



Avvik mellom eierskap og kontroll i ASA, med fokus på stemmeretten

av Marit Olsen

*Liten masteroppgave i rettsvitenskap
ved Universitetet i Tromsø
Det juridiske fakultet
Høsten 2007*

Innhold:

I	Innledning.....side	3
1.	Grunner til å samordne reglene i det selskapsrettslige Europa.....side	7
2.	Det norske systemet.....side	10
3.	Et utvalg av mekanismer som skaper avvik mellom eierskap og kontroll..side	14
3.1	<i>Aksjer med differensiert stemmerett.....side</i>	14
3.2	<i>Stemmerettsløse aksjer.....side</i>	19
3.2.1	<i>Stemmerettsløse aksjer uten økonomiske fordeler.....side</i>	19
3.2.2	<i>Stemmerettsløse aksjer med økonomiske fordeler.....side</i>	20
3.3.	<i>Prioritetsaksjer.....side</i>	22
3.4	<i>Stemmetak.....side</i>	23
3.5	<i>Eiertak.....side</i>	27
4.	Positive og negative sider ved stemmerettsbegrensninger.....side	28
4.1	<i>Er stemmerettsbegrensninger til hinder for takeovers?.....side</i>	29
5.	Formål med stemmerettsbegrensninger.....side	31
6.	Veien videre.....side	32
	 KILDEOVERSIKT.....side	 36

I. Innledning

Temaet er knyttet til maktutøvelse på generalforsamlingen i allmennaksjeselskaper. Generalforsamlingen er eiernes organ, og den øverste myndigheten i selskapet. Det handler om hvem som skal være i posisjon til å være med på å ta beslutninger.

De norske aksjelovene¹ § 4-1 inneholder den såkalte likhetsgrunnsetningen. Ordlyden i første ledd er at "[a]lle aksjer gir lik rett i selskapet". Likhetsgrunnsetningen, eller likhetsprinsippet, gir anvisning på utgangspunktet og hovedregelen. En konsekvens av likhetsgrunnsetningen i aksjelovene § 4-1 (1) er at personer som eier et likt antall aksjer skal ha de samme rettighetene overfor selskapet. Aksjonærene skal likebehandles. Samtidig kommer det tydelig frem at rettigheter i selskapet ligger på aksjen selv, og ikke på personen som eier denne.² En person som eier flere aksjer, vil naturlig nok besitte flere stemmer enn en person som eier bare en aksje. Likhetsprinsippet likestiller dermed bare aksjonærer som eier et likt antall aksjer. Disse har ytet selskapet lik kapitalinnsats, og derfor utsatt seg for lik risiko.³ Det dreier seg om proporsjonalitet mellom kapitalinnsats og innflytelse, jfr. proporsjonalitetsprinsippet, som omtales straks nedenfor.

Allmennaksjeloven § 5-4 første ledd slår fast at hver aksje har én stemme. I dette bekreftes at rettigheten ligger på aksjen, fordi antall stemmer som hovedregel vil øke med hvor mange aksjer man eier. Det er når denne hovedregelen, på et eller annet vis, ikke følges at vi snakker om avvik mellom eierskap og kontroll, relatert til stemmeretten.

I Norge åpner allmennaksjeloven for å fravike likhetsprinsippet. Stemmeretten kan skilles fra den enkelte aksje, slik at det ikke lenger er samsvar mellom eierskap og kontroll.

Fellesbetegnelsen er kvalitative stemmerettsbegrensninger.⁴ I selskaper med kvalitative stemmerettsbegrensninger består minst én aksjeklasse av aksjer med redusert stemmevekt eller ingen stemmerett. Manglende stemmerett eller redusert stemmevekt kan eventuelt kompenseres med en eller flere økonomiske fordeler i selskapet. "Den ene klasses stilling

¹ Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven/asl.) og lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven/asal.).

² Jesper Lau Hansen, "Stemmerettsforskelle i juridisk belysning", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2003:4 s. 459, heretter Hansen, *NTS*, 2003:4.

³ Tore Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, Oslo 2006 s. 417, heretter Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*.

⁴ Anne Cathrine Sundby, "Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2003:2 s. 231, heretter Sundby, *NTS* 2003:2.

behøver i og for seg ikke være bedre enn den annens, bare annerledes.”⁵ Aksjeklasser kan også skapes ved personklausuler. Det vil si at selskapets vedtekter kan bestemme at kun aksjonærer med bestemte egenskaper kan ha full stemmerett på selskapets generalforsamling.⁶ En annen form for personklausul er at rettighetsbegrensningen knytter seg til person, altså til den enkelte aksjonær. Dette kalles for kvantitative stemmerettsbegrensninger. Det er oftest tale om et stemmetak, men det kan også være et stemmegulv. Formål med de kvalitative stemmerettsbegrensninger og stemmegulv er typisk å konsentrere makten i selskapet, mens et stemmetak har som siktemål å spre makt.

Realiteten i at en stemmerettsbegrensning er knyttet til aksjen er at stemmerettsbegrensningen følger aksjen ved et eierskifte.⁷ Dersom stemmerettsbegrensningen er knyttet til aksjonæren, følger den ikke med når aksjen skifter eier. En annen sak er at den samme stemmerettsbegrensningen etter forholdene kan appellere også til den nye aksjonæren. Vedtektene må tolkes for å bestemme hvem som omfattes av en stemmerettsbegrensning.⁸

I 2002 definerte the High Level Group of Company Law Experts⁹ (heretter kalt Winter-gruppen, etter formannens navn¹⁰) et proporsjonalitetsprinsipp: “[P]roportionality between ultimate economic risk and control means that the share capital which has an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share capital, should normally carry control rights, in proportion to the risk carried. The holders of these rights to the residual profits and assets of the company are best equipped to decide on the affairs of the company as the ultimate effects of their decisions will be borne by them.”¹¹

Winter-gruppens rapport var starten på “et omfattende og ambisiøst arbeid med å videreutvikle selskapsretten”.¹² I EU-kommisjonens Action Plan fra 2003 ble det satt målsettinger i forhold til flere tiltak på sentrale områder av selskapsretten. Her kom det frem

⁵ Mads Henry Andenæs, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2. utgave, Oslo 2006 s. 134, heretter Andenæs.

⁶ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 40.

⁷ Andenæs, s. 299.

⁸ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 428.

⁹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4. November 2002.

¹⁰ Tore Bråthen, *Selskapsrett*, 2. utgave, Oslo 2006 s. 48, heretter Bråthen, *Selskapsrett*.

¹¹ *Report on the Proportionality Principle in the European Union* s. 5, heretter Rapporten.

¹² Anne Cathrine Sundby, “EUs arbeid med modernisering av selskapsretten”, *Tidsskrift for Forretningsjus* 2003 nr. 04 s. 428, heretter Sundby, *TfF* 2003 nr. 04.

at Kommisjonen innen 2008 skulle legge frem en rapport om proporsjonalitetsprinsippet, og hvordan EU-statene forholder seg til avvik mellom eierskap og kontroll i selskaper av ASA-typen.¹³ Denne rapporten ble lagt frem sommeren 2007, og har tittelen ”Report on the Proportionality Principle in the European Union (heretter omtalt som rapporten eller studien).

Rapporten er skrevet på grunnlag av en ekstern studie, utført på oppdrag av Kommisjonen. Den inneholder tallmateriale fra 16 EU-land, og i tillegg fra Australia, USA og Japan. Intensjonen med arbeidet var en deskriptiv studie, hvor mange forskjellige mekanismer som skaper avvik mellom eierskap og kontroll, ble forsøkt definert. Disse er videre kartlagt i relasjon til lovlighet i de forskjellige selskapslovgivninger, og faktisk utnyttelse. Rapporten opererer blant annet med to lister av selskaper pr. land, slik at mulige forskjeller i praksis mellom store selskaper og nylig børsnoterte selskaper kommer frem.

Resultatene fra studien gir anvisning på et enormt aspekt av problemstillinger, både vedrørende agentteorien¹⁴ og mer tekniske sider av selve stemmegivningen. Dette er tema som, i hver sine retninger, er sentrale når vi snakker om eierstyring. Jeg skal imidlertid begrense meg til å behandle de mekanismer som, i relasjon til stemmeretten, skaper avvik mellom eierskap og kontroll i norske og europeiske selskaper av ASA-typen. Jeg vil redegjøre for i hvilken grad den norske allmennaksjeloven tillater at norske ASA gjør bruk av stemmerettsbegrensninger, og hvordan selskapene benytter seg av denne adgangen. Videre vil jeg, blant annet på grunnlag av Kommisjonens eksterne studie, redegjøre for hvordan utvalgte land i Europa utnytter sin adgang til å ha kontrollforsterkende mekanismer i selskapene, der de etter loven har slik adgang. Utvalget av mekanismer er gjort på bakgrunn av det vi kjenner i norsk selskapsrett. Fremstillingen tar sikte på å gi en oversikt over mekanismenes anvendelse i europeisk selskapspraksis, samt å plassere denne i forhold til utviklingstrekk på tilknyttede områder i den europeiske selskapsretten.

Stemmerettsbegrensninger må vedtektsfestes. Det kommer av at maktstrukturen i et selskap er noe som personer utenfor selskapet skal kunne gjøre seg kjent med, eksempelvis i forbindelse med en eventuell investering i selskapet. Vedtektene skal, ifølge asal. § 2-18 første ledd jf.

