessig løsning. Det samme gjelder gründerselskaper dersom gründeren ønsker å ha kontroll over utviklingen av ideen, men samtidig få tilgang til egenkapital. Snap Inc. som er nevnt ovenfor er et eksempel på dette.

Når det gjelder selskapets finansieringsbehov er preferanseaksjer viktig å nevne. Preferanseaksjer er aksjer med fortrinnsrett på utbytte og fortrinnsrett på et eventuelt likvideringsutbytte. I mange tilfeller har preferanseaksjen redusert eller ingen stemmerett, og

⁵¹ Sundby (2003) s. 239.

⁵² Se NOU 1996: 3 s. 101.

⁵³ §§ 5-18 og 5-19.

⁵⁴ Sundby (2003) s. 234.

er derfor relevant for oppgaven. I det følgende forutsettes det at preferanseaksjen har redusert eller ingen stemmerett.

Det finnes ikke noe statistikk over bruken av dette i vanlige aksjeselskap, men inntrykket er at preferanseaksjer er en økende finansieringsform.⁵⁵ Når selskaper skal finansieres står ofte valget mellom opptak av lån eller utstedelse av ordinære aksjer. En preferanseaksje står et sted midt imellom. For investorens del utgjør investeringer i preferanseaksjer lavere risiko enn vanlige aksjer fordi aksjonæren har fortrinnsrett på utbytte. Samtidig er det et bedre alternativ enn bankens rente.⁵⁶ Forutsetningen er imidlertid at det foreligger utbyttegrunnlag etter § 8-1 og at generalforsamlingen beslutter at utbytte skal betales. Først da har preferanseaksjene fortrinnsrett på utbytte før de ordinære aksjene. Aksjonæren har ikke noe *krav* på utbetaling av utbytte, og risikoen må derfor nyanseres ut fra utbyttegrunnlaget og hva generalforsamlingen bestemmer.

For selskapets del innebærer preferanseaksjer en god mulighet til å skaffe egenkapital uten at dette påvirker styringen av selskapet. Alternativet er enten å utstede vanlige aksjer, eller å øke fremmedkapitalen ved å ta opp lån som over tid må betales tilbake.

Eksempelet med preferanseaksjer viser at B-aksjens manglende stemmerett kan bli kompensert med visse fordeler - blant annet for å gjøre investeringen mer attraktiv. Ved generasjonsskifte gjør imidlertid ikke dette hensynet seg gjeldende. Her er det ikke tale om et selskaps finansieringsbehov, men en ren overdragelse av aksjer. Dette er naturligvis ikke til hinder for at aksjer som overdras i forbindelse med et generasjonsskifte kombineres med fortrinnsrett på utbytte.

⁵⁵ Se i den forbindelse Hammerich og Høyland (2009) om bruken av preferanseaksjer innen private equity-bransjen. På Oslo Børs er preferanseaksjer et sjeldent fenomen, men også her har det de senere årene blitt notert selskap med preferanseaksjer. Et eksempel er Pioneer Property Group ASA.

⁵⁶ Bergo/Haaland (2015)

2.4 Flertallskravene etter aksjeloven

Hensynene bak flertallskravene

Et grunnleggende prinsipp i aksjeretten er majoritetsprinsippet.⁵⁷ Det går ut på at et flertall av stemmene på generalforsamlingen er tilstrekkelig til å vedta selskapsbeslutningene, i motsetning til et ansvarlig selskap hvor utgangspunktet er enstemmighet blant selskapsdeltakerne.⁵⁸ Prinsippet innebærer dermed en kompetanseoverdragelse fra den enkelte aksjonær til et nærmere angitt flertall.⁵⁹ Hensynene bak majoritetsprinsippet er at selskapet skal drives effektivt og sikre fleksibilitet.⁶⁰ Sammenlignet med et krav om enstemmighet fører majoritetsprinsippet derfor til kontinuitet i selskapet ved at ingen enkeltaksjonær eksempelvis kan blokkere beslutninger som selskapets drift eller strategi. De reglene som representerer majoritetsprinsippet er derfor ikke bare § 5-17, men også §§ 5-18 og 5-19.

Motsetningen til majoritetsprinsippet er minoritetsvernet. Handlingsrommet til aksjemajoriteten begrenses her av hensynet til aksjeminoriteten. Aksjeloven inneholder ingen definisjon av minoritetsvernet, men forarbeidene fremhever minoritetsvernet som «aksjerettslige regler som gir den enkelte aksjeeier eller en gruppe av aksjeeiere (eller rettere: aksjer) som representerer mindre enn 50 prosent av stemmene i selskapet, rettigheter i selskapsforholdet».⁶¹ De ulike bestemmelsene i §§ 5-18 til 5-21 er en del av det aksjerettslige minoritetsvernet.⁶²

⁵⁷ NOU 1992: 29 s. 46 og NOU 1996: 3 s. 74.

⁵⁸ Selskapsloven § 2-12.

⁵⁹ Truyen (2005a) s. 82.

⁶⁰ Truyen, (2005a) s. 83.

⁶¹ NOU 1992: 29 s. 46.

⁶² Flertallskravene retter seg både mot tilfellet der en ordinær aksjemajoritet står mot en ordinær aksjeminoritet (begge gruppene har stemmerett), og tilfellet hvor selskapets A-aksjer står mot selskapets B-aksjer. I visse tilfeller kan B-aksjene utgjøre hoveddelen av aksjekapitalen, og da kan terminologien «aksjemajoritet» og «aksjeminoritet» tilsynelatende fremstå feil. Som følge av at minoritetsvernet knytter seg til «stemmene» i selskapet defineres altså B-aksjene som en aksjeminoritet i lovens forstand.

De ulike flertallskravene knyttet opp mot aksjelovens hensyn

Paragraf 5-17 uttrykker majoritetsprinsippet i sin reneste form, og stiller krav om at et alminnelig flertall av stemmene stemmer for beslutningen. Hoveddelen av selskapets beslutninger fattes med alminnelig flertall.⁶³

Reglene i §§ 5-18 og 5-19 stiller krav om kvalifisert flertall og gjelder særlig viktige beslutninger. Paragraf 5-18 første ledd stiller krav om to tredels flertall av de representerte stemmer og aksjekapitalen på generalforsamlingen ved vedtektsendringer. Bestemmelsens annet ledd retter seg direkte mot tilfellet hvor en aksjeklasses rettsstilling er forringet, og stiller et særskilt flertallskrav innen den forringede aksjeklasse. Paragraf 5-19 stiller krav om flertall som for vedtektsendringer, men med krav om at ni tideler av aksjekapitalen stemmer for beslutningen. Bestemmelsen gjelder eksempelvis begrensninger i utbytteretten.

Reglene om kvalifisert flertall i §§ 5-18 og 5-19 kan både begrunnes i majoritetsprinsippet og hensynet til minoritetsvern. Det at flertallskravene er skjerpet sammenlignet med et alminnelig flertallskrav kan begrunnes i minoritetsvernet. Det at reglene fortsatt stiller krav om flertall og ikke krav om enstemmighet ivaretar majoritetsprinsippet - om enn i mindre grad.

Paragraf § 5-20 stiller krav om enstemmighet blant samtlige av selskapets aksjonærer for visse nærmere angitte situasjoner. Situasjonene bestemmelsen lister opp er såpass inngripende for aksjonærene at enstemmighet kreves. Minoritetsvernet gis her fullt gjennomslag.

Når det gjelder § 5-21 og forbudet mot myndighetsmisbruk er denne en viktig del av minoritetsvernet. Paragraf 5-21 er ikke et rent *flertallskrav*, selv om bestemmelsen står i aksjelovens kapittel fire «Flertallskrav mv». Bestemmelsen retter seg mot beslutninger som er egnet til å gi aksjonærer eller andre en urimelig fordel på andre aksjonærers eller selskapets bekostning. Det er imidlertid klart at den enkelte aksjonær ikke kan påberope seg § 5-21 dersom han eller hun har samtykket til beslutningen.⁶⁴ Slik sett kan bestemmelsen ses på som en form for enstemmighetsregel blant de berørte aksjonærer.

Som vist ovenfor er det en glidende overgang fra alminnelig flertall i § 5-17 via kvalifisert flertall i §§ 5-18 og 5-19 til krav om enstemmighet i § 5-20 (og § 5-21). Spenningsforholdet

⁶³ Se fotnote 11.

⁶⁴ Truyen (2005a) s. 174.

mellom majoritetsprinsippet og minoritetsvernet kommer til uttrykk i alle flertallskravene. Hvilket prinsipp som er mest fremtredende (og derav hvilken regel som kommer til anvendelse) beror primært på hvor inngripende beslutningen er for aksjeminoriteten.

2.5 Stemmerettsbegrensninger og flertallskrav i Danmark og Sverige

Ved kartleggingen av flertallskravene etter aksjeloven kan det være hensiktsmessig å se hen til hvordan stemmerettsbegrensninger og minoritetsvernet er regulert i våre naboland. Både i Sverige og Danmark er det adgang til å differensiere stemmeretten i aksjeklasser, men den nærmere reguleringen er nokså ulik norsk rett.

Av tre grunner kan det være hensiktsmessig å se hen til Sverige og Danmarks aksjelovgivning. For det første kan det gi en bredere forståelse av de norske reglene.⁶⁵ For det andre kan løsningen etter våre nabolands rett tjene som argumenter for hvordan retten i Norge bør være - altså de lege ferenda.⁶⁶ Eckhoff fremhever Sverige og Danmark som viktige land i den sammenheng, og spesielt Danmark som følge av det nære slektskapet i rettstradisjon.⁶⁷ Det tredje hensynet gjelder ved avklaringen av konkrete rettsspørsmål - de lege lata. De nordiske landenes praksis og juridiske teori kan ifølge Tore Bråthen ha en viss rettskildemessig vekt.⁶⁸

Dansk rett

Den danske selskabsloven (Sl.) bygger på samme likhetsprinsipp som den norske aksjeloven.⁶⁹ I tillegg har de ulike flertallskravene for generalforsamlingens beslutninger i stor grad samme

⁶⁵ Tore Bråthen (1996) s. 62.

⁶⁶ Eckhoff (2001) s. 284.

⁶⁷ Eckhoff (2001) s. 284.

⁶⁸ Tore Bråthen (2017) s. 58. Se også Rt. 2003 s. 1501 som henviser til dansk juridisk teori (Werlauff) ved utledningen av rettsregelen.

⁶⁹ Sl. § 45.

struktur som etter den norske aksjeloven. Det deles altså inn i alminnelig flertall, to tredels flertall, ni tidels flertall, og enstemmighet.

På samme måte som i Norge er det adgang til å dele inn i aksjeklasser med differensiert stemmerett.⁷⁰ En viktig forskjell fra aksjeloven er at det kan utstedes aksjer helt uten stemmerett. Det vil si at aksjene heller ikke teller med på de ulike kapitalkravene - slik som ved vedtektsendringer hvor to tredeler av aksjekapitalen må stemme for beslutningen.⁷¹ Aksjene har i disse tilfellene kun enstemmighetskravene og de materielle skrankene å hvile seg på. Dette fremgår forutsetningsvis av Sl. § 46 første og annet ledd (stk. 1 og stk. 2) hvor aksjene ikke har stemmerett med mindre de er gitt en «repræsentationsret» i vedtektene. Det må uttrykkelig fremgå av vedtektene at B-aksjene er gitt en slik representasjonsrett, hvis ikke teller de altså ikke med på kapitalkravene. Dersom de stemmeløse aksjene gis «repræsentationsret» på generalforsamlingen, og derav har stemmerett etter sin kapitalandel, gjelder i stor grad samme regler som etter den norske aksjeloven.

Når det kommer til hvilke situasjoner som hører under de ulike flertallskravene inneholder den danske selskabsloven imidlertid en litt annen løsning enn løsningen etter aksjeloven. Den norske aksjeloven § 5-20 lister opp fem situasjoner hvor enstemmighet kreves. Den danske selskabsloven § 107 første ledd krever enstemmighet i kun én av de fem situasjonene som § 5-20 nevner (at aksjonærenes forpliktelser økes). Noen av situasjonene som § 5-20 nevner er overlatt til en vurdering med grunnlag i forbudet mot myndighetsmisbruk,⁷² mens andre er «nedjustert» til et krav om ni tidels flertall.⁷³

Svensk rett

Den svenske aktiebolagslagen (abl.) inneholder en litt annen ordning enn etter norsk og dansk selskapsrett. For det første er det kun adgang til å ha aksjer med redusert stemmerett. Aksjer helt uten stemmerett er forbudt. Det fremgår av abl 4:5 (kapittel 4, paragraf 5) at «(i)ngen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för någon annan aktie». Bestemmelsen

⁷⁰ Sl. § 45.

