

Innhold

Forord	15
DEL I INTRODUKSJON.....	17
Kapittel 1 Innledning	19
1.1 Emnet	19
1.2 Bokens temaer og forskningsspørsmål.....	22
1.2.1 Tema.....	22
1.2.2 Hvilke hensyn er relevante for reguleringen av aksjeklasser?	23
1.2.3 Hvilke grenser oppstilles under norsk rett for bruk av aksjeklasser? – En undersøkelse av eksisterende regelverk knyttet til aksjeklasser i Norge	25
1.2.3.1 Hvilke begrensninger legger aksjeselskapsretten på aksjeselskapers mulighet til å vedtektsfeste aksjeklasser?.....	25
1.2.3.2 Innebærer hensynet til effektiv organisering av regulerte markeder ytterligere begrensninger i selskapers mulighet til å benytte aksjeklasser? ..	26
1.2.3.3 Hvilke andre begrensninger finnes i selskapers adgang til bruk av aksjeklasser?	27
1.2.4 Bør loven inneholde restriksjoner på bruken av aksjeklasser?	27
1.2.4.1 Omfatter lovgivningen de relevante hensynene?.....	27
1.2.4.2 Avsluttende betraktninger	28
1.3 Bokens videre struktur og avgrensninger	29
Kapittel 2 Metode og kilder	32
2.1 Norsk rett	32
2.1.1 Rettsdogmatisk fremstilling	32

2.1.2	Metodespørsmål i fremstillingen.	33
2.1.3	EU-rettslige kilders betydning i norsk aksjeselskapsrett og verdipapirrett.	34
2.2	Sammenliknende rett	35
2.2.1	Innledning.	35
2.2.2	Sverige, Danmark og andre europeiske jurisdiksjoner	36
2.2.3	USA	37
2.3	Utvikling på området i EU-retten	39
Kapittel 3 Hva er en aksjeklasse?		40
3.1	Begreper og rettslige utgangspunkt	40
3.1.1	Innledning.	40
3.1.2	Begreper	43
3.2	Aksjeklasser – egenkapital eller gjeld?	44
3.2.1	Hybridkapital	44
3.2.2	Preferanseaksjer – Eksempel	46
3.2.3	Skattemessig klassifisering.	47
3.3	Utbredelse av aksjeklasser.	49
3.3.1	Innledning.	49
3.3.2	Bruk av aksjeklasser i Norge.	50
3.3.2.1	Børsnoterte selskaper	50
3.3.2.2	Unoterte selskaper	53
3.3.3	Bruk av aksjeklasser i utlandet	55
3.3.3.1	Sverige og Danmark	55
3.3.3.2	Europa	56
3.3.3.3	USA	58
DEL II AKSJEKLASSERS STILLING UNDER NORSK RETT		61
Kapittel 4 Formål med aksjeklasser		63
4.1	Innledning.	63
4.2	Lovgivers formål med å tillate bruk av aksjeklasser	63
4.2.1	Innledning.	63
4.2.2	Tidligere aksjelovgivning.	64
4.2.2.1	Den første aksjeloven – 1910	64
4.2.2.2	Den andre aksjeloven – 1957	66
4.2.2.3	Den tredje aksjeloven – 1976	67
4.2.3	Aksjelovene fra 1997	70

4.2.3.1	To aksjelovutredninger	70
4.2.3.2	Drøftelser i forarbeidene vedrørende differensiert stemmerett	71
4.2.4	Oppsummering.	74
4.3	Formål med å opprette aksjeklasser	75
4.3.1	Innledning.	75
4.3.2	Positive virkninger av langsiktig eierskap og aktivt eierskap	76
4.3.2.1	Behov for langsiktig eierskap?	76
4.3.2.2	Positive finansielle virkninger av konsentrert eierskap.	79
4.3.2.3	Langsiktig eierskap i Norden.	84
4.3.2.4	Hvordan kan aksjeklasser benyttes for å oppfylle disse målene?	87
4.3.3	Økt medeierskap for ansatte	91
4.3.3.1	Er økt eierskap blant ansatte ønskelig?	91
4.3.3.2	Hvordan kan aksjeklasser benyttes for å oppfylle dette målet?	93
4.3.4	Maksimere potensialet i nye selskaper	94
4.3.4.1	Hvem bør styre selskapet?	94
4.3.4.2	Hvordan kan aksjeklasser benyttes for å oppfylle dette målet?	95
4.3.5	Fleksibel kapitalisering av selskaper.	100
4.3.5.1	Egenkapital med differensierte rettigheter	100
4.3.5.2	Hvordan kan aksjeklasser benyttes for å oppfylle dette målet?	102
4.3.6	Oppsummering.	109
4.4	Hensyn som kan tale for restriksjoner for bruk av aksjeklasser i lovgivningen	110
4.4.1	Innledning.	110
4.4.2	Begreper	111
4.4.2.1	Én aksje-én stemme.	111
4.4.2.2	Aksjonærdemokrati	113
4.4.3	Hensyn til selskapets minoritetseiere	114
4.4.3.1	Majoritetsmisbruk og overføring av verdier fra selskapet.	114
4.4.3.2	Prinsipal-agent-teorien (Agency Theory).	117
4.4.4	Optimal styring av selskapet.	122
4.4.4.1	Finnes det en optimal modell for eier- og selskapsstyring?	122