¹³ Sundby, *TfF* 2003 nr. 4 s. 440.

¹⁴ Agentteorien handler om kostnader knyttet til at makt forskyves fra eierne til ledelsen. Premissen er at ledelsen ikke er i stand til å ivareta eierne interesser på lik linje med eierne selv. Fragmentert eierskap kan i praksis overføre makt til ledelsen, mens konsentrert makt vil bevare innflytelsen hos aksjonærene (eierne). ”Dermed fordres det at aksjonæren... disiplinerer ledelsen...”, jf. Sundby i *NTS* 2003:2 s. 232.

foretaksregisterloven¹⁵ § 3-1 a), registreres i Foretaksregisteret. Innholdet er på den måten allment tilgjengelig. Åpenhet og oversikt rundt selskapets indre struktur er en del av det å oppnå god eierstyring. I Europa og verden for øvrig pågår en debatt om hva som er god eierstyring, og diskusjonen har fokus på flere sider av selskapers organisasjon, struktur og aksjonærenes posisjon. Det internasjonale begrepet er corporate governance, og dette er blitt et vanlig ord også i Norge.¹⁶

Årsaken til at det er adgang til å fravike lovens normalordning med lik stemmerett for hver aksje, er blant annet at næringslivet har behov for å kunne tilpasse eierskap og maktstruktur til sitt enkelte selskap. Aksjelovene skal, samtidig som utgangspunktet er likhet, legge til rette for verdiskapning for flest mulig, og da er fleksibilitet i regelverket nødvendig. Ulempene består blant annet i at det er vanskeligere for utenforstående å sette seg inn i selskapets organisasjon, og det kan gå ut over selskapets muligheter til å innhente kapital utenfra. Videre vil aksjonærer med stemmerettsløse eller stemmesvake aksjer kunne oppleve ordningen som frustrerende, i den grad de ønsker å inneha fulle forvaltningsrettigheter. ”Aksjonærer som eier stemmesvake aksjer, har ikke samme mulighet til å øve innflytelse på selskapets drift, og følgelig svekkes deres aktive eierskap.”¹⁷ På den annen side kan det være ønskelig for en ren investor å ha en slik tilbaketrukket posisjon. Øvrige kontrollrettigheter, for eksempel minoritetsvernet og individualrettigheter, kan ikke skilles fra aksjer.

Sett i et europeisk perspektiv, er det først og fremst i forbindelse med selskaper av ASA-typen det er av interesse å kartlegge bruk av stemmerettsbegrensninger og hensiktsmessigheten ved slik bruk. Det er fordi ASA i større utstrekning enn AS er egnet til grenseoverskridende virksomhet.¹⁸ Selskaper som ønsker å være børsnotert må også velge ASA-formen, jf. børsloven¹⁹ § 24 jf. børsforskriften²⁰ § 4. EU-kommisjonens eksterne studie vedrørende proporsjonalitet mellom kapital og kontroll i børsnoterte selskaper i Europa har skapt en bakgrunn for det videre arbeidet mot et mulig felles regelverk angående organisasjonen i selskaper av ASA-typen. Studien har hatt fokus både på kartlegging av eierskap og makt i europeiske selskaper og på å avdekke hvorvidt de forskjellige typer maktregulering innvirker på selskapenes økonomiske prestasjoner. Utkast til femte selskapsdirektiv, også kalt

¹⁵ Lov 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak (foretaksregisterloven/fregl.).

¹⁶ Bråthen, *Selskapsrett* s. 52 flg.

¹⁷ Sundby, *NTS 2003:2* s. 232.

¹⁸ Bråthen, *Selskapsrett* s. 34.

¹⁹ Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven/børsl.).

²⁰ Forskrift 29. juni 2007 nr. 0875 om regulerte markeder (børsforskriften).

strukturdirektivet, er fortsatt på forslagsstadiet, og det ble sist endret i 1991. Frem til det eventuelt vedtas, omfattes det ikke av EØS-avtalen.²¹ I 2001 ble arbeidet mot vedtakelse av strukturdirektivet fjernet fra Kommisjonens dagsorden.²² De nasjonale rettssystemene i Europa er svært ulike hva angår selskapsorganisasjon, men arbeidet mot en viss harmonisering er ikke fullstendig skrinlagt. Den ovennevnte studien er en del av dette arbeidet.

Da norsk aksjelovgivning skulle reformeres på 1990-tallet, var holdningen til stemmerettsbegrensninger svært avventende i forhold til EUs arbeid på samme område. Lovgiver ønsket et sammenfallende resultat, og det kan derfor være grunn til å forvente en tilpasning hos oss ved en fremtidig europeisk regulering.²³ Vedtakelse av et direktiv utgjør en rettsakt som er bindende for Norge i kraft av EØS-avtalen.

1. Grunner til å samordne reglene i det selskapsrettslige Europa

Et godt integrert kapitalmarked innenfor EU forutsetter best mulig flyt av selskaper, kapital og kontroll mellom landene. Selskapers organisasjon er et nøkkelord i forhold til samordning av regler landene i mellom.²⁴ Målet er at grenseoverskridende virksomheter og initiativer på tvers av landegrensene skal støte på færrest mulig rettslige hindringer, slik at verdiskapningen i Europa får en større og sterkere plattform.

En sterkere tendens til samhandling mellom aktører på det europeiske markedet vil trolig underbygge behovet for, og videreutviklingen av, god corporate governance.

Selskapene skal ha en større reell valgfrihet i forhold til hvor de ønsker å etablere seg, slik at økonomiske og strategiske vurderinger får en større plass i beslutningsprosessen. Dette kan også motivere investorer til å vurdere hele det europeiske markedet når penger skal plasseres.²⁵ Slik kan det legges til rette for verdiskapning for flere parter. Hanne Søndergaard Birkmose peker på at "... stigende internationalisering af kapitalmarkedene medfører, at

²¹ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 102.

²² Rolf Skog, "Harmoniseringen av bolagsrätten inom EU – fortfarande vind i seglen", *Nordisk tidskrift for selskapsret* 2007:1 s. 71, heretter Skog, *NTS* 2007:1.

²³ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 102 flg.

²⁴ Sundby, *TjF* 2003 nr. 04 s. 429 flg.

²⁵ Sundby, *TjF* 2003 nr. 04 s. 429.

andelen af internationale investorer i... børsnoterede selskaber øges”.²⁶ Tall fra 2004 viser at andelen av børsnoterte aksjer som var eid av internasjonale investorer var betydelig.²⁷ 27 % av børsnoterte aksjer i Danmark var på dette tidspunkt eid av internasjonale investorer. For Tyskland, England og Sverige var tallene henholdsvis 17 %, 32 % og 33 %. I Nederland var andelen av aksjer på utenlandske investorens hender på hele 69 %.²⁸ For en fortsatt utvikling mot internasjonalisering, er det nødvendig at hensyn til investorenes behov blir ivaretatt.

Samordning av det selskapsrettslige regelverket kan videre motvirke at det oppstår en såkalt Delaware-effekt i Europa. ”Med en Delaware-effekt siktes til det faktum at en stor del av amerikanske selskaper er registrert i delstaten Delaware, fordi denne staten er ansett for å ha den minst byrdefulle selskapslovgivningen”.²⁹ Så mye som 50 % av USAs børsnoterte selskaper er registrert i Delaware, og de fleste av dem har sin virksomhet utenfor denne staten.³⁰ En lite byrdefull selskapslovgivning er gjerne en lovgivning som pålegger selskapene få plikter, og som ikke har store kostnader knyttet til det å etablere en virksomhet. Den står dermed i fare for å være ”uforsvarlig svak”.³¹ Her kan flere sentrale hensyn bli skadelidende. Birkmose fremhever at aksjonærenes interesser og rettigheter kan komme ”under pres”, fordi de forskjellige nasjonale lovgivninger er ulike hva angår aksjonærenes stilling.³² Det kan skape grobunn for en konkurranse mellom statene som går i feil retning. Juridisk teori har kalt en slik utvikling for ”race to the bottom”.³³

Videre risikerer man, blant annet, dersom det ikke finnes noe krav om minste tillatte aksjekapital, at selskapene etablerer seg med minimalt med kapital i bunnen. Det er mulig for norske virksomheter å etablere et selskap tilsvarende et norsk aksjeselskap i et annet land, for så å drive virksomheten i Norge, gjennom et såkalt NUF.³⁴ Forkortelsen står for Norsk filial av Utenlandsk Foretak. Bruken av slike selskaper er økende i Norge, og en del av begrunnelsen er at man, gjennom å forholde seg til eksempelvis engelsk lovgivning, ikke

²⁶ Hanne Søndergaard Birkmose, ”Kommissionens direktiv om udøvelse af visse aktionærrettigheder”, *Nordisk tidsskrift for selskabsret* 2007:2 s. 61, heretter Birkmose, *NTS* 2007:2.

²⁷ Birkmose, *NTS* 2007:2 s. 61.

²⁸ Birkmose, *NTS* 2007:2 s. 61.

²⁹ Sundby, *TfF* 2003 nr. 04 s. 430 (note nr. 10).