⁷¹ Sl. § 46.

⁷² Sl. § 108.

⁷³ Sl. § 107.

fremhever altså at aksjer ikke kan fratras stemmeretten fullstendig, og at stemmevekten kun kan reduseres til en tidel av en annen aksje.

For det andre har de ulike flertallskravene en litt annen oppbygging enn etter aksjeloven. Ved vanlige vedtektsendringer gjelder den samme regelen som etter norsk og dansk rett. Det er krav om to tredels flertall av de avgitte stemmer så vel som de representerte aksjer.⁷⁴ Aktiebolagslagen anvender ordet «aktier» i stedet for «aksjekapitalen», men dette går ut på det samme. Det blir dermed tale om «*aksjerepresentasjon*» i stedet for «*kapitalrepresentasjon*».

Abl. § 7:44 er tilnærmet lik vår aksjelovs § 5-19. Den inneholder samme krav om at ni tideler av aksjene må stemme for, samtidig som det gjelder et krav om vanlig vedtektsflertall av de avgitte stemmer på generalforsamlingen. De situasjoner som dette flertallskravet gjelder for er også i stor grad de samme som etter § 5-19 (innføring av utbyttebegrensninger etc.). Den nevner imidlertid ikke innføring av omsetningsbegrensninger på utgitte aksjer slik § 5-19 gjør. Ved innføring av omsetningsbegrensninger krever dette tilslutning fra samtlige aksjonærer som er til stede på generalforsamlingen.⁷⁵

Enstemmighetskravet i abl. § 7:43 inneholder også i stor grad de samme kravene som i vår aksjelovs § 5-20. Her er den største forskjellen at bestemmelsen stiller krav om at samtlige aksjonærer på generalforsamlingen samtykker til beslutningen, men at disse må representere ni tideler av aksjene i selskapet. Utgangspunktet er altså at dersom alle selskapets aksjonærer møter på generalforsamlingen ivaretas minoritetsvernet fullt ut. Dette gjelder også selskapets B-aksjonærer. Dersom ikke alle aksjonærene møter, faller man ned på kravet om at de fremmøtte må representere ni tideler av aksjene. I ytterste fall kan det da sies at det formelle minoritetsvernet etter abl. § 7:43 kun verner 90 prosent av selskapets aksjer. Aksjonærene som ikke møter på generalforsamlingen må da eventuelt angripe beslutningen med grunnlag i forbudet mot myndighetsmisbruk.⁷⁶ Forskjellen fra den norske enstemmighetsregel i § 5-20 er altså at i § 5-20 må «samtlige» aksjonærer tiltre – uansett om de møter på generalforsamling eller ikke. Den svenske § 7:43 stiller enstemmighetskrav blant de fremmøtte. De som ikke møter kan da takke seg selv dersom beslutningen går i deres disfavør.

⁷⁴ Abl. 7:42.

⁷⁵ Abl. 7:43.

⁷⁶ Abl. 7:47.

Den svenske aktiebolagslagen har på samme måte som etter norsk og dansk selskapsrett en regel som retter seg mot forringelse av en aksjeklasses rett.⁷⁷ Bestemmelsen skiller seg imidlertid ut ved å stille et strengere krav til tilslutning innad i den forringede klasse. Den norske § 5-18 annet ledd stiller som nevnt krav om to tredels flertall av aksjekapitalen i B-aksjeklassen. Den svenske aktiebolagslagen stiller her krav om at ni tideler av aksjene i den forringede aksjeklasse gir sin tilslutning til beslutningen. Slik har B-aksjeklassen et større vern enn etter norsk og dansk rett.

En annen viktig forskjell fra norsk og dansk rett er at det gjelder et særskilt flertallskrav ved rettede emisjoner.⁷⁸ En emisjon som fraviker fortrinnsretten til selskapets eksisterende aksjonærer må tiltres av ni tideler av de representerte stemmer og aksjer. Flertallskravet ivaretar i stor grad aksjonærminoritetens behov for beskyttelse – enten denne er ordinær eller består av B-aksjer.

Som oppgaven vil vise er det etter norsk rett tvil om hvilken bestemmelse som kommer til anvendelse når B-aksjonærene blir utvannet ved en rettet emisjon. Tvilen står her mellom enten § 5-18 første ledd eller annet ledd. I tillegg kan § 5-21 anføres mot emisjonen. Fordelen med den svenske løsningen er at det gjelder en formell skranke som direkte retter seg mot rettede emisjoner.

⁷⁷ Abl. 7:45 (2).

⁷⁸ Abl. 16:8.

3 Grensedragningen mellom de ulike flertallskravene

3.1 Kort oversikt over de rettslige problemstillingene som reises

Grensedragningen mellom de ulike flertallskravene kan som nevnt i innledningen i visse tilfeller være uklar. Ved drøftelsen av denne grensedragningen tar oppgaven utgangspunkt i hvert flertallskrav, og vurderer flertallskravene opp mot situasjoner hvor det er uklart om det er dette, eller et annet flertallskrav som gjelder.

Det første som vurderes er det alminnelige flertallskravet etter § 5-17 og hvilke beslutninger som kan være inngripende overfor B-aksjonærene. Oppgaven fokuserer på manglende utbetaling av utbytte (utsulting) og A-aksjonærenes kontroll over driften av selskapet. Et spørsmål som løftes frem i den tilknytning er om B-aksjonærer nyter, eller bør nyte, et særlig vern mot utsulting.

I tilknytning til § 5-18 er det særlig bestemmelsens annet ledd som reiser problemstillinger. Denne retter seg mot tilfellet hvor en aksjeklasses rettsstilling er forringet, og bestemmelsen utgjør en stor del av oppgaven. Et tema som volder tvil i litteraturen er nettopp hva som innebærer at en aksjeklasses rettsstilling er forringet.⁷⁹ En relevant problemstilling er om utvanning av B-aksjeklassen forringer aksjeklassens rettsstilling. I tillegg oppstår det spørsmål om bestemmelsens grensedragning mot de materielle skrankene. I hvilken grad kan den enkelte B-aksjonær anfekte beslutningen med grunnlag i § 5-21, selv om beslutningen faller innunder § 5-18 annet ledd?⁸⁰

I relasjon til § 5-19 er problemstillingen i hvilken grad endringen av ordlyden sammenlignet med den tilsvarende bestemmelsen etter aksjeloven av 1976 har utvidet bestemmelsens anvendelsesområde. Bestemmelsen er endret fra «beslutning om vedtektsendring» til kun

⁷⁹ Litteraturen behandles nærmere nedenfor.

⁸⁰ Sundby (2003) s. 240 og Andenæs (2016) s. 301.

«beslutning». Dette byr på tvil om grensedragningen mot § 5-17. I tillegg finnes visse tilfeller hvor det er tvil om § 5-19 eller § 5-18 annet ledd kommer til anvendelse.

Under § 5-20 er det særlig ett spørsmål hvor det er uenighet i juridisk teori. Spørsmålet er om § 5-20 første ledd nr. 3 kommer til anvendelse ved kapitalnedsettelse til null, med en påfølgende rettet emisjon mot noen av selskapets eksisterende aksjonærer eller tredjepersoner. I denne situasjonen er det tvil om § 5-18 første ledd, annet ledd, eller § 5-20 første ledd nr. 3 kommer til anvendelse.

3.2 Det alminnelige flertallskravet etter § 5-17

Paragraf 5-17 fremhever at generalforsamlingens beslutninger krever «flertall av de avgitte stemmer, om ikke annet er bestemt i loven». Hovedregelen er altså alminnelig flertall for generalforsamlingens beslutninger med mindre annet er særskilt nevnt i loven eller selskapets vedtekter jf. bestemmelsens tredje ledd. Bestemmelsen avgrensner følgelig negativt mot øvrige beslutninger som krever kvalifisert flertall. Ordlyden viser videre at kun de «avgitte stemmer» teller. Det er med andre ord ikke krav om at et visst antall aksjer eller en viss kapitalandel er representert ved generalforsamlingen.

Det første som må påpekes i denne sammenheng er at det alminnelige flertallskravet i § 5-17 ikke er en skranke. Bestemmelsen gir anvisning på at et alminnelig flertall av de representerte stemmene på generalforsamling er *tilstrekkelig* for hoveddelen av selskapets beslutninger.

Når selskapet har delt inn i A – og B-aksjer er det en klar mulighet for at A-aksjonærene vedtar beslutninger som strider mot B-aksjonærenes ønsker. Satt på spissen kan situasjonen være at selskapet kun har én A-aksje og 999 B-aksjer. I slike tilfeller kan det hevdes at uforholdsmessigheten i risiko og innflytelse er på sitt største.

Som utgangspunkt må B-aksjonærene finne seg i slike beslutninger, og domstolene vil være tilbakeholdne med å overprøve majoritetens beslutninger.⁸¹ Det at begge aksjonærgrupper vet at de stemmesterke aksjonærene har en bred skjønnsmargin innebærer i seg selv forutberegnelighet i aksjonærforholdet. B-aksjonærene er forberedt på det uforberedte.

⁸¹ Truyen (2005b) s. 20.

På den annen side står hensynet til aksjeminoriteten. A-aksjonærenes handlingsrom begrenses her av hensynet til B-aksjonærenes minoritetsvern. Dette ivaretas av de materielle skrankene, blant annet gjennom forbudet mot myndighetsmisbruk etter § 5-21 og § 8-4. Paragraf 8-4 gir her aksjonærene vern mot for lavt eller manglende utbetaling av utbytte.

I det følgende gis en kort oversikt over visse inngripende beslutninger som kan fattes med alminnelig flertall. Det fokuseres på A-aksjonærenes kontroll over utbetalinger av utbytte og driften av selskapet.

3.2.1 Utsulting

Ved utbetaling av utbytte stilles det kun krav til alminnelig flertall.⁸² I visse selskaper er imidlertid flertallet tilbakeholdne med å betale ut utbytte. Dersom dette pågår over tid kan den manglende utbetalingen av utbytte fremstå som urimelig for aksjeminoriteten. Den løpende avkastningen på investeringen kan eksempelvis ha vært vesentlig dårligere enn hva aksjonærene kunne forvente ut fra selskapets økonomiske stilling. Slike tilfeller karakteriseres som utsulting.⁸³ Et resultat av en restriktiv utbyttepolitikk kan også være at aksjeminoriteten blir presset ut av selskapet.

En B-aksjonær investerer i et selskap primært med de økonomiske rettighetene for øyet, og dersom A-aksjonærene over tid tilbakeholder utbytte kommer spenningsforholdet mellom aksjonærgruppene på spissen. Som følge av den manglende stemmeretten kan det hevdes at B-aksjonærene er særlig sårbare i en slik situasjon.

Aksjeloven § 8-4 gir imidlertid «aksjeeiere som eier minst en tidel av aksjekapitalen» muligheten til å anmode tingretten om å fastsette et høyere utbytte enn fastsatt. Tingretten skal vurdere om det opprinnelige utbyttet er satt «urimelig lavt» ut fra hensynet til «aksjeeierne, selskapets likviditet og forholdene ellers» jf. § 8-4 første ledd annet punktum.

Regelen gir altså både ordinære- og B-aksjonærer muligheten til å anmode tingretten om å fastsette et høyere utbytte.

⁸² § 8-2 første ledd jf. § 5-17.

⁸³ Truyen (2005a) s. 426.

Et spørsmål som kan stilles er om terskelen i urimelighetsvurderingen påvirkes av at selskapet har A- og B-aksjer. Som følge av B-aksjonærenes manglende stemmerett kan det spørres om de derfor nyter et særskilt vern sammenlignet med en ordinær minoritet. Ordlyden i § 8-4 stenger i ikke for et slikt synspunkt. Det skal som vist tas hensyn til «aksjeeierne».