4.4.4.2	Negative konsekvenser av en kontrollerende aksjeeier	125
4.4.5	Hensyn til finansiell utvikling i selskapet	126
4.4.5.1	Innledning	126
4.4.5.2	Undersøkelser av aksjeselskaper med noterte aksjer i USA.....	127
4.4.5.3	Undersøkelser av aksjeselskaper med noterte aksjer i Europa.....	133
4.4.5.4	Undersøkelser av aksjeselskaper med noterte aksjer i Norden	135
4.4.5.5	Hva viser undersøkelsene?.....	137
4.4.6	Hensyn til markedet for kjøp og salg av virksomheter. . .	138
4.4.7	Oppsummering.....	139
Kapittel 5	Kravet om at aksjeklasser vedtektsfestes	141
5.1	Innledning.....	141
5.2	Hvorfor skal aksjeklassene fremgå av selskapets vedtekter?	142
5.2.1	Formål som ligger til grunn for kravet om vedtektsfesting	142
5.2.2	Tilleggskrav om innføring i aksjeeierboken.....	143
5.3	Begrensninger i hva som kan vedtektsfestes?	144
5.3.1	Det rettslige utgangspunktet: Aksjeeiernes vedtektsfrihet	144
5.3.2	Grenser for vedtektsfriheten.....	146
5.3.3	Grenser for vedtektsfriheten vedrørende aksjeklasser – utgangspunkter.....	147
5.4	Hvordan fastlegge innholdet av vedtektsbestemmelser?	149
5.4.1	Innledning.....	149
5.4.2	Hva er vedtekter?.....	150
5.4.3	Tolkning av vedtektene	152
5.5	Alternativer til vedtektsfestede aksjeklasser	155
5.5.1	Innledning.....	155
5.5.2	Aksjonæravtaler	155
5.5.3	Andre avtalerettslige konstruksjoner for å skille kontroll og kapital	157
5.5.4	Pyramidestrukturer og krysseierskap.....	159
5.5.5	Personklausuler	162
5.6	Oppsummering	163

Kapittel 6 Flertallskrav ved opprettelse og endring av aksjeklasser ..	164
6.1 Innledning	164
6.2 Opprettelse av aksjeklasser på stiftelsestidspunktet	165
6.3 Etterfølgende innføring av aksjeklasser uten utstedelse av nye aksjer	166
6.4 Endring av rettsforholdet mellom tidligere etablerte aksjeklasser	168
6.4.1 Utgangspunkt	168
6.4.2 Forringelse av en aksjeklasse som er uten stemmerett ...	170
6.4.3 Kan to aksjeklasser underlegges felles behandling?	171
6.4.4 Kommer det særskilte flertallskravet i § 5-19 første ledd til anvendelse?	174
6.5 Innføring av en ny aksjeklasse ved utstedelse av nye aksjer	177
6.5.1 Utgangspunkt	177
6.5.2 Kommer det særskilte flertallskravet i § 5-19 første ledd til anvendelse?	180
6.6 Flertallskrav knyttet til aksjeklasser i særlige tilfeller	184
6.6.1 Konvertering av aksjer i én aksjeklasse til aksjer i en annen klasse	184
6.6.1.1 Konverteringsrett og konverteringsplikt	184
6.6.1.2 Ombytting	186
6.6.1.3 Flertallskrav ved innføring av konverteringsrett for aksjeeier og gjennomføring av slik konvertering	189
6.6.1.4 Flertallskrav ved innføring av konverteringsplikt for aksjeeier og gjennomføring av slik konvertering	190
6.6.2 Vedtektsbestemt innløsning av aksjer	190
6.6.2.1 Innløsningsrett og tvungen innløsning	190
6.6.2.2 Flertallskrav	191
6.6.3 Omsetningsbegrensninger	192
6.6.4 Kapitalforhøyelser i selskap som har flere aksjeklasser ..	193
6.6.5 Aksjeklasser og flertallskrav ved fusjon og fisjon	195
6.7 Oppsummering	198
 Kapittel 7 Mulige aksjerettslige begrensninger for bruk av aksjeklasser	 199
7.1 Innledning	199
7.2 Aksjerettslige prinsipper	200
7.2.1 Aksjerettslige prinsippers betydning	200