³⁰ Hanne Søndergaard Birkmose, ”Hvad sker med beskyttelsen af aktionærernes interesser efter vedtagelsen af det 10. selskabsdirektiv og de øgede muligheder for selskabsretlig forumshopping?”, *Nordisk tidsskrift for selskabsret* 2006:3 s. 110, heretter Birkmose, *NTS* 2006:3.

³¹ Bråthen, *Selskabsrett* s. 33.

³² Birkmose, *NTS* 2006:3 s. 111.

³³ Bråthen, *Selskabsrett* s. 33 og Birkmose, *NTS* 2006:3 s. 110.

³⁴ Lena Johnsen, ”Norsk filial av Utenlandsk Foretak – NUF”, *Nordisk tidsskrift for selskabsret* 2007:2 s. 21, heretter Johnsen, *NTS* 2007:2.

behøver å oppfylle kravet som den norske aksjeloven stiller til minste tillatte aksjekapital. Sett med norske øyne taler hensynet til selskapenes kreditorer, medkontrahenter, ansatte og andre mot en slik adgang, fordi beskyttet kapital er med på å sørge for at deres interesser kan bli best mulig ivaretatt. I forhold til engelsk lovgivning kan det likevel argumenteres for at den kapitalbeskyttelse som foreligger i relasjon til "den egenkapital som selskapet bygger opp over tid, eksempelvis gjennom overskudd, vil bestå".³⁵ Ved at den engelske lovgivningen ikke stiller krav om minste tillatte aksjekapital, fremstår den som mer tilgjengelig for gründere enn den norske.³⁶ Når aksjonærenes interesse settes i sentrum på et så viktig punkt, oppmuntrer regelverket til etablering av næringsvirksomhet. Dette er ett av mange sentrale hensyn som bør avveies mot hensynet til kapitalbeskyttelse, når målet er verdiskapende næringsvirksomhet og et balansert rettslig rammeverk for selskapene.³⁷ Det optimale er derfor at EU-retten legger til rette for en konkurranse mellom EU-/EØS-statene om å ha den mest attraktive selskapslovgivningen, målt ut i fra kvalitet og forsvarlighet.³⁸ Dette fenomenet har juridisk teori kalt "race to the top".³⁹

Debatten som angår i hvilken grad det bør tillates at selskapets organisasjon åpner for avvik mellom eierskap og kontroll har pågått i lang tid. Utkastet til det femte av EUs selskapsdirektiver omhandler organisasjon i selskaper av ASA-typen, og har hatt Tysklands lovgivning som utgangspunkt. Dette er fortsatt på forslagsstadiet, men en utbredt oppfatning er at direktivet neppe blir vedtatt noen gang. Forslagets artikkel 33.1 har som utgangspunkt at alle aksjer skal gi like rettigheter.⁴⁰ Etter artikkel 33.2 kan selskapene imidlertid innta i vedtektene eller i stiftelsesdokumentet at noen aksjer kan fratras stemmeretten helt eller delvis, mot at andre særlige rettigheter tillegges disse aksjene. Videre kan denne aksjeklassen ikke utgjøre mer enn 50 % av aksjekapitalen. Jeg kommer tilbake til hvordan norsk allmennaksjelov forholder seg til forslaget.

Prosessen innenfor EU med å utrede i hvilken grad det er behov for sentral regulering av selskapers adgang til å fravike proporsjonalitetsprinsippet satte fart etter Winter-gruppens innstilling fra 2002. Her ble proporsjonalitetsprinsippet definert, jfr. punkt I ovenfor. Senere

³⁵ Johnsen, *NTS* 2007:2 s. 35.

³⁶ Johnsen, *NTS* 2007:2 s. 35.

³⁷ Johnsen, *NTS* 2007:2 s. 35.

³⁸ Bråthen, *Selskapsrett* s. 33.

³⁹ Bråthen, *Selskapsrett*, s. 33 og Birkmose, *NTS* 2006:3 s. 110.

⁴⁰ Sundby, *TjF* 2003 nr. 04 s. 440.

ble temaet ble fulgt opp i Kommissjonens Action Plan i 2003.⁴¹ På oppdrag fra Kommissjonen ble det mellom september 2006 og juni 2007 utført en undersøkelse med temaet proporsjonalitet mellom kapital og kontroll i børsnoterte selskaper i EU. Studien hadde et deskriptivt formål, og den skulle kartlegge eksistens av kontrollforsterkende mekanismer i utvalgte selskaper i utvalgte medlemsland og enkelte andre regioner, og videre skulle den gjennomgå de nasjonale rammene for å tillate slike mekanismer.⁴² Med kontrollforsterkende mekanismer menes metoder for å oppnå mer innflytelse i selskapet enn hva innskutt kapital skulle tilsi.

2. Det norske systemet

Allmennaksjeloven § 4-1, første ledd, andre setning forteller at selskapets vedtekter kan angi at selskapet skal ha flere aksjeklasser. Hva som ligger i dette, går frem av asl. § 5-3 første ledd og asl. § 5-4 første ledd. Først slås fast at hver aksje i utgangspunktet har én stemme på selskapets generalforsamling. Tredje punktum angir at det i vedtektene kan fastsettes at aksjene i en aksjeklasse ikke skal gis stemmerett eller skal ha begrenset stemmevekt. Ifølge andre punktum kan vedtektene også inneholde bestemmelser om stemmerettsbegrensninger som er knyttet til person.

Utgangspunktet hvor hver aksje gir en stemme på generalforsamlingen gjelder i svært mange land i Europa, og er som nevnt utgangspunktet også i utkast til femte selskapsdirektiv.

Ved at det kan opprettes aksjeklasser uten stemmerett eller med begrenset stemmevekt er det mulig for det enkelte selskap å konsentrere stemmeretten på et mindretall av aksjene. En annen mulighet er at stemmeretten graderes, slik at en aksjeklasse gis eksempelvis ti stemmer per aksje, mens en annen gis en stemme per aksje. Stemmeretten kan i ytterste konsekvens tilhøre én enkelt aksje. Med disse metodene kan selskapet innhente kapital utenfra uten at kontrollen over selskapet umiddelbart forrykkes.⁴³ Man kan altså bevare maktstrukturen slik den var før den nye kapitalen ble skutt inn, dersom det er bestemt i vedtektene at aksjene som tilhører den nye aksjonæren er uten stemmerett. Slike aksjer kalles ofte for B-aksjer, og aksjer

⁴¹ Sundby, *TjF* 2003 nr. 04 s. 431 jfr. s. 440.

⁴² Rapporten s. 5.

⁴³ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 103.

med full stemmerett for A-aksjer. Et klassisk eksempel er familiebedriften, der senior ønsker å overføre mest mulig verdier og rett til utbytte til junior, men ønsker å bevare kontrollen selv.⁴⁴ Han trenger kun å beholde én eneste aksje selv, dersom vedtektene bestemmer at kun denne aksjen har stemmerett. Senior står fritt til å fjerne retten til utbytte fra sin aksje, selv om han beholder stemmeretten. Alle de andre aksjene kan overføres til sønnen. Sønnen får da maksimal rett til utbytte, men ingen stemmerett. Som utgangspunkt gjelder dette imidlertid kun i aksjeselskaper, da det kun er her loven gir en ubegrenset adgang til å ha stemmerettsløse eller stemmesvake aksjer, jf. asal. § 5-3 første ledd. For allmennaksjeselskaper kan ikke mer enn halvparten av aksjekapitalen være rammet av stemmerettsbegrensninger, jfr. straks nedenfor. Det følger av asal. § 5-4, første ledd, i.f. ”Begrunnelsen for å velge en slik fremgangsmåte kan være et ønske om å gjennomføre arveoppkjøret økonomisk mens senior fortsatt er i live, samtidig som senior fortsatt skal beholde den avgjørende innflytelse”.⁴⁵

En annen sak er at individualrettigheter og rettigheter som ligger til en brøkmessig andel av aksjekapitalen ifølge loven ikke kan skilles fra aksjene på samme måte som stemmeretten, jf. asal. § 5-4 annet ledd. Det betyr at aksjonærer som eier stemmerettsløse B-aksjer likevel har en begrenset stemmerett. Denne inntreffer i de av generalforsamlingens beslutninger som krever flertall som for vedtektsendring, eventuelt kvalifisert flertall (asal. § 5-19) eller enstemmighet (asal. § 5-20). Vedtektsendring krever ifølge asal. § 5-18 tilslutning fra $\frac{2}{3}$ av stemmene så vel som $\frac{2}{3}$ av aksjekapitalen. I praksis foregår det på den måten at de stemmeberettigede A-aksjene stemmer i første runde. Dersom $\frac{2}{3}$ eller flere stemmer for, avholdes det deretter en ny avstemming. Her stemmer alle aksjonærer, og vedtagelse krever tilslutning fra $\frac{2}{3}$ også i denne runden.⁴⁶ På den måten oppfylles kravet om at både stemmene og kapitalen representeres i disse beslutningene. Konsekvensen er blant annet, i relasjon til det tidligere nevnte generasjonseksemplet, at senior, dersom han ønsker å få til en vedtektsendring, må få med seg junior på beslutningen, fordi junior representerer mer enn $\frac{2}{3}$ av aksjekapitalen. Det kan imidlertid presiseres at den begrensede stemmerett som kapitalkravet gir B-aksjene kun gir ”negativ innflytelse”.⁴⁷ Det innebærer at eierne av B-aksjer kan blokkere beslutninger, dersom

⁴⁴ Bråthen, *Selskapsrett* s. 75.