Spørsmålet har ikke vært prinsipielt drøftet verken i rettspraksis eller i juridisk teori, men er antydnet i LA-2002-84. Tvisten gjaldt krav fra B-aksjonærene i et shippingselskap om utbetaling av utbytte.⁸⁴ B-aksjonærene hadde ikke stemmerett og derav ingen innflytelse på utbyttebeslutningene. Det fremheves i dommen at:

Mot hensynet til oppbygging av kapital i selskapet står aksjonærenes interesse i å få en løpende avkastning på sine verdier. Kjæremålsmotpartene er på flere måter i en vanskelig stilling. De har ingen reell innflytelse på selskapets drift eller utbytteutdeling. [...] Kjæremålsmotpartene har ingen bestemte utsikter til økt utbytte. (mine uthevinger)

Ved vurderingen av om utbyttet er satt urimelig lavt legger lagmannsretten altså til grunn at B-aksjonærene ikke hadde noen reell innflytelse i selskapet. At lagmannsretten nevner dette under subsumsjonen av rettsregelen kan tyde på at urimelighetsvurderingen nyanseres ut fra om aksjonærene har stemmerett eller ikke. Det kan derfor fremstå som at manglende stemmerett brukes som argument i retning av urimelighet.

På den annen side kan det like godt være tale om en fastlåst situasjon mellom en ordinær aksjemajoritet og minoritet. I et slikt tilfelle har aksjeminoriteten heller ingen *reell innflytelse* – slik lagmannsretten fremhever. Det kan derfor ikke trekkes noen konkret slutning fra dommen, og det er uklart hva rettstilstanden er på området. Et interessant spørsmål er uansett om B-aksjonærene *bør* nyte et særskilt vern ved utsulting.

Bør B-aksjonærenes utbytterett nyte et særskilt vern sammenlignet med en ordinær aksjeminoritet?

Utgangspunktet er at manglende eller for lav utbetaling av utbytte rammer alle aksjonærer likt. Likhetsprinsippet er derfor sjelden krenket.⁸⁵ Det er vinningsformålet som krenkes, og her er

⁸⁴ Saken gjaldt det velkjente Bergshaven-konsernet.

⁸⁵ Truyen (2005a) s. 427.

aksjemajoriteten gitt et betydelig styringsrom.⁸⁶ Utgangspunktet for vurderingen er altså at det skal en del til før manglende utbetaling av utbytte er urimelig. Vurderingen må i stor grad knyttes til B-aksjonærenes forutsetninger for selskapsdeltakelsen. Truyen fremhever i denne sammenheng at en aksjonærs faktiske forutsetninger må vedtektsfestes for at de skal inngå som en del av vurderingen.⁸⁷

På den ene siden innebærer inndeling i A- og B-aksjer at likhetsgrunnsetningen er «brutt», og at aksjonærenes forutsetninger for selskapsdeltakelsen er justert etter dette. B-aksjonærene går inn i selskapet med den forutsetning at de ikke har stemmerett ved generalforsamlingen, mens A-aksjonærene går inn i selskapet med motsatt forutsetning. B-aksjonærene vet at de ikke kan påvirke beslutninger om f.eks utbytte.

I samme retning trekker det at tegnerne av B-aksjer har mulighet til å forhandle om hvilken rettsstilling B-aksjene skal ha. En måte å sikre de økonomiske rettighetene bedre er å vedtektsfeste fortrinnsrett på utbytte. Dette taler mot at B-aksjonærene bør nyte et særskilt vern sammenlignet med en ordinær aksjeminoritet.

På den annen side er det klart at for B-aksjonærene står avkastning på investeringen helt sentralt. Sammenlignet med en ordinær aksjonær er de økonomiske rettighetene den eneste årsaken B-aksjonæren velger å investere i selskapet.⁸⁸ B-aksjonæren kan derfor i mange tilfeller sies å ha en forventning om løpende avkastning av sin investering – forutsatt at selskapet har midler til dette.⁸⁹

I forlengelsen av dette kan det fort oppstå en situasjon hvor B-aksjonærene står fast i selskapet. Som følge av den restriktive utbyttepolitikken finnes det ikke et realistisk marked for salg av aksjene, og innløsning eller oppløsning av selskapet er eneste mulighet til å realisere aksjene. Det er nettopp denne fastlåste situasjonen som § 8-4 tar sikte på å ramme.⁹⁰

Denne situasjonen kan også lett oppstå i selskaper med ordinære aksjer, men her vil situasjonen som utgangspunkt være mer dynamisk fordi muligheten for at nye eierfraksjoner dannes er mer til stede. Hvilke eierfraksjoner som til enhver tid besitter flertallet av stemmene kan her variere,

⁸⁶ Truyen (2005a) s. 428.

⁸⁷ Truyen (2004) s. 314.

⁸⁸ En ordinær aksjonær kan gå inn i selskapet med mål om å påvirke selskapet i en viss retning, dette kan ikke en B-aksjonær gjøre.

⁸⁹ Dette argumentet gjelder naturligvis ikke ved generasjonsskifter. Ved generasjonsskifte er det ikke tale om en investering.

⁹⁰ NOU 1996: 3 s. 74.

noe som igjen påvirker utbyttepolitikken i selskapet. Når selskapet har A- og B-aksjer reduseres dynamikken i selskapet. Har selskapet få A-aksjonærer i tillegg, øker muligheten for at situasjonen blir fastlåst.

For å forhindre en slik situasjon kan det derfor hevdes at urimelighetsvurderingen bør nyanseres når selskapet har A- og B-aksjer, og at terskelen er lavere for å nå frem med et utsultingskrav som B-aksjonær enn en ordinær aksjonær.

Uansett bør konklusjonen være at man som rettsanvender bør være oppmerksom på at det lett kan oppstå en fastlåst situasjon mellom A- og B-aksjonærene, og at utsultingsproblematikk fortere kan komme på spissen her enn når selskapet kun har ordinære aksjer.

3.2.2 Kontroll over driften av selskapet

Utgangspunktet er at styret står for forvaltningen og driften av selskapet.⁹¹ Som følge av instruksjonsretten kan imidlertid generalforsamlingen instruere styret om hvilken beslutning som skal fattes, og om langsiktige strategiplaner for selskapet.⁹²

Dersom styret ikke følger instruksjonen vil styremedlemmene kunne bli erstatningsansvarlig etter § 17-1,⁹³ og bør i et slikt tilfelle trekke seg. Videre kan generalforsamlingen avsette styremedlemmer uten nærmere begrunnelse.⁹⁴ Dette fører til et press på styremedlemmene til å følge instruksjonen. Instruksjonsretten gir dermed generalforsamlingen mulighet til å utøve reell kontroll over driften av selskapet.⁹⁵

I selskaper med A- og B-aksjer besitter A-aksjonærene instruksjonsretten overfor styret. I tillegg er det A-aksjonærene som velger styremedlemmene.⁹⁶ A-aksjonærene har derfor stor makt over driften av selskapet.

Når det gjelder risikoen ved investeringene er utgangspunktet at denne er like stor for begge aksjonærgrupper. Det kan imidlertid hevdes at A-aksjonærene er mer risikovillige enn vanlige aksjonærer. A-aksjonærenes innflytelse er større enn den risiko aksjonæren har tatt ved

⁹¹ § 6-12.

⁹² § 5-1.

⁹³ Se Rt. 1930 s. 481 og Aarum (1994) s. 203.

⁹⁴ § 6-7.

⁹⁵ Truyen (2004) s. 307.

⁹⁶ § 5-17 annet ledd.

aksjeinnskuddet, og uforholdsmessigheten i innflytelsen kan i visse tilfeller skape uheldige situasjoner. Satt på spissen kan det hevdes at A-aksjonæren(e) fatter beslutninger på B-aksjonærenes vegne. Et eksempel er investeringer med høy risiko. I slike tilfeller vil en A-aksjonær lett kunne tenke at han eller hun ikke hefter for mer enn aksjeinnskuddet, og derfor være mer tilbøyelige til å foreta investeringen. Dette fordi gevinstmuligheten er høy og risikoen for A-aksjonærene lav. Problemet er at et eventuelt tap på investeringen også rammer B-aksjonærene.

Det er ikke nødvendigvis gitt at A-aksjonærene vil innta synspunktet nevnt ovenfor, men det er en klar mulighet for det. Uansett er det lite B-aksjonærene kan gjøre med slike beslutninger. Som utgangspunkt skal det mye til før domstolene prøver forretningsmessige disposisjoner med tredjemann.⁹⁷ Dette viser at beslutninger om driften av selskapet kan ha inngripende virkninger overfor B-aksjonærene.

I visse tilfeller oppstår det tvil om det er §§ 5-17 eller 5-19 som gjelder for en konkret beslutning om selskapets drift. Dette behandles nærmere nedenfor under kapittel 3.4.

3.3 Vedtektsflertall etter § 5-18

3.3.1 Kort om bestemmelsen

Regelen i § 5-18 kommer til anvendelse dersom vedtektene endres, enten ved innføring av nye bestemmelser eller ved endring av eksisterende bestemmelser. De mest avgjørende vedtektsendringene knytter seg til fusjon, fisjon, kapitalforhøyelse, kapitalnedsettelse samt kapittel 11 om finansielle instrumenter. Det samme kravet gjelder dersom generalforsamlingen ønsker å fravike vedtektene gjennom en enkeltstående beslutning, men uten en formell vedtektsendring. Eksempelvis ved fravikelse av den vedtektsbestemte fortrinnsretten til kapitalforhøyelse jf. § 10-5.

Andenæs fremhever at vedtektene som regel inneholder bestemmelser av «permanent og grunnleggende karakter for selskapets virksomhet» og at de ikke bør kunne endres med mindre

⁹⁷ Truyen (2004) s. 315.

et kvalifisert flertall stemmer for det.⁹⁸ Regelen er en interesseavveining av hensynet til minoritetsvernet, og hensynet til at selskapet skal utvikle seg effektivt.⁹⁹ Effektivitetshensynet består her i at regelen er et unntak fra det avtalerettslige utgangspunktet om enstemmighet.

Størstedelen av utfordringene knyttet til § 5-18 dreier seg om bestemmelsens annet ledd. Her vil også hovedvekten av fremstillingen ligge. Det er imidlertid først hensiktsmessig å gi en kort fremstilling av det alminnelige vedtektsflertallskravet, og hvilket vern B-aksjene nyter allerede her.

3.3.2 § 5-18 første ledd

Regelen stiller i første ledd krav om «tilslutning fra minst to tredeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen».

Flertallskravene gjelder kun stemmer og aksjekapital som er «representert» og det er dermed ikke noe krav om fremmøte blant aksjonærene.

To tredeler av de avgitte «stemmer» betyr her som utgangspunkt to tredeler av aksjene, med mindre selskapet har stemmerettsbegrensninger. En B-aksjeklasses stemmerett kan eksempelvis være redusert til en viss brøk av de ordinære aksjenes stemmevekt. I slike tilfeller teller aksjene med på opptellingen av de avgitte «stemmer», men innflytelsen er naturlig nok redusert. På den annen side vil disse aksjene kunne vippe en stemmegivning i den ene eller den andre retning. En aksjonær som har en betydelig andel av disse aksjene vil dessuten også kunne utøve en viss innflytelse i selskapet. Aksjer helt uten stemmerett teller ikke med på dette flertallskravet.

Når det gjelder kravet om to tredeler av den representerte «aksjekapital» er dette kun relevant i selskaper med differensiert stemmerett, enten i form av ulike aksjeklasser eller personklausuler.¹⁰⁰ Dersom B-aksjonærene står for mer enn en tredjedel av aksjekapitalen vil disse kunne blokkere en vedtektsendring. Hensikten bak bestemmelsen er å «styrke stillingen for de aksjeeiergrupper hvis stemmerett er mindre enn proporsjonal med pålydende av deres

⁹⁸ Andenæs (2016) s. 300.

⁹⁹ Se kapittel 2.4.

¹⁰⁰ Tore Bråthen (1996) s. 577 og 578.

aksjer».¹⁰¹ Det er dermed aksjens pålydende i forhold til aksjekapitalen som gir aksjen dens stemmevekt. Bestemmelsen gir B-aksjonærene vern som gruppe. Satt på spissen kan det sies at bestemmelsen verner B-aksjonærer som har over en tredjedel av aksjekapitalen.