7.2.2	Likhetsprinsippet	202
7.2.2.1	Generelt om likhetsprinsippet	202
7.2.2.2	Likhetsprinsippets selvstendige materielle betydning	205
7.2.3	Vinningsformålet	213
7.3	Forbud mot myndighetsmisbruk	215
7.3.1	Generalklausulene i asl./asal. §§ 5-21 og 6-28	215
7.3.2	Når kan bruk av aksjeklasser være myndighetsmisbruk?	218
7.3.2.1	Når kan bestemmelsen i asl./asal. § 5-21 komme til anvendelse?	218
7.3.2.2	Eksempler knyttet til aksjeklasser og myndighetsmisbruk	220
7.4	Krav til selskapets organisering	230
7.4.1	Lovens utgangspunkt om myndighetsfordeling og organisering av selskapet	230
7.4.2	Begrenser aksjelovgivningen muligheten til å vedtektsfeste vetorett?	233
7.4.3	Begrensninger i adgangen til å avskjære retten til å velge styremedlemmer	234
7.4.4	Restriksjoner på bruk av stemmerettsbegrensninger	234
7.4.4.1	Særskilt om med stemmerettsbegrensninger i allmennaksjeloven	234
7.4.4.2	Stemmerett i aksjelovgivningen	237
7.5	Bestemmelser som skal beskytte minoritetsseierne	239
7.5.1	Individualrettigheter	239
7.5.2	Mindretallsrettigheter	242
7.5.3	Beslutninger som krever tilslutning av en viss andel av aksjekapitalen	244
7.6	Aksjeeiers økonomiske rettigheter	246
7.6.1	Rett til utbytte	246
7.6.2	Rett til utdeling ved likvidasjon	248
7.7	Aksjeeiers disposisjonsrettigheter	251
7.7.1	Lovens utgangspunkt	251
7.7.2	Forkjøpsrett	251
7.7.3	Andre vedtektsfestede begrensninger på aksjenes omsettelighet	252
7.8	Regulering av aksjeklasser i enkelte utenlandske jurisdiksjoner	254
7.8.1	Sverige	254

7.8.2	Danmark	257
7.8.3	USA	258
7.9	Oppsummering	260
Kapittel 8 Begrensninger for bruk av aksjeklasser i børs- og verdipapirlovgivningen.		263
8.1	Innledning	263
8.2	Gjelder andre hensyn for selskaper som er utstedere på regulerte markeder?	265
8.2.1	Regulering av aksjeeiers rettigheter i noterte selskaper	265
8.2.2	Hensynet til effektive finansmarkeder	266
8.2.2.1	Velfungerende kapitalmarkeder	266
8.2.2.2	Vil et forbud mot utstedelse av stemmerettsbegrensede aksjer være gunstig for kapitalmarkedene?	269
8.2.2.3	Ekskludering av selskaper med flere aksjeklasser fra aksjeindeksene	271
8.2.3	Konkurransen mellom de regulerte markedene	273
8.3	Begrensninger i børs- og verdipapirlovgivningen	275
8.3.1	Kort om reguleringen av noterte selskaper i Norge	275
8.3.2	Opptaksvilkår	277
8.3.2.1	Egnethetsvurderingen	277
8.3.2.2	Spredningskrav	279
8.3.2.3	Aksjers frie omsettelighet	281
8.3.2.4	Stemmerett for børsnoterte aksjer	285
8.3.3	Regler om tilbudsplikt	288
8.3.3.1	Hva er tilbudsplikt?	288
8.3.3.2	Hvilke følger har det for tilbudsplikten dersom selskapet har utstedt aksjer i flere aksjeklasser?	290
8.3.3.3	Verdsettelse av tilbud	293
8.3.4	Regelen om likebehandling i verdipapirhandelloven	296
8.3.5	Eierstyring og selskapsledelse – følg eller forklar	303
8.4	Sanksjoner ved brudd på reglene	303
8.5	Oppsummerende betraktninger	304
Kapittel 9 Andre mulige begrensninger for bruk av aksjeklasser		305
9.1	Innledning	305
9.2	EU-rettslige prinsipper som begrensninger for bruk av aksjeklasser	306