⁴⁵ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 584.

⁴⁶ Bernt Arne Ødegaard, ”Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity?”, *Journal of Banking & Finance* Volume 31, Issue 12, December 2007, Pages 3621-3645, punkt 3, heretter Ødegaard.

⁴⁷ Sundby, *NTS* 2003:2 s. 242.

deres samlede andel av aksjekapitalen utgjør mer enn 33 %, men de har ikke muligheten til å gjennomføre vedtak som ikke støttes av de stemmeberettigede aksjene.⁴⁸

Påbudet om vedtektsfesting betyr for det første at etablering av stemmerettsbegrensninger etter at selskapet er stiftet, må skje ved vedtektsendring. Fordi etablering av en form for stemmerettsbegrensninger etter stiftelse som regel vil innebære at det innbyrdes forhold mellom tidligere likestilte aksjer forrykkes, kreves det at beslutningen om å iverksette stemmerettsbegrensninger treffes enstemmig, jf. asal. § 5-20 nr. 4. For det tilfelle at en av aksjeklassene får sine rettigheter forringet ved en vedtektsendring, gjelder asal. § 5-18 andre ledd. Ifølge bestemmelsen forutsetter vedtagelse da at $\frac{2}{3}$ av kapitalen innenfor den aktuelle aksjeklassen støtter forslaget. Dette innebærer altså en skjerping av kapitalkravet. Dessuten må minst halvparten av de aksjonærene som kun eier aksjer i den berørte aksjeklassen stemme for. Dersom stemmerettsbegrensningene skal tre i kraft allerede ved stiftelse, må ordningen være innført i selskapets vedtekter, som vedlegges stiftelsesdokumentet. Av asal. § 2-9 går det frem at selskapet er stiftet når alle stifterne (eierne) har undertegnet stiftelsesdokumentet. Dette fordrer enighet blant alle aksjeeiere om eksistensen og rekkevidden av stemmerettsbegrensningene også ved innføring av aksjeklasser ved stiftelse.

Etter aksjeloven av 1976⁴⁹, som gjaldt for både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper frem til vedtagelse av aksjelovene av 1997, kunne vedtektsbestemte stemmerettsbegrensninger bare godtas dersom antallet aksjeeiere i aksjeklassen var lavere enn 20. Nærings- og energidepartementet kunne innvilge dispensasjon fra denne grensen.⁵⁰ I dag er adgangen til å ha stemmerettsløse eller stemmesvake aksjer ubegrenset for aksjeselskaper. For allmennaksjeselskaper kan ikke det samlede pålydende av aksjer med stemmerettsbegrensninger utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen. Det kan imidlertid søkes om dispensasjon fra Nærings- og handelsdepartementet. Det følger av siste setning i asal. § 5-4, første ledd. Denne begrensningen er i tråd med forslaget til femte selskapsdirektiv, hvor det foreslås å sette en maksimumsgrense på 50 % for hvor mye av aksjekapitalen som kan representeres av stemmesvake eller stemmerettsløse aksjer.

⁴⁸ Sundby, *NTS* 2003:2 s. 242.

⁴⁹ Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (opphevet).

⁵⁰ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 102.

Asal. § 4-4 første ledd jf. verdipapirregisterloven § 2-2⁵¹ krever at allmennaksjeselskaper straks etter stiftelse skal sørge for at det opprettes et aksjeeierregister for selskapet i et verdipapirregister. Andre ledd punktene 1-9 oppgir hvilke opplysninger som skal gå frem av aksjeeierregisteret. I forhold til stemmerettsbegrensninger er særlig bestemmelsens andre ledd nr. 5 og nr. 6 av interesse. Det skal gå frem av registeret hvor mange aksjer hver aksjonær eier og hvilken aksjeklasse disse aksjene tilhører, jf. § 4-4 andre ledd nr. 5. Etter samme bestemmelse nr. 6 skal det videre opplyses om hvilke særregler som gjelder for aksjene i de klasser som er undergitt særregler, i de selskaper hvor det finnes flere aksjeklasser. Plikten til å sørge for registrering påhviler styret, og styret har også ansvar for fortløpende å melde fra til registeret dersom det skjer endringer som fører til at de registrerte opplysninger blir villedende, jf. asal. § 4-6.⁵² Styret skal ifølge § 4-9 også gi melding til aksjeeieren når aksjeeieren er blitt innført i aksjeeierregisteret. Det er likevel verdipapirregisteret som utøver selve føringen av registeret.⁵³ En aksjeeier som selger sin aksjepost eller en del av den, plikter å melde fra om salget til verdipapirregisteret. Det følger av asal. § 4-7.

Etter asal. § 4-5 skal aksjeeierregisteret "være tilgjengelig for enhver". Dermed kan både aksjonærer og andre interesserte, for eksempel potensielle investorer, gjøre seg kjent med opplysninger om blant annet hvem som er aksjonærer i selskapet, hvilken type aksjer disse eier og hvilke rettigheter som ligger til aksjene. Slik kan man skaffe seg oversikt over hvem som har innflytelse i selskapet. En investor får på denne måten kunnskap om hvilken type aksjer han bør skaffe seg, og hvor mange aksjer han trenger for å oppnå den innflytelse eller de økonomiske rettigheter som han ønsker. Systemet ivaretar hensynet til notoritet og publisitet.

En undersøkelse av selskaper notert på Oslo Børs i perioden 1996 til 2001 påviser i hvilken grad selskapene har utnyttet lovens adgang til å ha aksjeklasser med differensiert stemmerett.⁵⁴ I 1996 var andelen av selskaper med flere ulike aksjeklasser på 14,5 %. I 2001 hadde tallet sunket til 9,9 %. Dette tallet tar ikke hensyn til at to av selskapene som var registrert med ulike aksjeklasser opphevet skillet mellom disse i løpet av 2001. Nedgangen i antall selskaper som benyttet seg av instituttet er tydelig. I tillegg viser tall fra 1991, i en undersøkelse foretatt av Bernt Arne Ødegaard og Øyvind Bøhren, at 21 % av selskapene

⁵¹ Lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven).

⁵² Andenæs s. 146.

⁵³ Andenæs s. 146.

⁵⁴ Tallene er hentet fra Sundby *NTS* 2003:2 ss. 232-233.

notert på Oslo Børs hadde flere aksjeklasser.⁵⁵ Tendensen til å utstyre selskapsvedtekter med flere ulike aksjeklasser er altså synkende gjennom hele 1990-tallet. Ifølge NOU 2005:17 s. 55 var det per 02.06.05 kun tre av selskapene som var notert på Oslo Børs som hadde flere aksjeklasser med ulik stemmevekt. Nedgangen i bruk av stemmerettsbegrensninger kan skyldes at de børsnoterte selskapene ønsker å være konkurransedyktige, ettersom det er antatt at kontrollforsterkende mekanismer kan påvirke selskapenes markedsverdi negativt, og senke aksjenes likviditet.⁵⁶ Det er ikke formell lov som er årsak til nedgangen. Adgangen til å bruke stemmerettsbegrensninger har ikke endret seg siden allmennaksjeloven av 1997. Ved vedtagelsen av denne ble adgangen til å ha stemmerettsbegrensninger på aksjer tvert i mot utvidet, ved at det ikke lenger finnes en grense for hvor mange aksjonærer det kan være i en aksjeklasse som har redusert stemmerett eller stemmevekt. Oslo Børs oppfordrer imidlertid selskapene til å forenkle aksjestrukturen sin, gjennom den norske Corporate Governance-koden.⁵⁷ Denne kommer jeg tilbake til.

Det foreligger ikke norske tall på bruk av stemmerettsbegrensninger knyttet til person.

”En stemmerettsbegrensning i lovens forstand foreligger selv om vedkommende aksjeklasse bare har begrenset stemmevekt i visse saker, for eksempel ved styrevalg”.⁵⁸ I EU-kommisjonens eksterne rapport er ”priority shares” betegnelsen på slike aksjer. Ordbruken tyder på at priority shares har visse fortrinnsrettigheter. Dette kommer jeg tilbake til.

3. Et utvalg av mekanismer som skaper avvik mellom eierskap og kontroll

3.1 Aksjer med differensiert stemmerett

Det er anført at aksjer med differensiert stemmerett kan gi et ”stabilt og langsiktig eierskap”.⁵⁹ Dette er den kontrollforsterkende mekanismen som av alle slike mekanismer er hyppigst brukt i Sverige, Polen, Nederland, Frankrike, Finland og Danmark.⁶⁰ Av de 16 europeiske landene som har deltatt i undersøkelsen, er aksjer med forskjellig stemmevekt tillatt i 53 % Ifølge

⁵⁵ Øyvind Bøhren og Bernt Arne Ødegaard, ”The Ownership Structure of Norwegian Firms”, Research Report Handelshøyskolen BI, 13/2000 s. 27.

⁵⁶ Sundby, *NTS* 2003:2 s. 233.

⁵⁷ Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse punkt 4, utgitt av Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse, 28. november 2006, 4. opplag (heretter CG-koden).

⁵⁸ Andenæs s. 302.

⁵⁹ Sundby, *NTS* s. 2003:2 s. 234.