3.3.3 § 5-18 annet ledd

Kort om bestemmelsen – hensyn og formål

Dersom vedtektsendringen forringer en «hel aksjeklasses rett», stiller § 5-18 annet ledd et særskilt flertallskrav innen den forringede aksjeklasse. Beslutningen må tiltres av «to tredeler av den representerte kapital i denne klassen». I tillegg må minst «halvdelen av stemmene fra de aksjeeiere som ikke eier aksjer i noen annen klasse, være avgitt for forslaget». Disse kravene gjelder i tillegg til det alminnelige kravet om vedtektsflertall etter bestemmelsens første ledd.¹⁰²

Bakgrunnen for bestemmelsen er ifølge Bråthen at aksjonærer som har aksjer med særlige rettigheter ikke skal tåle at et alminnelig vedtektsflertall på generalforsamlingen opphever aksjenes særrettigheter.¹⁰³ Dette kan for eksempel gjelde beslutning om å oppheve preferanseaksjers prioritet på utbytte. Ellers gjelder bestemmelsen generelt for vedtektsendringer som «vil ha særlig negative virkninger for en bestemt aksjeklasse, uten at en eller flere aksjeklassers rettsstilling forrykkes på tilsvarende måte».¹⁰⁴ At vedtektsendringen har negative virkninger for en aksjeklasse omfatter både opphevelse av særfordeler og innføring av begrensninger på en aksjeklasse.

Vilkåret om at øvrige aksjeklassers rettsstilling ikke må forrykkes grunner i at det må oppstå en skjevhet mellom aksjeklassene gjennom vedtektsendringen. Dersom øvrige aksjeklasser forrykkes tilsvarende innebærer vedtektsendringen ingen forskjellsbehandling av én aksjeklasse. Bestemmelsen retter seg derfor primært mot beslutninger som kun angår én konkret aksjeklasse, og ikke generelle beslutninger rettet mot alle selskapets aksjer.¹⁰⁵ Spørsmålet om

¹⁰¹ NUT 1970: 1 s. 135.

¹⁰² Tore Bråthen (1996) s. 111.

¹⁰³ Tore Bråthen (1996) s. 109.

¹⁰⁴ Tore Bråthen (1996) s. 114.

¹⁰⁵ Tore Bråthen (1996) s. 114.

de øvrige aksjeklassers rettsstilling forrykkes tilsvarende kommer ikke på spissen i denne oppgaven.

Ved utformingen av den tilsvarende bestemmelsen i 1976-loven (§ 9-14 annet ledd) ble det uttalt at bestemmelsen er et unntak fra likhetsprinsippet og at vilkårene derfor burde være stramme.¹⁰⁶ Dette er et viktig perspektiv ved tolkningen av bestemmelsen. Uten å være klar over lovgivers syn på bestemmelsen kan en nærliggende forståelse være at den ivaretar minoritetsvernet. Dette fordi den stiller strengere flertallskrav enn ved alminnelige vedtektsendringer. Når lovgiver fremstiller bestemmelsen som et unntak fra likhetsprinsippet kan det derimot hevdes at den reduserer minoritetsvernet til aksjonærene. På denne bakgrunn kan det være riktig å være varsom med å tolke bestemmelsen utvidende. Dette utdypes nærmere nedenfor.

Nedenfor behandles anvendelsesområdet til § 5-18 annet ledd. Anvendelsesområdet beror primært på tolkningen av ordet «rett» - altså vurderingen av hvorvidt en aksjeklasses rettsstilling er forringet. Før dette er det hensiktsmessig å si noe kort om inngangsvilkåret om at det må være opprettet ulike aksjeklasser, og om de tre flertallskravene som § 5-18 annet ledd oppstiller.

Krav om at det er etablert ulike aksjeklasser

Det er en forutsetning at det er etablert aksjeklasser med ulik rettsstilling i selskapet for at § 5-18 annet ledd skal komme til anvendelse.¹⁰⁷ Inndelingen av aksjeklasser reguleres av § 5-20 første ledd nr. 4, som stiller krav om enstemmighet blant aksjonærene ved endring av rettsforholdet til «likestilte aksjer». Bestemmelsen gjelder kun for «utgitte» aksjer, altså ikke ved opprettelsen av aksjeklasse gjennom kapitalforhøyelse.

Ordlyden viser at aksjene må ha like rettigheter før endringen skjer. Det at «rettsforholdet» mellom aksjeklassene skal endres, understreker at en eller flere aksjers rettsstilling i selskapet må bli forverret. De ulike flertallskravene i § 5-18 annet ledd og § 5-20 første ledd nr. 4 viser at lovgiver har funnet det mer inngripende å opprette aksjeklasser enn å forverre rettsstillingen til en allerede etablert aksjeklasse.

¹⁰⁶ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 134.

¹⁰⁷ Aarbakke mfl. (2017) note 2.1 til § 5-18 annet ledd og Tore Bråthen (1996) s. 113.

Forskjellen mellom § 5-18 annet ledd og § 5-20 første ledd nr. 4 er altså om selskapet har opprettet aksjeklasser eller ikke.

I visse tilfeller kan denne løsningen fremstå som kunstig. Dette gjelder spesielt der forskjellen mellom aksjeklassene er minimal og rettsstillingen tilnærmet lik.

Det kan tenkes at det eneste som skiller aksjeklassene er at den ene aksjeklassen har rett til å utpeke styremedlemmer – ellers er stemmeretten lik. Aksjeklassen med rett til å utpeke styremedlemmer er derfor å regne som en A-aksjeklasse. Hvis A-aksjeklassen i tillegg utgjør to tredeler av aksjekapitalen kommer problemstillingen særlig på spissen. Årsaken til at det kan oppstå en kunstig løsning er at det er svært lite som skiller de ulike aksjeklassene. Hvis A-aksjeklassen foreslår å tildele seg selv fortrinnsrett til utbytte faller dette under § 5-18 annet ledd fordi B-aksjeklassens rettsstilling blir forringet (B-aksjenes rett på utbytte reduseres). Til sammenligning ville en slik situasjon krevd enstemmighet etter § 5-20 første ledd nr. 4 dersom det ikke hadde vært inndelt i aksjeklasser fra før av. Det paradoksale er at det eneste som skiller aksjeklassene er den enes rett til å velge styremedlemmer. Ellers er rettsstillingen mellom aksjeklassen lik.

Dette understreker at marginale forskjeller kan være avgjørende for hvilket flertallskrav som kommer til anvendelse. Med en gang selskapet har delt inn i aksjeklasser – uansett hvor store eller små forskjellene mellom dem er – slår § 5-18 annet ledd inn. Selv om skillet (om det er opprettet aksjeklasser eller ikke) kan virke kunstig i visse tilfeller, er det samtidig en klar fordel med regelen. Regelen er forutberegnelig for aksjonærene.

Kort om de ulike flertallskravene

Paragraf 5-18 annet ledd oppstiller to flertallskrav, i tillegg gjelder det alminnelige kravet om vedtektsflertall etter bestemmelsens første ledd. Forslaget må derfor først ha tilslutning fra to tredels flertall av de representerte stemmer og aksjekapital. I selskaper med A – og B-aksjer vil forslaget ofte strande allerede på dette stadiet dersom B-aksjene utgjør mer enn en tredel av selskapets aksjekapital. Vedtektsendringen kan i så fall blokkeres.

Forslaget må videre ha tilslutning fra to tredeler av aksjekapitalen i den forringede aksjeklasse. Dette flertallskravet er kjernen i bestemmelsen.

Det siste flertallskravet stiller krav om at minst halvdel av stemmene fra de aksjonærene som ikke eier aksjer i noen annen klasse må stemme for forslaget. Aksjonærer som eier aksjer i flere

aksjeklasser vil kunne ha en egen interesse i å stemme for forslaget – spesielt når det er tale om å oppheve særfordeler.¹⁰⁸ Dersom dette kravet ikke hadde vært med, kunne aksjonærene som eide aksjer i begge aksjeklassene stemt i tråd med interessen de hadde i den uberørte eller begunstigede aksjeklassen. Det oppstilles derfor et eget krav om tilslutning fra de aksjonærene som kun eier aksjer i den forringede aksjeklasse.

Nedenfor behandles det springende punkt ved anvendelsen av § 5-18 annet ledd, nemlig tolkningen av begrepet «rett».

3.3.3.1 Aksjeklassens rett er forringet

Hovedspørsmålet i tilknytning til § 5-18 annet ledd er om aksjeklassens «rett» er forringet. En naturlig språklig forståelse av «rett» viser at det må være tale om aksjeklassens rettsstilling i selskapet. Hva som bestemmer aksjeklassens rettsstilling beror på hvilke rettigheter aksjene har etter aksjeloven, og hvordan disse rettighetene nærmere er regulert i selskapets vedtekter. Aksjonæren har etter aksjeloven økonomiske og organisatoriske rettigheter samt rett til å disponere over aksjen. Når det tales om forringelse av aksjeklassens «rett» må dette vurderes i tilknytning til disse rettighetene.

Forutsetningen er at endringen er tillatt etter aksjeloven – det må således være tale om forringelse av en fravikelig rettighet.¹⁰⁹ Endringen i rettsstillingen kan for det første knytte seg til at aksjelovens fravikelige bestemmelser fravikes til aksjeklassens ulempe.

Utenom aksjeloven kan vedtektene regulere aksjens rettsstilling, enten ved at aksjeklassen nyter særfordeler, eller at aksjeklassen er fratatt visse rettigheter etter aksjeloven. Dersom det er tale om å oppheve eller å begrense særfordelene, eller å redusere rettighetene ytterligere, forringes rettsstillingen til aksjeklassen.

Vurderingstemaet som har festnet seg i den juridiske teorien er hvorvidt aksjeklassens *rettsstilling* er forringet,¹¹⁰ men det er ikke noen realitetsforskjell mellom rett og rettsstilling her. I det følgende anvendes begge betegnelser.

¹⁰⁸ Tore Bråthen (1996) s. 112.

¹⁰⁹ Tore Bråthen (1996) s. 115.

¹¹⁰ Augdahl (1959) s. 98.

Innholdet i begrepet «rett» er ikke alltid så lett å klarlegge. Sundby skriver om de «rettslige kjennetegn» ved aksjeklassen slik de er formulert i vedtektene.¹¹¹ Utover dette fremgår det verken av rettspraksis eller juridisk teori noen generell definisjon av begrepet. Det er imidlertid visse klare tilfeller hvor en aksjeklasses rettsstilling er forringet.

Eksempler på hvor en aksjeklasses rettsstilling er forringet

Et klart eksempel som faller inn under bestemmelsen er oppheving av en særfordel som særskilt er tillagt en aksjeklasse.¹¹² Eksemplet nevnt ovenfor med preferanseaksjeklassen som fratras sin fortrinnsrett på utbytte er belysende. Her er det tale om en vedtektsfestet særfordel som fratras aksjeklassen.

For det andre gjelder bestemmelsen forringelse av rettsstillingen til en aksjeklasse selv om aksjeklassen ikke nødvendigvis er gitt særfordeler.¹¹³ Ofte vil dette være å frata en aksjeklasse visse fravikelige rettigheter etter aksjeloven (altså endring fra status quo), eller å forringe en aksjeklasses rettsstilling ytterligere. Et eksempel kan være at B-aksjene har en stemmerett på 1/2 av A-aksjenes stemmevekt, og A-aksjene vedtar at B-aksjenes stemmerett skal reduseres ytterligere til 1/10. Dette vedtaket retter seg direkte mot B-aksjeklassen. Inn under samme kategori faller også tilfellet der A-aksjeklassen tildeler seg selv fortrinnsrett på utbytte. Resultatet er at B-aksjeklassens rett på utbytte forringes fordi aksjonærene må stå tilbake for aksjonærene i A-aksjeklassen.¹¹⁴

Bestemmelsen gjelder også der rettsstillingen til A-aksjeklassen forringes. Eksempelvis der det er tale om å oppheve stemmerettsforskjellene mellom aksjeklassene. Flertallskravet kommer da til anvendelse i A-aksjeklassen.¹¹⁵ Tilfellet kan kanskje være vanskelig å tenke seg fordi A-aksjeklassen nødig vil gi opp sin stemmeposisjon. Det kan imidlertid tenkes tilfeller hvor selskapet utsteder B-aksjer som ledd i finansieringen av selskapet. De eksisterende aksjonærene

¹¹¹ Sundby (2003) s. 247.