9.2.1	EU-rettslige prinsipper	306
9.2.1.1	Harmonisering av selskapsretten i Europa	306
9.2.1.2	Kort om etableringsretten	310
9.2.2	Fri bevegelse av kapital	312
9.2.2.1	Innledning	312
9.2.2.2	Forskjellsbehandling på bakgrunn av nasjonalitet	313
9.2.2.3	Indirekte forskjellsbehandling på bakgrunn av nasjonalitet	316
9.2.2.4	Nasjonale regler som urettmessige restriksjoner	318
9.2.3	Forholdsmessighetsprinsippet	323
9.2.3.1	Innledning	323
9.2.3.2	Nasjonalt regelverk som tillater vedtektsfesting av ulike rettigheter og forpliktelser for aksjer i samme aksjeselskap	325
9.3	Avtalerettslige og kontraktsrettslige prinsipper som begrensninger for bruk av aksjeklasser	328
9.3.1	Anvendelse av avtale- og kontraktsrettslige prinsipper i aksjeselskapsretten	328
9.3.2	Er aksjeselskapet en juridisk fiksjon?	330
9.3.3	Avtaleloven § 36	333
9.3.3.1	Kommer avtaleloven § 36 til anvendelse på vedtekter i aksjeselskaper?	333
9.3.3.2	I hvilke tilfeller kan avtaleloven § 36 inneholde en begrensning for bruk av aksjeklasser?	340
9.3.4	Forbudet mot rettsstridig omgåelse og lojalitetsplikt	343
9.4	Anbefalinger for eierstyring og selskapsledelse som begrensninger for bruk av aksjeklasser	345
9.4.1	Hva er corporate governance?	345
9.4.2	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse	347
9.4.2.1	Hvem gjelder anbefalingen for?	347
9.4.2.2	Hvilke uttalelser finnes om aksjeklasser og stemmerett i den norske anbefalingen?	348
9.4.2.3	Hva er bakgrunnen for anbefalingen om at selskapene ikke skal ha stemmerettsbegrensninger?	351
9.4.2.4	Hvilken betydning har den norske anbefalingen for de børsnoterte selskaperes vedtektsbestemmelser om aksjeklasser?	353

9.4.3	Europeisk corporate governance – begrensninger i fremtiden?	357
9.4.3.1	Uniformering av europeisk corporate governance	357
9.4.3.2	Lojalitetsaksjer.	360
9.5	Skatterettslige begrensninger for bruk av aksjeklasser	362
9.5.1	Innledning.	362
9.5.2	Realisasjonsbeskatning ved endring eller oppheving av aksjeklasser	363
9.5.3	Tilbakebetaling av innbetalt kapital	364
9.5.4	Skjermingsmetoden og FIFU-prinsippet forhold til aksjeklasser	365
9.5.5	Aksjeklasser ved fisjon og fusjon av selskaper.	367
9.6	Oppsummerende betraktninger	368
 DEL III AVSLUTTENDE BEMERKNINGER		 371
 Kapittel 10 Bør det være restriksjoner på bruk av aksjeklasser?		 373
10.1	Innledning.	373
10.1.1	Utgangspunkter for regulering	373
10.1.2	På hvilket nivå skal eventuelle restriksjoner foreligge?	374
10.2	Hvilke begrensninger foreligger i dagens regelverk i Norge?	375
10.3	Er begrensningene i dagens regelverk for omfattende eller ikke tilstrekkelige?	377
10.3.1	Aksjelovgivningens utgangspunkt	377
10.3.2	Er minoritetsvernet i dagens lovgivning tilstrekkelig?	378
10.3.3	Taler hensynet til effektive markeder for ytterligere begrensninger?	379
10.3.4	Kan hensynet til selskapets verdiutvikling og god corporate governance forsvare ytterligere begrensninger?	381
10.3.5	Oppsummering.	384
 Kildeliste		 387
 Stikkord		 435