⁶⁰ Rapporten s. 27.

rapporten er mekanismen gjennomført i 50 % av disse.⁶¹ Aksjer med differensiert stemmerett er en av de vanligste kontrollforsterkende mekanismene blant både de store selskapene og de nylig børsnoterte selskapene i Europa.⁶²

Instituttet innebærer alle steder at en type aksjer har flere stemmer knyttet til seg enn andre aksjer. Som resultat kan to investorer, som investerer like mye penger i et selskap, motta ulikt antall stemmer, og dermed ulik kontrollmulighet. Dette til tross for at de har tatt samme økonomiske risiko.⁶³ Stemmesterke aksjer omsettes generelt sjeldnere enn andre aksjer, og de utgjør i mange selskaper sterke eierkonsentrasjoner. Det er, blant annet på denne bakgrunn, hevdet at mekanismen kan utgjøre en hindring i forhold til såkalte takeovers.

I likhet med Norge vil A- og B-aksjer i Sverige, Finland og Danmark ha samme pålydende verdi, selv om stemmeretten er differensiert.⁶⁴

I Sverige er utgangspunktet, som i Norge, at hver aksje gir en stemme. I et flertall av de selskapene hvor differensiert stemmerett er innført, vil B-aksjene ha en stemme knyttet til seg, mens A-aksjene har ti stemmer. Etter dagens lovgivning kan ikke de stemmesterke aksjene være mer enn ti ganger sterkere enn de stemmesvake aksjene.⁶⁵ Tidligere inneholdt loven ingen slik begrensning, og det var da opp til selskapene selv å fastsette styrkeforholdet mellom aksjeklassene. De selskaper hvor dette forholdet var større enn 1:10, ble ikke pålagt å endre sin ordning da loven ble endret. Selv om denne endringen skjedde så langt tilbake som i 1944, kan de samme selskapene fortsatt gi ut aksjer med differensiert stemmerett, med et styrkeforhold som overstiger maksimumsgrensen i dagens lovgivning.⁶⁶ Dette skyldes overgangsregler, som tok sikte på at gjennomføringen av 1944-loven skulle skje med minst mulig ulempe for disse selskapene. Det kan bemerkes at aksjer helt uten stemmerett aldri har vært tillatt i Sverige.⁶⁷

⁶¹ Rapporten s. 18.

⁶² Rapporten s. 6.

⁶³ Rapporten s. 27.

⁶⁴ Se imidlertid punkt 4.1 om det danske selskapet A.P. Møller – Mærsk AS. Her har de stemmerettsløse aksjene en lavere pålydende verdi.

⁶⁵ T. Baums and E. Wymeersch (editors) s. 304.

⁶⁶ Rolf Skog, "Förslaget till takeover-direktiv, »breakthrough«-regeln och aktier med olika röstvärden", *Nordisk tidsskrift for selskapsret*, 2003:4 ss. 472 og 473, heretter Skog, *NTS* 2003:4.

⁶⁷ Skog, *NTS* 2003:4 s. 473.

Blant de 20 største selskapene har hele 16 selskaper aksjer med differensiert stemmerett.⁶⁸ Bare 9 av Sveriges nylig børsnoterte selskaper møtte de kriteriene som undersøkelsen la til grunn for denne kategorien. Kun ett av disse selskapene har aksjer med differensiert stemmerett, og det kan dermed spores en tydelig nedgang i antall selskaper som velger å ha aksjer med differensiert stemmerett. I dette selskapet (Hakon Invest) finnes det tre aksjeklasser. A- og B-aksjene har samme pålydende verdi og én stemme knyttet til hver aksje. Disse aksjene er børsnoterte, og de representerer 49 % av aksjekapitalen. C-aksjene har også rett til én stemme per aksje, men disse har ingen rett til utbytte. De er heller ikke børsnoterte. Årsaken til at man betrakter denne ordningen som en mekanisme som skaper avvik mellom eierskap og kontroll, er at det oppstår en forskjell mellom verdien til A- og B-aksjene kontra C-aksjene ved at sistnevnte kategori ikke ligger på børs. Dermed er det strengt tatt ikke proporsjonalitet mellom eierskap og kontroll.⁶⁹

B-aksjene representerer videre vanligvis mer enn halvparten av selskapets aksjekapital.⁷⁰ Dersom forslaget til femte selskapsdirektiv skulle bli vedtatt slik det står i dag, vil den svenske lovgivningen måtte begrense adgangen til å utstede B-aksjer til ikke å omfatte mer enn halvparten av selskapets aksjekapital. Det betyr at aksjeklassen som er i besittelse av fullt ut stemmeberettigede aksjer (A-aksjene) må utvides til å omfatte minst 50 % av aksjekapitalen. Utkastet til strukturdirektivet er imidlertid, som nevnt, tatt av Kommisjonens dagsorden, og det ser ikke ut til at arbeidet mot vedtagelse vil bli gjenopptatt. Norske tall fra perioden 1989-1997 viser at B-aksjer i gjennomsnitt representerte 30 % av selskapenes aksjekapital.⁷¹

Også i Finland og Danmark er det vanlig at A-aksjene gir ti ganger det antall stemmer som B-aksjene gir. Etter dansk lovgivning er dette også maksimum for hvor stemmesterke A-aksjene kan være i forhold til B-aksjene.⁷² Werlauff nevner at konsekvensen av at kun inntil 50 % av aksjekapitalen kan representeres av b-aksjer i Danmark ville være at ”danske selskaber ikke længre kunne styres via en A-aktiekapital på fx 1/10 af hele aktiekapitalen og med 10-dobbelt stemmeret, idet der i så fald højst kan utstedes B-aktier svarende til 50 % av aktiekapitalen

⁶⁸ Rapporten s. 74.

⁶⁹ Rapporten s. 75

⁷⁰ Rapporten s. 27.

⁷¹ Sundby, *NTS* 2003:2 s. 233 jf.

⁷² Rapporten s. 27.

(med andre ord: A-aksjonærene må til at dele magten med andre).⁷³ Jeg går ikke nærmere inn på den kompensasjon som kan bli aktuell i forhold til de opprinnelige A-aksjeeierne, som derved vil måtte avgi stemmestyrke.

Stemmerettsforskjeller i franske selskaper kan oppstå ved at aksjonæren, etter å ha eid aksjer i et selskap over lengre tid (minimum 2 år), blir belønnet ved at disse aksjene gir dobbel stemmerett.⁷⁴ Fordelen er altså ikke knyttet til den aktuelle aksjen, men til personen som eier denne, og derfor dannes ingen egen aksjeklasse ved arrangementer som dette. Likevel oppnås en maktkonsentrasjon blant de aksjonærene som sitter med aksjer med dobbel stemmerett.⁷⁵ Siktemålet er formodentlig at aksjonærene skal motiveres til å bidra til kontinuitet i selskapets maktstruktur. Dette representerer et problem i forhold til utenforståendes adgang til informasjon om selskapets organisering, hva angår hvem som har innflytelse. Dessuten innebærer ordningen redusert omsetning av selskapers aksjer, og det kan gjøre det vanskelig å få gjennomført en takeover. Selskapene plikter imidlertid hver måned å offentliggjøre en oversikt over aksjonærer og stemmerettsfordeling.⁷⁶ For å oppnå oversikt over maktfordelingen, er det ikke tilstrekkelig å vite hvor mange aksjonærer selskapet har. En må også skaffe seg kunnskap om hvor lenge de enkelte aksjonærer har eid aksjer i selskapet, for å kunne vite om noen av aksjonærene sitter på dobbel stemmerett. Systemet kan likevel bidra til at eierne tilstreber å holde på aksjene, for å oppnå fordelene av sterkere innflytelse. Kontinuiteten kan være positiv i forhold til samarbeid og effektivitet. I forhold til takeovers kan det imidlertid trolig ha en negativ effekt.

Den doble stemmeretten kan ikke overdras, og aksjens stemmekraft tilbakestilles til utgangspunktet ved eierskifte. Ordninger som innebærer stemmerettsforskjeller på aksjer er tatt i bruk av 58 % av de undersøkte franske børsnoterte selskaper, fordelt nesten likt mellom de store selskapene og de nylig børsnoterte selskapene.⁷⁷ Det kan altså ikke spores noen konkret nedgang i bruk av denne typen stemmerettsforskjeller. Instituttet med dobbel stemmerett for langvarig eierskap er også den mest anvendte av de tillatte mekanismer som skaper avvik mellom eierskap og kontroll. Kun ett av de franske selskapene har organisert aksjeklassene sine på en annen måte; dette selskapet (L'Air Liquide) har to forskjellige typer

⁷³ Erik Werlauff, *EU-Selskapsret*, 3. utgave, København 2002 s. 87 og 88, heretter Werlauff.

⁷⁴ Rapporten ss. 27 og 44.

⁷⁵ Rapporten ss. 18 og 44.

⁷⁶ Rapporten s. 45.

⁷⁷ Rapporten ss. 27 og 44.

børsnoterte aksjer, og begge har lik stemmerett. Den ene klassen har imidlertid økt rett til utbytte.⁷⁸ Dermed blir den en slags preferanseaksje. Den betegnelsen forbeholdes likevel, for ordens skyld, stemmerettsløse aksjer som har en økonomisk fordel.