¹¹² Tore Bråthen (1996) s. 114.

¹¹³ Sundby (2003) s. 239. Forfatteren ordlegger seg imidlertid ikke så generelt. Det hun skriver er at «(i)nn under bestemmelsen faller endringer som går ut på å frata eller begrense stemmerettigheten til en aksjeklasse og endringer som går ut på å gi en aksjeklasse økt stemmestyrke».

¹¹⁴ Eksempelene er satt litt på spissen, og mange av dem strider nok også mot forbudet mot myndighetsmisbruk etter § 5-21. Dette er imidlertid en annen vurdering, og det ligger en klar fordel i at tilfellene først faller under den formelle beskyttelse.

¹¹⁵ Gomard (1992) s. 224.

ønsker ikke at de nye aksjonærene skal påvirke selskapsbeslutningene for en viss periode – f.eks fem år frem i tid. Når denne perioden er over og stemmerettsbegrensningene skal opphøre må flertallskravet i § 5-18 annet ledd være oppfylt i A-aksjeklassen. I og med at oppgaven fokuserer på minoritetsvern faller dette litt på siden, men eksemplet er tatt med for å vise at bestemmelsen også gjelder overfor den stemmesterke aksjeklassen.

Det tradisjonelle utgangspunktet er at bestemmelsen avgrenser mot faktiske konsekvenser for en aksjeklasse.¹¹⁶ Slike faktiske konsekvenser er ikke ansett å berøre *rettsstillingen* til en aksjeklasse. Forklaringen må være at verken de fravikelige rettighetene etter aksjeloven eller rettighetene etter vedtektene begrenses eller oppheves.

Nedenfor vurderes grensedragningen mellom rettslige og faktiske konsekvenser nærmere. Vurderingen knyttet til grensedragningen har ikke vært oppe i rettspraksis, men er omhandlet i juridisk litteratur.

3.3.3.2 Grensedragningen mellom rettslige og faktiske konsekvenser

Den nærmere grensedragningen mellom rettslige og faktiske konsekvenser er ikke alltid like lett å trekke. Et utdrag fra side 101 i EMCA (European Model Companies Act¹¹⁷) kan belyse problemstillingen ytterligere:

«The difficult question in practice is what exactly constitutes a change to class rights. When a preferential dividend of a class of shares is lowered, this clearly is a change to the rights of that class. But in all jurisdictions there is at least some uncertainty about situations where the company does not directly change the rights attached to the shares of a specific class, but nevertheless takes an action which negatively affects the rights of a specific class.»

¹¹⁶ Augdahl (1959) s. 98 og Aarbakke mfl. (2017) note 2.1 til § 5-18 annet ledd.

¹¹⁷ EMCA er «(...) designed as a free-standing general company statute that can be enacted by Member States either substantially in its entirety or by the adoption of selected provisions». EMCA er altså en modell for aksjelovgivning som kan følges av EUs medlemsland. Aksjelovmodellen er sammensatt av representanter fra akademia uten autorisasjon fra EU-organene og den rettskildemessige vekten er lav. Den er imidlertid tatt med for å vise at problematikken også gjør seg gjeldende i EU-medlemslandene.

Utdraget viser at det sondres mellom situasjoner hvor rettsstillingen til en aksjeklasse endres, og beslutninger som kun påvirker aksjeklassens rettigheter negativt. Rettstilstanden i medlemslandene er usikker der beslutningene kun påvirker aksjeklassens rettigheter negativt. I norsk rett har det vært en tilvarende diskusjon.

Et eksempel hvor det er uenighet i juridisk teori er ved utvanning av B-aksjene. Utgangspunktet er at alle selskapets aksjonærer har fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.¹¹⁸ Denne fortrinnsretten kan imidlertid fravikes med alminnelig vedtektsflertall.¹¹⁹ Sundby nevner situasjonen hvor A-aksjeklassen utgjør to tredeler av aksjekapitalen og derfor har vedtektsflertall.¹²⁰ A-aksjeklassen kan da vedta at B-aksjonærenes fortrinnsrett til kapitalforhøyelsen skal fravikes. Emisjonen kan derfor rettes mot A-aksjonærene eller mot tredjepersoner. Resultatet er at B-aksjenes andel av aksjekapitalen utvannes og maktforholdene mellom de to aksjeklassene endres.¹²¹ Spørsmålet er om en slik rettet emisjon innebærer en forringelse av B-aksjeklassens rettsstilling.

Ved vurderingen av grensedragningen mellom rettslige og faktiske konsekvenser for en aksjeklasse tar oppgaven utgangspunkt i det nevnte eksemplet. Det er særlig her vurderingen kommer på spissen og hvor det er uenighet blant juridiske forfattere. Vurderingen er relevant fordi det kan være avgjørende for den utvannede aksjeklasse om det er flertallskravet i § 5-18 første eller annet ledd som kommer til anvendelse.

Oppfatningen i juridisk litteratur

Det tradisjonelle utgangspunktet i norsk juridisk litteratur har vært at utvanning av en aksjeklasse ikke innebærer noen forringelse av aksjeklassens rettsstilling.¹²² En rettet emisjon vil her endre maktforholdene mellom de ulike aksjeklassene ved at størrelsen på

¹¹⁸ § 10-4.

¹¹⁹ § 10-5.

¹²⁰ Sundby (2003) s. 247.

¹²¹ Utvanningen skjer som følge av at det utstedes nye aksjer i selskapet. B-aksjenes forholdsmessige andel i selskapet vil da reduseres.

¹²² Augdahl (1959) s. 98, Gina Bråthen (2014) s. 87, Aarbakke mfl. (2017) note 2.1 til § 5-18 annet ledd.

A- og B-aksjekapitalen endres,¹²³ men de endrede maktforholdene er kun ansett å ha faktiske virkninger for aksjeklassen.¹²⁴

Det er imidlertid ett tilfelle hvor det hevdes at utvanning innebærer en forringelse av aksjeklassens rettsstilling.¹²⁵ Tilfellet gjelder dersom selskapet har en ordinær aksjeklasse og en aksjeklasse med fortrinnsrett til utbytte (preferanseaksjeklasse). Begge aksjeklassene har stemmeretten i behold og derfor faller eksempelet litt på siden av oppgaven. Selv om begge aksjeklassene har stemmeretten i behold viser eksemplet en generell oppfatning i juridisk teori om at utvanning i visse tilfeller innebærer en forringelse av en aksjeklasses rett.

Eksemplet går ut på at dersom aksjekapitalen i preferanseaksjeklassen forhøyes, er det antatt at flertallskravet i § 5-18 annet ledd kommer til anvendelse i den ordinære aksjeklassen. Situasjonen er altså at aksjonærene i preferanseaksjeklassen beslutter at de ordinære aksjonærenes fortrinnsrett til kapitalforhøyelsen fravikes. I slike tilfeller fremhever Augdahl at de *ordinære aksjers* rettsstilling blir forringet fordi aksjenes utbytterett reduseres.¹²⁶ Eierne av de ordinære aksjene må stå tilbake for en ny gruppe aksjonærer med fortrinnsrett på utbytte, og Augdahl begrunner synspunktet med at det vil være «åpenbart urimelig om den ene aksjonærklasse i sin egen interesse skulde kunne påtvinge den andre klasse en rettsendring som denne ikke ønsker». Dette synspunktet har festet seg i juridisk teori i tiden etter at Augdahl skrev om dette i 1959.¹²⁷

Sundby tar imidlertid til orde for at § 5-18 annet ledd bør komme til anvendelse i flere tilfeller enn kun ved kapitalforhøyelse i preferanseaksjeklassen.¹²⁸ Forfatteren mener at flertallskravet også bør komme til anvendelse når A-aksjeklassen utvanner B-aksjeklassen. Hun fremhever at selv om de rettslige kjennetegnene ved aksjeklassen ikke endres ved beslutningen, kan de faktiske virkningene for aksjeklassen være av like stor betydning. Hvis den rettede emisjonen er åpenbart urimelig mener hun at § 5-18 annet ledd ikke bør tolkes så snevert (altså at flertallskravet kommer til anvendelse i B-aksjeklassen). Sundby begrunner dette med reelle hensyn og likhetsgrunnsetningen.

¹²³ Sundby (2003) s. 247.

¹²⁴ Augdahl (1959) s. 98.

¹²⁵ Augdahl, s. 98 med senere tilslutning fra Aarbakke mfl. (2017) note 2.1 til § 5-18 annet ledd og Gina Bråthen (2014) s. 89.

¹²⁶ Augdahl, s. 98.

¹²⁷ Gina Bråthen (2014) s. 89 og Aarbakke mfl. (2017) note 2.1 til § 5-18 annet ledd.

¹²⁸ Sundby (2003) s. 247.

Etter dansk rett er det også uenighet i teorien om den tilsvarende bestemmelsen omfatter utvanning av B-aksjer eller ikke. Werlauff mener at en rettet emisjon klart faller innunder den tilsvarende danske bestemmelsen, slik at to tredels-kravet kommer til anvendelse i den utvannede aksjeklasse.¹²⁹ Gomard og Schaumburg-Müller mener imidlertid en rettet emisjon ikke forringer rettsstillingen til en aksjeklasse.¹³⁰

Et fellestrekk ved både Augdahls og Sundbys synspunkter er at rimelighetsbetraktninger anvendes ved tolkningen av bestemmelsen jf. ordbruken «åpenbart urimelig». Videre fremstår det som at begge forfatterne tolker bestemmelsen utvidende, det er bare graden av utvidende tolkning som er forskjellig. Sundby tar til orde for en mer utvidende tolkning av bestemmelsen enn det Augdahl gjør.

Årsaken til at visse forfattere tolker bestemmelsen utvidende kan ligge i fordelene med å anfekte en beslutning med grunnlag i de formelle skrankene sammenlignet med de materielle skrankene.¹³¹ Dersom tilfellet mest sannsynlig faller innunder en formell skranke er prosessrisikoen lavere enn ved anfektelse med grunnlag i en materiell skranke. Dette kan føre til at forfattere er mer tilbøyelige til å tolke de formelle skrankene utvidende hvis beslutningen fremstår som åpenbart urimelig.

For den utvannede B-aksjeklasse ligger det en klar fordel i å vite at aksjonærene med to tredels flertall kan blokkere den rettede emisjonen, sammenlignet med at emisjonen må angripes med grunnlag i § 5-21. Dette kan i mange tilfeller være en god løsning. Spørsmålet er om det er rettskildemessig grunnlag for en slik løsning. Er det adgang til å fortolke § 5-18 annet ledd utvidende basert på rimelighetshensyn?

Adgangen til å fortolke § 5-18 annet ledd utvidende basert på rimelighetshensyn

Spørsmålet om bestemmelsen skal tolkes utvidende beror i stor grad på om det er adgang til å ta hensyn til faktiske konsekvenser i vurderingen. Slik jeg forstår Augdahl og Sundby kan aksjeklassens rettsstilling være forringet der beslutningen utelukkende har faktiske konsekvenser, så fremt beslutningen fremstår som åpenbart urimelig. Drøftelsen nedenfor tar utgangspunkt i utvanningssituasjonen nevnt ovenfor.

¹²⁹ Werlauff/Schaumburg-Müller (2008) s. 229.

¹³⁰ Gomard/Schaumburg-Müller (2011) s. 345.

¹³¹ Se ovenfor i kapittel 1.3

Utgangspunktet er som nevnt at begrepet *rett* og *rettsstilling* henspiller på aksjens rettigheter etter aksjeloven og vedtektene. De rettslige kjennetegnene ved aksjen må være endret. Beslutninger som kun har faktiske konsekvenser for en aksjeklasse ligger derfor ikke akkurat i kjerneområdet til bestemmelsen. Dette betyr at det må foreligge rettskildemessig grunnlag for å tolke bestemmelsen utvidende.¹³²

Lovens formål er her relevant.¹³³ Sundby tolker i den sammenheng bestemmelsen utvidende basert på minoritetshensyn og likhetsprinsippet. Dette er hensyn som ligger bak aksjeloven generelt og som er relevante tolkningsmomenter ved utledningen av aksjelovens rettsregler. Det at de formelle skrankene samtidig kan ses på som utslag av det materielle minoritetsvernet, taler for at det er rom for å innta slike hensyn ved lovtolkningen.

Vekten av minoritetshensynet og likhetsprinsippet må imidlertid nyanseres. Det ses først på formålet bak den konkrete bestemmelsen.¹³⁴

Paragraf 5-18 annet ledd er et unntak fra likhetsprinsippet.¹³⁵ Utgangspunktet er at en forringelse av en aksjeklasses rettsstilling krever enstemmighet. Når bestemmelsen da stiller krav om to tredels flertall i den forringede aksjeklasse er det ikke av hensyn til aksjeminoriteten, men av effektivitetshensyn. Bestemmelsen fratar den enkelte aksjonærs rett til å nedlegge veto mot forslaget, og er således et inngrep i minoritetsvernet. At bestemmelsen derimot tolkes *i tråd* med minoritetsvernet kan derfor være i strid med formålet til § 5-18 annet ledd. Det oppstår dermed et motsetningsforhold mellom de generelle formålene bak aksjeloven og formålet til den konkrete bestemmelsen.

Hensynet til forutberegnelighet er også et argument mot utvidende tolkning. Forutberegnelighetshensynet tilsier at det legges særlig vekt på lovens ordlyd. Vekten av forutberegnelighetshensynet knytter seg i denne sammenheng til to aspekter.

Det første aspektet gjelder aksjonærenes behov for klare regler. Behovet for forutberegnelighet blant aktørene som anvender loven taler mot en utvidende tolkning.

Det andre aspektet gjelder de formelle skrankenes særpreg. De formelle skrankenes særpreg er som nevnt at de angir klare vurderingstema, og retter seg mot konkrete situasjoner. Reglene ivaretar dermed forutberegnelighetshensynet ved at aksjonærene lett kan finne ut av hvilket

¹³² Eckhoff (2001) s. 125.

¹³³ Eckhoff (2001) s. 101.

¹³⁴ Eckhoff (2001) s. 102.

¹³⁵ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 134.

flertallskrav som kommer til anvendelse. Det kan derfor argumenteres for at de formelle skrankenes særpreg i seg selv taler mot en utvidende tolkning. Det ligger en egenverdi i de formelle skrankenes klarhet. Dersom det skulle blitt en tendens til å tolke de formelle skrankene utvidende basert på rimelighetshensyn, ville de miste denne egenverdien. Et resultat av dette er at forutberegneligheten forringes. Dette tilsier at det bør utvises varsomhet med å tolke § 5-18 annet ledd utvidende.

Mot hensynet til forutberegnelighet står i dette tilfellet hensynet til aksjeminoriteten og likhetsprinsippet. I og med at Sundby begrunner sitt standpunkt med disse hensynene, er det hensiktsmessig å se nærmere på vekten av dem. I den sammenheng er det belysende å sammenligne utvanning av B-aksjeklassen med utvanning av en ordinær aksjeminoritet. På lik linje med en A-aksjeklasse som har vedtektsflertall, kan en ordinær aksjemajoritet med vedtektsflertall fravike aksjeminoritetens fortrinnsrett til kapitalforhøyelsen og rette emisjonen mot nærmere utvalgte personer. I dette tilfellet har minoritetsaksjonærene kun § 5-21 å hvile på. Hvis det aksepteres at § 5-18 annet ledd kommer til anvendelse på utvanning av B-aksjeklassen, vil disse nyte et særskilt vern sammenlignet med en ordinær aksjeminoritet. Resultatet blir da at minoritetshensynet og likhetsprinsippet står sterkere ved utvanning av en aksjeklasse enn en ordinær aksjeminoritet. I og med at situasjonene i stor grad er parallelle kan dette være et uheldig resultat. Systembetragtninger taler derfor mot at bestemmelsen tolkes utvidende.

Det er som vist en rekke hensyn som står mot hverandre, og det er vanskelig å avgjøre hva som er den riktige løsningen. Med bakgrunn i drøftelsen ovenfor mener jeg imidlertid at det som utgangspunkt bør utvises varsomhet med å tolke § 5-18 annet ledd utvidende basert på rimelighetshensyn.

Det må påpekes at B-aksjonærene har mulighet til å anfekte beslutningen med grunnlag i § 5-21, som nettopp retter seg mot beslutningens faktiske virkninger.

3.3.4 I hvilken grad er det adgang til å utfylle § 5-18 annet ledd med § 5-21?

Et tilfelle hvor det imidlertid er uklart i hvilken grad B-aksjonærene kan påberope § 5-21 er hvis beslutningen klart faller inn under § 5-18 annet ledd, men beslutningen innebærer en vesentlig forringelse av aksjeklassens rettsstilling. Spørsmålet er om beslutningen innebærer en

såpass vesentlig forringelse av aksjeklassens rettsstilling at samtykke fra alle B-aksjonærene kreves.

Som nevnt ovenfor er det klart at § 5-18 (2) kun verner to tredeler av aksjekapitalen i den forringede aksjeklasse. Dersom den resterende tredjedelen er uenige med beslutningen og ønsker å anfekte den, må dette skje med grunnlag i § 5-21.¹³⁶

Andenæs fremhever at en B-aksjonær «i prinsippet kan protestere mot myndighetsmisbruk fra flertallets side» men at det «skal nok en del til for at det vil føre frem».¹³⁷ Forfatteren henviser til eldre rettspraksis hvor B-aksjonærene i lignende tilfeller ikke fikk medhold.¹³⁸

Det kan stilles spørsmål ved dette synspunktet. Formuleringen kan gi uttrykk for at det skal mer til for at en B-aksjonær kan nå fram med et krav etter § 5-21 enn en ordinær aksjeminoritet. Dette må formentlig være fordi B-aksjonærene som gruppe er gitt et vern gjennom to tredelskravet i § 5-18 annet ledd.

Forarbeidene til den tilsvarende bestemmelsen til § 5-18 annet ledd i aksjeloven av 1976 inntar imidlertid et annet utgangspunkt enn Andenæs.¹³⁹ Det fremheves her at «(d)et er for øvrig departementets forutsetning at det ikke alltid er tilstrekkelig å følge reglene i § 9-14 annet ledd. Et brudd på likhetsprinsippet kan være så inngripende at vedtaket blir ugyldig etter § 9-16».¹⁴⁰ Forarbeidene viser dermed at to tredelskravet i § 5-18 annet ledd ikke alltid gir B-aksjonærene tilstrekkelig vern, og at enstemmighet kreves der vedtaket er særlig inngripende.

Oppfatningen i dansk juridisk litteratur gir også uttrykk for at visse inngripende beslutninger bør kreve enstemmighet.¹⁴¹ Werlauff påpeker at den tilsvarende danske bestemmelsen ikke kan anses som «noget fripas til enhver form for forskydning mellem kapitalklasserne». Videre lister forfatteren opp en rekke situasjoner hvor han mener to tredelskravet ikke gir tilstrekkelig vern, og derfor bør utfylles med likhetsprinsippet. Dette gjelder eksempelvis dersom det er tale om å redusere en aksjeklasses stemmerett fra 1/10 til å bli helt stemmeløse.¹⁴²

¹³⁶ Det forutsettes at ingen av vilkårene for enstemmighet etter § 5-20 er oppfylt.

¹³⁷ Andenæs (2016) s. 301.

¹³⁸ Rt. 1925 s. 88, Rt. 1929 s. 252, Rt. 1931 s. 374.

¹³⁹ Ot.prp. nr.19 (1974-1975) s. 134.

¹⁴⁰ Her tilsvarer § 9-14 annet ledd dagens aksjelov § 5-18 annet ledd, og § 9-16 tilsvarer dagens § 5-21.

¹⁴¹ Werlauff (2013) s. 517 og Gomard (1992) s. 224.

¹⁴² Werlauff (2013) s. 396.

Det er viktig å påpeke at vurderingene etter §§ 5-18 annet ledd og 5-21 er vidt forskjellige, og at den ene bestemmelsen ikke er subsidiær i tilknytning til den andre.¹⁴³ Vurderingen etter den enkelte bestemmelse beror på om vilkårene for denne bestemmelsen er oppfylt. Det at B-aksjonærene nyter et visst vern etter § 5-18 annet ledd kan derfor ikke tas til inntekt for at terskelen etter § 5-21 er annerledes. Dette kommer særlig på spissen fordi en endring av en aksjeklasses rettsstilling som utgangspunkt krever enstemmighet, og at § 5-18 annet ledd er et unntak fra dette utgangspunktet.

Synspunktet til Andenæs må derfor være feil hvis han mener at terskelen er høyere for at en B-aksjonær kan nå frem med et krav etter § 5-21 i tilfeller hvor aksjeklassens rettsstilling er forringet.

3.4 Kvalifisert flertall etter § 5-19

3.4.1 Kort om bestemmelsens relevans for selskaper med A- og B-aksjer

Paragraf 5-19 stiller et strengere krav til flertall i tilfeller hvor aksjonærenes rettigheter knyttet til selskapsformuen eller omsetning av aksjer, reduseres. Bestemmelsen stiller i slike tilfeller krav om tilslutning fra «eiere av aksjer som utgjør mer enn ni tideler av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen» og dessuten «flertall som for vedtektsendring». Av den fremmøtte aksjekapital må «mer» enn ni tideler av aksjekapital stemme for beslutningen. I dette ligger at en minoritet kan blokkere beslutningen dersom den har ti prosent av aksjekapitalen.

I selskaper med A- og B-aksjer vil kravet om ni tidels flertall av aksjekapitalen verne B-aksjene. Som oppgaven vil vise nedenfor er det visse tilfeller hvor det er usikkert om det er §§ 5-17 eller 5-19 som kommer til anvendelse. Videre kan det oppstå tvil om det er § 5-19 eller 5-18 annet ledd som kommer til anvendelse. Dette kan være avgjørende for B-aksjonærene. Disse problemstillingene knytter seg til § 5-19 første ledd. Bestemmelsens annet ledd behandles ikke i oppgaven.

¹⁴³ Truyen (2005a) s. 35.

3.4.2 Redusert rett til utbytte eller selskapets formue

Bestemmelsens første ledd gjelder beslutninger som for utgitte aksjer innebærer at «aksjeeiernes rett til utbytte eller til selskapets formue reduseres på annen måte enn ved bestemmelse som nevnt i § 2-2 annet ledd».

Henvisningen til § 2-2 annet ledd innebærer at bestemmelsen avgrenser mot vedtektsendringer som går på at selskapet ikke skal ha til «formål å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte». I slike tilfeller kreves enstemmighet jf. § 5-20 første ledd nr. 5.

Beslutningen må innebære en reduksjon av «aksjeeiernes rett til utbytte eller selskapets formue». Forarbeidene til aksjeloven av 1976 fremhever i denne sammenheng at den tilsvarende bestemmelsen (§ 9-15 tredje ledd) kom til anvendelse på «beslutninger som går ut på at selskapet skal legge opp fonds ut over det som kreves etter loven eller for en viss tid ikke skal utdele utbytte eller at utbyttet ikke skal overstige et bestemt maksimum».¹⁴⁴

Det er antatt i forarbeidene til dagens lov at rettstilstanden er lik, og det fremheves at regelen bygger på gjeldende rett (dagjeldende § 9-15 tredje ledd)¹⁴⁵. Det samme er antatt i juridisk litteratur.¹⁴⁶ Problemet er imidlertid at ordlyden i § 5-19 er endret sammenlignet med § 9-15 tredje ledd i den tidligere aksjeloven.

Paragraf 9-15 tredje ledd i den forrige aksjeloven gjaldt «beslutning om vedtektsendring», mens dagens lov som nevnt kun gjelder «beslutning». Forarbeidene drøfter ikke hvorvidt det er noen realitetsforskjell her, men Tore Bråthen fremhever at dagens § 5-19 ikke er reservert vedtektsendringer.¹⁴⁷ Virkeområdet til bestemmelsen er derfor utvidet sammenlignet med den tidligere aksjeloven. Spørsmålet er derfor hvor stort virkeområdet til § 5-19 er i dag. Bortsett fra Bråthens kommentar på rettsdata er ikke spørsmålet behandlet i litteraturen.

¹⁴⁴ NUT 1970: 1 s. 136.