Storbritannia er det landet blant de undersøkte europeiske landene hvor selskapene er mest restriktive med bruk av stemmerettsbegrensninger. Den nasjonale lovgivningen tillater innføring av stemmerettsløse aksjer både med og uten økonomiske fordeler så vel som aksjer med utvidet stemmerett. Lovgivningen er i dette henseende nokså liberal. Imidlertid er det kun ett selskap blant de undersøkte som har innført aksjer med differensiert stemmerett.⁷⁹ Dette selskapet, BP (Oil & Gas), var å finne blant de 20 største britiske selskapene. Her representeres imidlertid hele 99.7 % av den totale aksjekapitalen av ordinære aksjer.⁸⁰ Avviket fra prinsippet om én stemme per aksje er altså minimalt. I tillegg er konsekvensen av ordningen at de aksjene som er belagt med differensiert stemmerett faktisk besitter mindre stemmerett enn de ordinære aksjene. På den måten gir mekanismen en svært liten effekt.⁸¹

I den andre kategorien av undersøkte selskaper per land, de 20 sist børsnoterte selskapene, var det ingen av de britiske selskapene som hadde innført stemmerettsbegrensninger i sine vedtekter. I undersøkelsen begrunnes dette som et markedsfenomen; "(...)[M]arket practice and market expectations do not encourage the use of many of the available CEMs."⁸² Dette har trolig sammenheng med at Storbritannia over lengre tid har hatt en velutviklet tradisjon for å legge til rette for takeovers.⁸³

Etter østerriksk lovgivning er aksjer med utvidet stemmerett ikke tillatt. På dette punkt er således prinsippet om én stemme per aksje ("one share one vote") fullt ut gjennomført. Det samme systemet tillater imidlertid stemmerettsløse aksjer, dersom disse har en økonomisk fordel. Slike aksjer kan utgjøre maksimalt 1/3 av den samlede aksjekapitalen.⁸⁴ Belgias lovgivning går lengre i å gjennomføre likhetsprinsippet. Her følges prinsippet unntaksfritt, slik at kun en type av aksjer er tillatt.⁸⁵

⁷⁸ Rapporten s. 44.

⁷⁹ Rapporten s. 15.

⁸⁰ Rapporten s. 78.

⁸¹ Rapporten s. 78.

⁸² Rapporten s. 15. I rapporten brukes forkortelsen CEM for Control Enhancing Mechanisms.

⁸³ Skog, *NTS* 2003:4 s. 474.

⁸⁴ T. Baums and E. Wymeersch (editors) ss. 11 og 12.

⁸⁵ Rapporten s. 36.

3.2 Stemmerettsløse aksjer

I forarbeidene til de norske aksjelovene argumenterer Aksjelovutvalget for at det bør være opp til markedet å løse spørsmålet om hvorvidt stemmerettsløse og stemmesvake aksjer bør tilknyttes særskilte økonomiske fordeler.⁸⁶ Etter EUs forslag til femte selskapsdirektiv er en eller annen form for økonomisk godtgjørelse en betingelse for at stemmeretten skal kunne fjernes fra aksjer, eller reduseres. Årsaken er en generell frykt for at B-aksjene skal være lite attraktive som investeringsobjekter, og dermed føre til redusert omsetning av aksjene. Mange av de europeiske landene i undersøkelsen krever at stemmesvake aksjer skal ha et annet, økonomisk fortrinn i selskapet. Dette gjelder Belgia, Tyskland, Estland, Hellas, Ungarn, Luxemburg, Polen, Spania og Østerrike.⁸⁷ Vanligvis trekkes frem forlods rett til utbytte, rett til økt utbytte eller avslag i prisen på aksjene som fordeler som kan legges til aksjene som kompensasjon for den manglende innflytelsen. Norsk lov inneholder ikke et slikt krav. Her er det i stor grad overlatt til selskapene selv å trekke opp rammene i sine vedtekter. Hvis aksjene skal "rabatteres", oppstår prisforskjellen ved at man betaler en høyere pris for de stemmesterke aksjene, og dette kan sees på som ekstra betaling for den innflytelsen man får. Stemmerettsløse aksjer, både med og uten preferanse, er tillatt i Norge, jf. asal. § 5-4 første ledd, tredje punktum.

3.2.1 Stemmerettsløse aksjer uten økonomiske fordeler

Det at en aksje fratras stemmeretten helt eller delvis, innebærer ikke noen beskjæring av andre rettigheter knyttet til aksjen. Det følger av asal. § 5-4, andre ledd for norsk rett, og gjelder også i de europeiske landene som er undersøkt i kommisjonens eksterne undersøkelse. Instituttet er tillatt i Finland, Frankrike, Irland, Italia og Storbritannia. Frankrikes lovgivning tillater at maksimalt 25 % av aksjekapitalen kan være representert av stemmerettsløse aksjer uten økonomisk fordel. I Italia ligger grensen på 50 %. Imidlertid er det av de nevnte landene kun i Irland at denne stemmerettsbegrensningen eksisterer. Her har kun ett av de undersøkte selskapene innført stemmerettsløse aksjer uten noe økonomisk fortrinn, og dette utgjør 5 % av de medvirkende irske selskapene.⁸⁸

⁸⁶ NOU 1996: 3 punkt 8.1.3.

⁸⁷ Rapporten s. 15 og T. Baums and E. Wymeersch (editors), *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, London 1999 s. 11 og 12, heretter T. Baums and E. Wymeersch (editors).

⁸⁸ Rapporten ss. 19 og 28.

Andelen ligger også på 5 % i Danmark, som i dag er et av landene som ikke tillater instituttet innført. Tallet utgjør, som i Irland, kun ett av de undersøkte selskapene.⁸⁹ Årsaken er at dansk lovgivning tidligere har vært åpen for ordningen. Under revisjonen i 1973 ble det lovfestet at hver aksje skulle ha stemmerett.⁹⁰ Aksjer utstedt før revisjonen skulle imidlertid ikke bli berørt av lovendringen. Derfor eksisterer det fortsatt stemmerettsløse aksjer i Danmark. I det aktuelle selskapet (A.P. Møller-Mærsk AS) finnes det to typer aksjer. A-aksjene har ikke stemmerett, og har en lavere pålydende verdi. B-aksjene har to stemmer knyttet til seg, og de representerer 50 % av aksjekapitalen.⁹¹

Av de undersøkte europeiske landene er prosentandelen som tillater innføring av stemmerettsløse aksjer uten økonomisk fordel på 31 %, mens det kun er i 6 % av landene at selskaper bruker denne adgangen.⁹² Av de totalt 464 selskapene som omfattes av undersøkelsen, finnes stemmerettsløse aksjer i mindre enn 1 %. Denne mekanismen er, som tallene tyder på, en sjeldenhet i Europa.⁹³ Årsaken til dette kan dels være at slike aksjer ikke er attraktive på markedet, og at det av den grunn ikke er hensiktsmessig for selskapene å opprette en slik aksjeklasse. Den avtakende tendens til å gjøre bruk av denne typen stemmerettsbegrensninger kan tyde på at markedskreftene er sterke nok til å utradere mekanismer som oppfattes som lite hensiktsmessige. På den annen side er de forskjellige nasjonale tradisjoner kanskje for ulike til at den ønskede likhet kan oppnås med markedets hjelp alene. Denne typen stemmerettsbegrensning er for øvrig i strid med forslaget til femte selskapsdirektiv.

3.2.2 Stemmerettsløse aksjer med økonomiske fordeler (preferanseaksjer)

Det foreslås, som nevnt, i utkastet til femte selskapsdirektiv at selskapene skal ha adgang til å vedtektsfeste at inntil 50 % av den samlede aksjekapitalen skal være representert av stemmerettsløse aksjer, mot at disse tillegges en annen økonomisk fordel.

⁸⁹ Rapporten s. 28.

⁹⁰ T. Baums and E. Wymeersch (editors) s. 69.

⁹¹ Rapporten s. 39.

⁹² Rapporten ss. 15 og 16.

⁹³ Rapporten s. 28.

Stemmerettsløse preferanseaksjer finnes i 6 % av de totalt 464 undersøkte selskapene, og dette utgjør et antall på 29 selskaper.⁹⁴ Samtlige av disse selskapene er på listen over store europeiske selskaper, og det innebærer at ingen av de nylig børsnoterte selskapene har innført denne typen stemmerettsbegrensning. I de 16 europeiske landene som er undersøkt, sett under ett, er stemmerettsløse preferanseaksjer tillatt i 81 %, og tatt i bruk av selskapene i 41 % av landene. Selv om adgangen til å innføre stemmerettsløse preferanseaksjer er nokså vid i Europa, er slike aksjer ikke så vanlig som de kunne vært. De landene hvor denne stemmerettsbegrensningen er hyppigst tatt i bruk er Storbritannia, Irland og Italia. Her har henholdsvis 50 %, 30 % og 30 % av de undersøkte selskapene latt en del av aksjekapitalen representere av stemmerettsløse preferanseaksjer.⁹⁵ Selv om en stor del av Storbritannias selskaper har stemmerettsløse preferanseaksjer, betyr ikke det at disse aksjene utgjør en stor del av den samlede aksjekapitalen i selskapene. I de langt fleste av de britiske selskapene som undersøkelsen tar for seg representerer de ordinære aksjene så mye som 98 % av den totale aksjekapitalen, eller mer.⁹⁶

I Tyskland er det ingen typer av stemmerettsbegrensninger som spiller en stor rolle i selskapspraksis. Stemmerettsløse preferanseaksjer er lovlige, og tatt i bruk i fire av de undersøkte selskapene. I tre av disse representerer preferanseaksjene mindre enn 10 % av aksjekapitalen, mens i det fjerde (Volkswagen) ligger andelen på omtrent 27 %.⁹⁷ Eiere av preferanseaksjer har en forlods rett til utbytte.⁹⁸ Det betyr at dersom summen som skal tas ut som utbytte ikke er stor nok til å dekke alle aksjonærene, skal eierne av preferanseaksjer få oppfylt sin vedtektsfestede rett til utbytte før resten av utbyttet kan fordeles mellom de resterende aksjonærer.