¹⁴⁵ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 142.

¹⁴⁶ Andenæs (2016) s. 302.

¹⁴⁷ Tore Bråthen (2014) note 858.

3.4.3 Virkeområdet til § 5-19

Årsaken til spørsmålets relevans er at en «beslutning» som utgangspunkt fattes med alminnelig flertall med mindre annet fremgår av aksjeloven eller vedtektene. Når bestemmelsen ikke lenger stiller krav om formell vedtektsendring kan det oppstå grensetilfeller hvor det er tvil om §§ 5-17 eller 5-19 kommer til anvendelse. For en B-aksjonær vil den nærmere grensedragningen ha stor betydning som følge av de ulike flertallskravene. Det samme gjelder en ordinær aksjeminoritet.

Situasjonen er altså at aksjonærenes rett til utbytte eller adgang til selskapsformuen ikke reduseres gjennom en formell vedtektsendring, men mer indirekte gjennom selskapsbeslutninger.

Et eksempel gjelder avsetning av den frie egenkapitalen til fond. I stedet for å innta en formell vedtektsendring om dette, kan majoriteten foreta slike beslutninger fortløpende. Den eneste forskjellen er at vedtektsendringen er en enkeltbeslutning og har virkning for fremtiden, mens fortløpende beslutninger om avsetning til fond nettopp er fortløpende. Utgangspunktet er at slike beslutninger faller inn under § 5-17. Dersom det viser seg at selskapet har foretatt en rekke slike transaksjoner (avsetning til fond), blir selskapsformuen imidlertid gjort utilgjengelig for aksjonærene. For aksjonærene spiller det ingen rolle om majoriteten inntar en formell vedtektsbestemmelse om at den frie egenkapitalen skal avsettes til fond, eller om disse beslutningene foretas fortløpende. Når § 5-19 ikke bare gjelder formelle vedtektsendringer, men også rene beslutninger, kan det derfor argumenteres for at slike tilfeller skal fattes med ni tidels flertall.

Et annet eksempel gjelder selskap hvor det går lang tid mellom hvert inntektsgivende prosjekt og kontantstrømmen er ujevn. Dersom generalforsamlingen velger å investere den frie egenkapitalen i et langsiktig investeringsobjekt hvor det er vanskelig å realisere investeringen etter kort tid, kan det oppstå spørsmål om flertallskravet i § 5-19 kommer til anvendelse. Eksempler på slike investeringer kan være visse eiendomsinvesteringer (eksempelvis utbyggingsprosjekter som pågår over flere år), eller kjøp av aksjer i oppstartsselskap. Poenget er at den frie egenkapitalen gjøres utilgjengelig over en viss tid, noe som igjen forringer aksjonærenes adgang til selskapsformuen.

Det at ordlyden er utvidet til å gjelde «beslutninger» innebærer at ordlyden i seg selv ikke stenger for at ovennevnte situasjoner må fattes med ni tidels flertall. Problemet er imidlertid at

det retts teknisk vil være vanskelig å gjennomføre. I det første eksemplet vil det på beslutningstidspunktet være vanskelig å avgjøre om beslutningen kommer til å redusere aksjonærenes adgang til selskapsformuen. En vurdering etter § 5-19 vil i slike tilfeller måtte innta et tilbakeskuende perspektiv. Spørsmålet er om summen av avsetningene til fond har redusert aksjonærenes adgang til selskapsformuen. Sammenlignet med den tidligere aksjeloven som kun gjaldt formelle vedtektsendringer, er en slik regel vanskelig å praktisere fordi vurderingen er svært skjønnsmessig. Det er vanskelig å vite når aksjonærenes adgang til selskapsformuen har blitt redusert, og hvor grensen mellom §§ 5-17 og 5-19 går.

Fordelen med en regel som stiller krav om en formell vedtektsendring, og ikke bare en beslutning, er at den retts teknisk er lettere å praktisere. Aksjonærenes vilje for fremtiden kommer til uttrykk skriftlig. Dersom det står i vedtektene at den frie egenkapitalen skal avsettes til fond utover det som er påkrevet etter loven, er det lett å se at denne vedtektsendringen krever kvalifisert flertall etter § 5-19. Problemet med en slik regel er at den lett vil kunne omgås. Omgåelse kan skje ved at det ikke inntas en formell vedtektsendring, og at beslutningene fattes fortløpende. Det at § 5-19 er endret til kun å gjelde «beslutninger» kan bøte på denne omgåelsesmuligheten. Problemet er som vist at vurderingene kan bli svært skjønnsmessige. Dette lar seg ikke nødvendigvis forene med de formelle skrankenes særpreget og hensynet til forutberegnelighet.

Det er vanskelig å gi et klart svar på hvor grensen går her, men eksemplene nevnt ovenfor kan gi en viss pekepinn på de problemstillingene som oppstår. Det at ordlyden er endret fra «beslutning om vedtektsendring» til kun «beslutning» gjør bestemmelsens anvendelsesområde svært vidt. Problemet er å avgrense bestemmelsens anvendelsesområde. For aksjonærene er det hensiktsmessig med en klarlegging av retts tilstanden her.

3.4.4 Grensedragningen mellom § 5-19 og § 5-18 annet ledd

Det kan i visse tilfeller oppstå tvil om grensedragningen mellom §§ 5-18 annet ledd og 5-19. Situasjonen kan eksempelvis være at A-aksjeklassen beslutter at det ikke skal betales ut utbytte til B-aksjeklassen for en viss periode. Her vil B-aksjeklassens rettsstilling være forringet jf. §

5-18 annet ledd. I tillegg blir B-aksjeklassens «rett til utbytte» redusert jf. § 5-19. Spørsmålet er om begge eller kun ett av flertallskravene kommer til anvendelse.

Satt på spissen kan situasjonen være at A-aksjeklassen besitter 30 prosent av aksjekapitalen, mens B-aksjeklassen besitter 70 prosent. A-aksjeklassen foreslår at B-aksjeklassen må vente i fem år med å ta ut utbytte. Dersom kun § 5-18 annet ledd kommer til anvendelse vil det bety at 46,6 prosent av B-aksjekapitalen må stemme for beslutningen (to tredeler av 70 prosent). Totalt innebærer det at 76,6 prosent av aksjekapitalen stemmer for vedtaket. B-aksjonærene som representerer 23,4 prosent av aksjekapitalen må finne seg i vedtaket. Dersom ni tidels-kravet i § 5-19 hadde kommet til anvendelse ved siden av § 5-18 annet ledd, ville B-aksjonærene fått et større vern.

Spørsmålet er ikke behandlet i juridisk teori eller rettspraksis. Ordlyden omfatter som vist begge situasjoner. Det kan være hensiktsmessig å se hen til systembetraktninger mellom de ulike bestemmelsene.

Paragraf 5-18 annet ledd retter seg direkte mot forholdet mellom aksjeklasser. Det kan således hevdes at bestemmelsen tjener som *lex specialis* når en aksjeklasse vedtar at en annen aksjeklasses rettsstilling forringes.

På den annen side gjelder § 5-19 første ledd kun forringelse av en aksjonærs økonomiske rettigheter. Det at § 5-19 stiller et strengere flertallskrav enn § 5-18 annet ledd gir uttrykk for at de økonomiske rettigheter er særskilt vernet. Bestemmelsen kan slik sett ha status som *lex specialis* i relasjon til hvilken rettighet som forringes.

En løsning kan være at flertallskravet i § 5-19 kommer i tillegg til § 5-18 annet ledd når det er tale om å redusere en aksjeklasses rett på utbytte eller adgang til selskapsformuen. Løsningen er imidlertid ikke opplagt, og som nevnt er ikke grensedragningen behandlet i teorien eller i rettspraksis.

3.5 Krav om enstemmighet etter § 5-20

Kort om bestemmelsen

Paragraf 5-20 lister opp en rekke tilfeller hvor det kreves enstemmighet. De ulike scenarioene som listes opp ville mest sannsynlig vært underlagt et krav om samtykke fra de berørte aksjonærene etter § 5-21,¹⁴⁸ men her har lovgiver funnet det hensiktsmessig å lovfeste hvilke beslutninger som krever enstemmighet. Dette er samtidig en klar fordel for aksjonærene. Som nevnt tidligere vil et søksmål med grunnlag i § 5-21 innebære større grad av usikkerhet om sakens utfall.

Det er spesielt en problemstilling som er relevant for selskaper med A- og B-aksjer. Dette gjelder § 5-20 første ledd nr. 3 og tvangsinnløsning av aksjer. Bestemmelsen stiller krav om tilslutning fra samtlige aksjonærer ved beslutninger som innebærer at «aksjer kan være gjenstand for tvungen innløsning».

Spørsmålet er om § 5-20 første ledd nr. 3 kommer til anvendelse dersom aksjekapitalen settes til null med en påfølgende rettet emisjon mot A-aksjonærene. Realiteten for B-aksjonærene er at de mister aksjene sine i selskapet. Situasjonen er også relevant for selskaper med kun ordinære aksjer hvor en ordinær aksjeminoritet blir innløst, men vurderingen kompliseres ytterligere når selskapet har A- og B-aksjer.

Kommer § 5-20 første ledd nr. 3 til anvendelse ved kapitalnedsettelse til null med en påfølgende rettet emisjon mot A-aksjonærene?

Utgangspunktet er at en kapitalnedsettelse ikke kan settes til under lovens minimumskapital, med mindre beløpet går til dekning av tap.¹⁴⁹ Det er imidlertid antatt i juridisk teori at aksjekapitalen kan settes til under lovens minimumskrav hvis den kombineres med en påfølgende kapitalforhøyelse.¹⁵⁰ Ved den påfølgende kapitalforhøyelsen kan fortrinnsretten for B-aksjonærene fravikes dersom majoriteten har vedtektsflertall.¹⁵¹ Som følge av at

¹⁴⁸ Truyen (2004) s. 124.

¹⁴⁹ § 12-2 annet ledd jf. § 3-1.

¹⁵⁰ Andenæs (2016) s. 555.

¹⁵¹ § 10-5.

aksjekapitalen nedsettes til null slettes dermed selskapets aksjer. Minoritetsaksjonærene kastes slik ut av selskapet. Spørsmålet er om det gjelder et skjerpet flertallskrav i tillegg til kravet om flertall som for vedtektsendringer i dette tilfellet.

Truyen fremhever her at slike beslutninger uansett er i strid med § 5-21.¹⁵² Problemet er som nevnt usikkerheten knyttet til å anfekte beslutningen med grunnlag i § 5-21. Et tilfelle hvor anfektelse med grunnlag i § 5-21 ikke fikk medhold er Rg. 1996 s. 491.

Saken gjaldt et selskap som satte ned aksjekapitalen til null. Selskapet foretok deretter en rettet emisjon mot en tidligere aksjonær og tre nye eiere. En aksjonær som ikke fikk delta i den påfølgende kapitalforhøyelsen reiste søksmål mot selskapet med påstand om at fravikelsen av fortrinnsretten var ugyldig. Rettsgrunnlaget var dagjeldende aksjelov § 9-16 om forbud mot myndighetsmisbruk. Lagmannsretten kom til at selskapets økonomiske utføre var saklig grunn og søksmålet førte ikke frem. Spørsmålet om tvangsinnløsning etter § 5-20 første ledd nr. 3 ble ikke tatt opp, og slike synspunkter ble heller ikke vurdert under myndighetsmisbruksdrøftelsen. Realiteten for aksjonæren var imidlertid tvangsinnløsning.

Andenæs uttaler imidlertid at § 5-20 første ledd nr. 3 er til hinder for «nedsettelse til null kombinert med kapitalforhøyelse hvis fremgangsmåten i realiteten må anses som en tvungen innløsning».¹⁵³ Han fremhever at en slik innløsning kun er aktuell hvis aksjekapitalen er tapt, men at også dette kan være vanskelig å avgjøre. Andenæs' synspunkt er altså at hver aksjonær må samtykke til beslutningene om kapitalnedsettelsen og den rettede emisjonen.

Aarbakke mfl. mener imidlertid at § 5-20 første ledd nr. 3 ikke kommer til anvendelse i en slik situasjon.¹⁵⁴ Dette må formentlig bety at både kapitalnedsettelsen og den påfølgende rettede emisjonen kan vedtas med flertall som for vedtektsendringer jf. § 5-18 første ledd.