De øvrige landene som tillater stemmerettsløse preferanseaksjer har ikke ubegrenset adgang i forhold til å binde opp aksjekapitalen i en slik aksjeklasse. Grensen for hvor stor prosentandel som er tillatt varierer mellom landene. I Spania, Italia, Ungarn og Luxemburg ligger grensen, i likhet med i Tyskland, på 50 %. Dette er sammenfallende med maksimumsgrensen som er foreslått i utkastet til femte selskapsdirektiv. Frankrike, Hellas, Belgia og Estland har

⁹⁴ Rapporten s. 28.

⁹⁵ Rapporten s. 19.

⁹⁶ Rapporten ss. 78 og 79.

⁹⁷ Rapporten s. 48.

⁹⁸ T. Baums and E. Wymeersch (editors) s. 125.

imidlertid en noe snevrere adgang. Her ligger grensene på henholdsvis 25 % og 40 % hva angår de to førstnevnte, mens de to sistnevnte har en likelydende grense på 1/3.⁹⁹

I Belgia og Luxemburg er ordningen videre at stemmerettsløse preferanseaksjer likevel har stemmerett i noen få, viktige henseender. Det gjelder blant annet dersom det skal stemmes over endringer som vedrører selskapets form eller formål.¹⁰⁰ Flere andre europeiske land har i sin lovgivning regler om at også stemmerettsløse aksjer har stemmerett knyttet til seg i visse saker. Også i Norge har stemmerettsløse aksjer stemmerett i noen tilfeller. Dette er hvor beslutningen som generalforsamlingen skal ta, krever flertall som for vedtektsendring. Jeg viser her til det som er sagt om kapitalkravet under punkt 2.

Fordeler som kan være aktuelle å knytte til stemmerettsløse aksjer er blant annet forlodsrett til utbytte, eller høyere utbytte enn de andre aksjeklassene, som nevnt ovenfor under punkt 3.2. Det nedfelles i vedtektene hvilke aksjer som skal ha en bestemt fordel, og disse aksjene utgjør da en egen aksjeklasse. Hvilke egenskaper som skiller aksjene avgjøres på grunnlag av en tolking av vedtektene.¹⁰¹ De økonomiske fortrinnene som tillegges aksjer uten stemmerett skal kompensere for den manglende innflytelsen.¹⁰² Eiere av preferanseaksjer har dermed tatt en mindre økonomisk risiko enn de øvrige aksjonærer, noe som ”kan forsvare at de får mindre innflytelse”.¹⁰³

Preferanseaksjer kan brukes – og har vært brukt – i Norge.

3.3 Prioritetsaksjer

Betegnelsen prioritetsaksjer er ikke like vanlig i Norge. Dette er noe annet enn ”preferanseaksjer”, som gjerne gir innehaverne bedre økonomiske rettigheter enn det som følger med ordinære aksjer. Rapporten definerer ”priority shares” som aksjer som gir aksjonærene innflytelse på spesielle områder, som går ut over den andelen av aksjekapital som vedkommende har skutt inn. Det kan dreie seg om en særlig valg- eller forslagsrett,

⁹⁹ Rapporten s. 19.

¹⁰⁰ Rapporten s. 19.

¹⁰¹ Bråthen, *Selskapsrett* s. 74.

¹⁰² Rapporten s. 28.

¹⁰³ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 431.

vetorett eller andre rettigheter som gir en særlig innflytelse. Ordningen varierer gjerne fra selskap til selskap.

Lovligheten av instituttet ligger på 56 % i de undersøkte europeiske landene, men kun 12 % benytter seg av adgangen.¹⁰⁴ Vanligst er mekanismen i Nederland, hvor 11 % av selskapene opererer med aksjer med spesiell innflytelse. Luxemburg, Ungarn og Polen ligger alle på 5 %. I Europa for øvrig benytter ingen av selskapene seg av adgangen til å utstede slike aksjer.¹⁰⁵

De forskjellige landene som tillater instituttet har forskjellige restriksjoner på ordningen. Frankrike, Estland og Italia har en øvre grense for hvor stor del av aksjekapitalen som kan være rammet, på henholdsvis 25 %, 33 % og 50 %. I Belgia, Danmark og Nederland er det et vilkår at den særlige innflytelsen ikke krenker den myndighet som ligger til selskapets generalforsamling. For Danmarks, Sveriges, Tysklands og Italias vedkommende er det videre et vilkår at instituttet ikke bryter med spesielle regler omhandlende styrevalg. Belgia og Danmark forbyr også at vetorett kan være blant de særlige rettigheter som tillegges denne typen aksjer. Endelig påbyr nederlandsk lov en grense på 50 % hva angår andelen av aksjer som kan eies av selskapets styremedlemmer.¹⁰⁶

I norsk rett kan vi til en viss utstrekning oppnå slik særlig innflytelse i spesielle saker. Det gjøres ved at stemmeretten i den eller de aktuelle saker forbeholdes en spesiell aksjeklasse. Det kan også dreie seg om aksjeklasser med spesielle rettigheter utover stemmeretten. Dette lar seg vedtektsfeste i Norge, men er neppe brukt i børsnoterte selskaper. Den vanligste terminologien er fortsatt A- og B-aksjer, og hvilke rettigheter som ligger til hvilken aksjeklasse avgjøres på bakgrunn av en tolking av vedtektene.¹⁰⁷

3.4 Stemmetak

Stemmetak er en form for kvantitative stemmerettsbegrensninger. I norsk rett er hjemmelen asal. § 5-4, første ledd, andre setning, som lyder: "Vedtektene kan inneholde bestemmelser om stemmerettsbegrensning som er knyttet til person." Slik vedtektsbestemmelse danner ingen egen aksjeklasse, men gjelder for enhver som har en eierandel som er så stor at

¹⁰⁴ Rapporten s. 16.

¹⁰⁵ Rapporten s. 20.

¹⁰⁶ Rapporten s. 20.

¹⁰⁷ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 428.

vedkommendes stemmerett blir begrenset av det tak som vedtektene fastsetter. Det er tillatt å fastsette stemmetaket til en bestemt brøk, eller prosentandel, av den samlede aksjekapital eller av det fremmøtte antall stemmer på generalforsamling. Instituttet har lang tradisjon i norsk rett, og var velkjent også før aksjeloven av 1910.¹⁰⁸

Formål med stemmetak kan være å spre makten i selskapet, slik at ingen aksjonær alene blir for dominerende. For eksempel kan ordningen være nyttig i en fase hvor et familieeid selskap skal noteres på børs. Med et stemmetak hindrer man at en ny aksjonær overtar kontrollen.¹⁰⁹ Dersom spredning av makt er siktemålet, bør stemmetaket i vedtektene følges av en konsolideringsbestemmelse samme sted. En slik bestemmelse skal da hindre at aksjonærer samarbeider for å unngå å bli rammet av stemmetaket, og går ofte ut på at to eller flere samarbeidende aksjonærer anses som én under stemmegivningen.¹¹⁰ Ordlyden i bestemmelsen er opp til selskapet selv, og kan ofte by på tolkingsproblemer. Noen ganger vil den være utformet på bakgrunn av en lovbestemt konsolideringsbestemmelse. Et norsk eksempel på en slik regel finnes i finansieringsvirksomhetsloven¹¹¹ § 2-6.¹¹² Alternativt kan aksjelovens egen definisjon av nærstående og personlig nærstående i § 1-5 tjene som mønster i dette henseende. I tilfeller som disse kan ”tolking av den aktuelle lovbestemmelsen gi veiledning også om vedtektstolkningen”.¹¹³

Videre kan et formål med stemmetak være å hindre at små aksjonærer kan kontrollere beslutningsprosesser på generalforsamling, dersom fraværet er stort.¹¹⁴

I rapporten brukes som eksempel samvirkebanker (co-operative banks), hvor hver aksjonær har rett til én stemme, uavhengig av hvor mange aksjer han eier.¹¹⁵ Ordningen kombineres gjerne med eiertak, altså en grense oppad for hvor mange aksjer hver aksjonær kan eie, jf. punkt 3.5.

¹⁰⁸ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 466.

¹⁰⁹ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 468.

¹¹⁰ Bråthen, *Selskapsrett* ss. 88 og 122.

¹¹¹ Lov 6. oktober 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven).

¹¹² Bråthen, *Selskapsrett* ss. 88 og 122, sml. Andenæs s. 300.

¹¹³ Andenæs s. 300, sml. Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 485.

¹¹⁴ Rapporten s. 20.