Det diskuteres altså i teorien hvorvidt det generelt gjelder et samtykkekrav eller ikke. Situasjonen kompliseres imidlertid ytterligere der selskapet har inndelt i aksjeklasser. Aarbakke fremhever i den sammenheng at dersom en aksjeklasse bortskrives i sin helhet kreves som

¹⁵² Truyen (2004) s. 337, 347 og 405.

¹⁵³ Andenæs (2016) s. 562.

¹⁵⁴ Aarbakke mfl. (2017) note 2.1 til § 12-1.

utgangspunkt ikke samtykke fra aksjonærene, men at det er mulig at § 5-18 annet ledd kommer til anvendelse.¹⁵⁵

Dersom det er tale om å bortskrive en aksjeklasse er det dermed tvil om det er alminnelig vedtektsflertall, flertallskravet i § 5-18 annet ledd, eller enstemmighet etter § 5-20 første ledd nr. 3 som gjelder.

Mye taler for at i hvert fall § 5-18 annet ledd kommer til anvendelse dersom en aksjeklasse bortskrives i sin helhet. Sletting av aksjer er det mest inngripende som kan gjøres overfor aksjonærene. Vedtaket innebærer derfor ikke bare en *foringelse* av aksjeklassens «rett», men et fullstendig *bortfall* av «rett». Dersom bestemmelsen kommer til anvendelse gir den dermed to tredeler av B-aksjeklassen vern. Den øvrige tredjedelen av B-aksjer må imidlertid finne seg i innløsningen etter § 5-18 annet ledd.

Et problem kan oppstå dersom visse B-aksjonærer gis mulighet til å tegne seg i den påfølgende emisjonen. Situasjonen kan være at A-aksjeklassen ikke har vedtektsflertall og tilbyr de B-aksjonærene med betalingsevne til å være med på den rettede emisjonen, slik at kravet om vedtektsflertall blir nådd. Situasjonen kan også være at A-aksjeklassen har vedtektsflertall, men likevel ønsker at visse B-aksjonærer skal være med på den påfølgende emisjonen. Paragraf 5-18 annet ledd kommer ikke til anvendelse i disse tilfellene fordi det ikke er en «hel» aksjeklasses rett som er forringet, kun deler av den. De innløste B-aksjonærene får ikke hjelp av to tredelsflertallet.

Det kan derfor fremstå som vilkårlig om § 5-18 annet ledd kommer til anvendelse eller ikke. Der hele aksjeklassen bortskrives er det klart at bestemmelsen kommer til anvendelse. Hvis kun deler av en aksjeklasse innløses kommer bestemmelsen ikke til anvendelse.

For å unngå slike situasjoner kan synspunktet til Andenæs fremstå som mest fornuftig. Et samtykkekrav etter § 5-20 første ledd nr. 3 vil innebære størst grad av forutberegnelighet for aksjonærene. I tillegg bortfaller behovet for å saksøke selskapet med hjemmel i § 5-21.

Et argument mot at § 5-20 første ledd nr. 3 kommer til anvendelse på en slik situasjon er selskapets refinansieringsbehov. Det var nettopp tilfellet i den nevnte lagmannsrettsdom, hvor selskapets økonomiske situasjon var saklig grunn for at aksjonærenes fortrinnsrett ble fraveket.

¹⁵⁵ Aarbakke mfl. (2017) note 2.1 til § 12-1.

Dersom et enstemmighetskrav gjelder for slike situasjoner reduseres selskapers fleksibilitet hvis den økonomiske situasjonen er prekær. I slike tilfeller kan det være hensiktsmessig at § 5-20 første ledd nr. 3 ikke kommer til anvendelse, og at tilfellet overlates til en vurdering etter § 5-21. Det kan dermed foretas en bredere vurdering av hensynet til selskapet på den ene siden, og hensynet til aksjonærene på den andre siden. Som Truyen fremhever skal det uansett mye til for at en slik situasjon kan godtas etter § 5-21. Bestemmelsen vil derfor tjene som en sikkerhetsventil i de få tilfellene hvor selskapets refinansieringsbehov tilsier at fortrinnsretten til B-aksjonærene fravikes.

4 Oppsummering

Oppgaven stilte innledningsvis spørsmål om særlige hensyn gjør seg gjeldende når selskapet har inndelt i A- og B-aksjer. Svaret på dette avhenger av hvilket flertallskrav som vurderes.

Ved beslutninger som krever simpelt flertall etter § 5-17 nyter ikke B-aksjene et særskilt formelt vern. Mange av beslutningene som fattes med alminnelig flertall kan imidlertid være inngripende overfor B-aksjonærene, og B-aksjonærenes minoritetsvern ligger her i de materielle skrankene. Ved tolkningen av de materielle skrankene er et særskilt spørsmål om B-aksjonærene i utsultingstilfeller nyter eller bør nyte et særskilt vern som følge av manglende stemmerett. Rettspraksis viser at inndelingen i aksjeklasser kan være et moment i rimelighetsvurderingen etter § 8-4, men det er vanskelig å se at terskelen skal være annerledes når selskapet har A- og B-aksjer enn kun ordinære aksjer. Selv om B-aksjonærene i visse tilfeller kan fremstå særlig sårbare for utsulting, er aksjonærenes forutsetninger for selskapsdeltakelsen at de ikke har stemmerett, og derav at de ikke kan påvirke selskapsbeslutningene. De har dermed allerede akseptert en særskilt risiko ved å eie B-aksjer. Uansett viser drøftelsen at en bør være oppmerksom på at selskaper med A- og B-aksjer lettere kan få en fastlåst situasjon enn selskaper med ordinære aksjer med flere eierfraksjoner.

Ved tolkningen av § 5-18 annet ledd gjør det seg imidlertid gjeldende særskilte hensyn. Utgangspunktet er at likhetsprinsippet stiller krav om samtykke fra aksjonærene ved beslutninger som forringer en aksjeklasses rettsstilling. Paragraf 5-18 annet ledd er imidlertid ett unntak fra likhetsprinsippet fordi den kun stiller krav om to tredels flertall innenfor den berørte aksjeklassen (samt 50% av aksjonærene som kun eier B-aksjer). Ved forringelse av B-aksjenes rett er minoritetsvernet altså dårligere enn hvis en ordinær aksjonærgruppes rettsstilling skal forringes. Årsaken til dette er at en forringelse av ordinære aksjers rettsstilling som utgangspunkt krever enstemmighet.

At bestemmelsen må ses på som et unntak fra likhetsprinsippet påvirker også tolkningen av bestemmelsen. Dette gjelder særlig ved spørsmålet om § 5-18 annet ledd kan tolkes utvidende basert på rimelighetshensyn og likhetsprinsippet. Det at bestemmelsen ikke kunne begrunnes i minoritetsvernet talte mot at den kunne tolkes utvidende basert på de nevnte hensynene. Flere teoretikere har likevel tatt til orde for en begrenset utvidet tolkning i enkelte tilfeller, eksempelvis ved fortrinnsrettsemisjoner. Dersom faktiske omstendigheter kan vektlegges vil

dette være med på å styrke minoritetsvernet ettersom § 5-18 annet ledd også vil omfatte beslutninger som ellers kun ville krevd flertall etter § 5-18 første ledd. På grunn av forutberegnelighetshensyn bør likevel rettsanvenderen være varsom med å tillegge faktiske konsekvenser betydning i tolkning av «rett».

Gjennomgangen viser videre at valget av flertallskrav kompliseres ytterligere når selskapet har A- og B-aksjer. Årsaken til dette er at flere ulike flertallskrav kan gjøres gjeldende for samme type beslutning. Denne grensedragningen er lite behandlet i rettspraksis og juridisk teori, og det er derfor hensiktsmessig at rettstilstanden klargjøres ytterligere her.

5 Kilder

5.1 Lover

Gjeldende lover:

Aksjeloven (1997)

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper

Selskapsloven (1985)

Lov 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper

Opphevede lover:

Aksjeloven (1976)

Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper

5.2 Forarbeider

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) «Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)»

NOU 1996: 3 «Ny aksjelovgivning»

Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) «Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)»

NOU 1992: 29 «Lov om aksjeselskaper»

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

NUT 1970: 1 «Innstilling til lov om aksjeselskaper»

5.3 Rettspraksis

5.3.1 Høyesterettspraksis

Rt. 2003 s. 1501

Rt. 1931 s. 374

Rt. 1930 s. 481

Rt. 1929 s. 252

Rt. 1925 s. 88

5.3.2 Underrettspraksis

LA-2002-84

RG 1996 s. 491

5.4 Utenlandske lover

Aktiebolagslagen

Aktiebolagslagen (2005:551) [Sverige]

Selskabsloven

Bekendtgørelse nr. 510 af 28. april 2015 af lov om aktie- og

Anpartsselskaber (selskabsloven) [Danmark]

5.5 Internasjonale kilder

EMCA

European Model Companies Act 2017 1st edition

5.6 Litteraturliste

- Aarbakke (2017) Aarbakke, Magnus mfl., (2017) «Aksjeloven og allmennaksjeloven, kommentarutgave» i Kommentarutgaver.no.
- Aarum (1994) Aarum, Kristin Normann, *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper* (Oslo 1994)
- Andenæs (2016) Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 3. utg. ved Ole Andenæs, Stig Berge, Margrethe Buskerud Christoffersen, (Oslo 2016).
- Augdahl (1959) Augdahl, Per, *Aksjeselskapet efter norsk ret*, 3. utgave (Oslo 1959)
- Gina Bråthen (2014) Bråthen, Gina, *Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt*, (Oslo 2014)
- Tore Bråthen (1996) Bråthen, Tore, *Personklausuler i aksjeselskaper* (Oslo 1996)
- Tore Bråthen (2014) Bråthen, Tore. (2014) «Kommentar til aksjeloven» i *Norsk lovkommentar*, Gyldendal Rettsdata [Sisert 28.05.2018]
- Tore Bråthen (2017) Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 5. utgave (Oslo 2017)
- Eckhoff (2001) Eckhoff, Torstein, *Rettskildelære*, 5. utgave ved Jan E. Helgesen (Oslo 2001)
- Gomard (1992) Gomard, Bernhard, *Aktieselskaber og anpartsselskaber*, 2. utgave (København 1992)
- Gomard/Schaumberg-Müller (2011) Gomard, Bernhard og Peer Schaumberg-Müller, *Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskaber*, 6. utgave, (København 2011)
- Hammerich/Høyland (2009) Hammerich, Peter og Njaal Arne Høyland, «Aksjevederlag og lønnsbeskatning», *Revisjon og regnskap*, 2009 s. 42-45

- Lowzow/Reed (1993) Lowzow, Halfdan, Bjørn Gabriel Reed og Geir Steinberg, *Aksjonæravtaler*, (Oslo 1993)
- Nygaard (2004) Nygaard, Nils, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2. utgave, (Oslo 2004)
- Werlauff (1991) Werlauff, Erik, *Selskabsmasken*, (København 1991)
- Werlauff (2013) Werlauff, Erik, *Selskabsret*, 9. utgave (København 2013)
- Werlauff/
Schaumburg-Müller
(2008) Werlauff, Erik, Peer Schaumburg-Müller, *Aktieselskabslov*, 3. utgave (København 2008)
- Sundby (2003) Sundby, Anne Cathrine, «Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett», *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2003 s. 230-250
- Truyen (2004) Truyen, Filip, «Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper», *Jussens Venner*, s. 305-328
- Truyen (2005a) Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*, (Oslo 2005)
- Truyen (2005b) Truyen, Filip, «Enevelde eller aksjonærdemokrati – Medbestemmelse og maktmisbruk i aksjeselskaper», *Revisjon og Regnskap*, nr. 2 2005 s. 17-20

Nyhetsartikler:

- Berger (2017) Berger, Eirik. (2017) «Oljefondet vil holde Snapchat utenfor», *Dagens Næringsliv*, 27. juni 2017.
- Hovland (2017) Hovland, Kjetil Malkenes. (2017) «Ekstremt sjelden, om ikke unik, situasjon», *e24*, 15. mai 2017
- Bergo/Haaland (2015) Bergo, Knut og Jon Petter Haaland. (2015) «Preferanseaksjer – en ny vår for glemte instrument?», *Finansavisen*, 26. juni 2015