¹¹⁵ Rapporten s. 8.

Av de 16 undersøkte europeiske landene er stemmetak lovlige i 69 %. Slike stemmerettsbegrensninger er tatt i bruk i 56 % av landene. 34 av de totalt 464 europeiske selskapene har innført stemmetak, og dette utgjør 7 % av selskapene. Stemmetak er mer vanlig blant de store selskapene enn blant de nylig børsnoterte selskapene, men to av selskapene i den sistnevnte kategorien har mekanismen i sine vedtekter.¹¹⁶ Måten instituttet er organisert på kan variere mellom landene. Noen land opererer med et stemmetak på en prosentandel av den totale aksjekapital, mens noen setter andelen i forhold til andel av fremmøtt stemmeberettiget kapital på generalforsamlingen. Andre har en kombinasjon av disse to ordninger. ”Er stemmerettsbegrensningen fastsatt i forhold til selskapets totale aksjekapital, beror effekten av reguleringen på fremmøtet på generalforsamlingen”.¹¹⁷ I Norge kan alle de tre metodene for å regulere stemmetak benyttes.

Spania har det førstnevnte systemet, og i de aktuelle selskapene varierer maksimumsgrensene for hvor mange stemmer hver aksjonær kan avgi mellom 5 og 10 %. Her har så mye som 35 % av landets børsnoterte selskaper inntatt stemmetak i sine vedtekter, og det innebærer at Spania er det landet i Europa hvor stemmetak er vanligst i selskapspraksis.¹¹⁸ Det er likevel ingen av de nylig børsnoterte spanske selskapene som opererer med stemmetak.¹¹⁹ Den spanske listen over denne kategorien inneholder bare fire selskaper. Derfor er det vanskelig å trekke den konklusjon at bruk av stemmetak i selskapspraksis er avtagende, selv om tallene isolert sett indikerer en slik utvikling.

Ungarske selskaper kombinerer stemmetak som forholder seg til det totale antall stemmer og antallet fremmøtte stemmer. I enkelte av selskapene gjelder stemmetakene kun for utenlandske investorer. I Polen varierer stemmetakene fra 10 til 20 %, og her kombineres de to typene av stemmetak som er nevnt like ovenfor. I dette landet er det også ett selskap som har satt grensen så høyt som 75 %.

Av de undersøkte finske selskapene var det kun to som hadde innført stemmetak. Begge beregner dette ut i fra antall fremmøtte stemmer. Det ene selskapet har et stemmetak på 20 %, og det andre på 80 %.¹²⁰ Den store variasjonen viser at selskapene har ulike målsettinger med

¹¹⁶ Rapporten s. 30.

¹¹⁷ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 478.

¹¹⁸ Rapporten s. 20.

¹¹⁹ Rapporten ss. 71 og 136.

¹²⁰ Rapporten s. 31.

sine stemmetak, og kan tilpasse dem til sitt eget behov. Det eneste svenske selskapet som har innført stemmetak, har en grense på 10 %. Italienske selskaper opererer ifølge undersøkelsen med stemmetak på mellom 5 og 15 %, og som i Polen har selskapene en type stemmetak som utgjør en kombinasjon mellom antall fremmøtte stemmer og det totale antall stemmer. Greske selskaper har stemmetak som varierer mellom 5 og 35 %. Et av de greske selskapene (Bank of Greece) tillater registrering av stemmer på generalforsamling kun når denne er foretatt av en gresk investor.¹²¹

Tysk lovgivning tillater i utgangspunktet ikke stemmetak. Instituttet finnes likevel i ett selskap (Volkswagen). Stemmetaket er satt til 20 % av alle stemmer, og det går frem av en særlig lovbestemmelse.¹²² Unntaket begrunnes ut i fra nasjonale interesser. Et lignende tilfelle finnes i Irland, hvor det også er ett selskap (Ryan Air) som opererer med stemmetak. Også her begrunnes særtilfellet med nasjonale interesser.¹²³

I Frankrike suspenderes virkningen av en stemmetakbestemmelse ved overtakelsestilbud, i henhold til en gjennombruddsregel. Det betyr at stemmetaket mister sin virkning ved overtakelsestilbud, og formålet er at takeovers skal kunne gjennomføres uten den hindring som stemmetaket kan tenkes å utgjøre. Fire selskaper på Frankrikes liste over store selskaper har innført stemmetak. Stemmetakene varierer her, i selskapspraksis, fra 6 % av stemmene til 15 %. Der selskapene også har innført dobbel stemmerett til aksjonærer som har eid aksjer i to år eller mer, kan stemmetaket heves for disses vedkommende. Praksis varierer imidlertid mellom selskapene på dette punkt.¹²⁴ Ingen av de franske selskapene på listen over nylig børsnoterte selskaper har bestemmelser om stemmetak i vedtektene. Det kan tyde på en nedgang i bruken av dette instituttet, men det er vanskelig å gi noen konklusjon i den retning på den bakgrunnen som rapporten gir.

Det er også vanlig at stemmetaket skal gjelde likt for alle aksjonærer, eventuelt alle aksjonærer innenfor samme aksjeklasse. Slik er lovgivningen i Belgia, Danmark, Spania, Frankrike, Ungarn, Nederland, Finland og Sverige.¹²⁵ Også i Norge vil dette være den normale ordningen. Hvis man i Norge ikke skulle ha stemmetak likt for alle aksjonærer, måtte

¹²¹ Rapporten s. 31.

¹²² Rapporten s. 48

¹²³ Rapporten s. 31.

¹²⁴ Rapporten ss. 46 og 31.

¹²⁵ Rapporten s. 20.

man nok gjøre det som en to trinns-rakett: 1) aksjeklasser, og 2) stemmetak knyttet til hver aksjeklasse. Denne løsningen har antakelig ikke vært brukt hos oss. Selv om stemmetak etter loven er tillatt i Belgia, Nederland og Luxemburg, forekommer instituttet ikke i noen av de undersøkte selskapene fra disse landene.¹²⁶

3.5 Eiertak

Mange av de selskaper som har innført en form for kontrollforsterkende mekanisme har innført mer enn bare én. På den måten forsterkes effekten av mekanismene. På listen over store europeiske selskaper har 21 % flere mekanismer i kombinasjon. Av de nylig børsnoterte selskapene er andelen som har innført mer enn en mekanisme på 7 %.¹²⁷ Det finnes flere forskjellige kombinasjoner som forekommer flere ganger blant de undersøkte selskapene. Eiertak kombineres i 60 % av tilfellene med en annen mekanisme. Totalt har seks av de undersøkte selskapene kombinert stemmetak og eiertak, og dermed er dette den vanligste kombinasjonen hvor eiertak er involvert.¹²⁸ Årsaken til at denne kombinasjonen er forholdsvis mye anvendt kan være at den kan ”effektivisere beskyttelsen av selskapet” mot at personer med uønskede, eller uten ønskede, egenskaper får en sterk stilling.¹²⁹

Eiertak er en av de historisk sett mest velkjente av mekanismene som regulerer kontroll.¹³⁰ I dag er den vanligst i Hellas og Italia, hvor henholdsvis 10 % og 20 % av selskapene har innført eiertak.¹³¹ For øvrig tyder undersøkelsen på at bruken av eiertak er avtakende i Europa, til tross for at to av selskapene på listen over nylig børsnoterte selskaper har tatt ordningen i bruk.¹³² Blant danske, irske og spanske selskaper ligger andelen som har innført eiertak i vedtektene sine på 4 %. For disse landene er dette ensbetydende med ett selskap. Englands andel er bare så vidt høyere, på 5 %.

¹²⁶ Rapporten s. 15 og 20.

¹²⁷ Rapporten s. 24.

¹²⁸ Rapporten s. 32

¹²⁹ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 597.

¹³⁰ Rapporten s. 21

¹³¹ Rapporten s. 21

¹³² Rapporten s. 32.

4. Positive og negative sider ved stemmerettsbegrensninger

Det klart viktigste argumentet mot å innta mekanismer som forårsaker avvik mellom eierskap og kontroll er at kontroll og innflytelse i selskapet bør være proporsjonalt med den enkeltes økonomiske risiko i forbindelse med selskapet.¹³³ ”Aksjer uten stemmerett eller med begrenset stemmevekt medfører (...) at makten i selskapet kan bli konsentrert til visse aksjeeiere uten at disse representerer en tilsvarende andel av aksjekapitalen.”¹³⁴ Dette kan føre til frustrasjon hos andre aksjonærer som ønsker innflytelse.

Demokratiske hensyn taler mot stemmerettsforskjeller. Jesper Lau Hansen hevder at argumenter som går på rettferdighetshensyn og at demokratiske synspunkter kan avvises som argumenter mot stemmerettsforskjeller, fordi rettighetene i et kapitalselskap ikke ligger til person, men til aksjene. I den grad noen har mangelfulle kontrollrettigheter, er dette allerede kompensert for, i og med at kjøpesummen for stemmesvake aksjer er lavere.¹³⁵ Argumentene har en viss relevans for aksjonærer som forut for sin inntreden i selskapet hadde full oversikt over maktstrukturen, og har innrettet seg i henhold til dette. Den pågående debatten vedrørende corporate governance dreier seg imidlertid om å fremme aktivt eierskap, blant annet gjennom prinsippet om likhet mellom aksjonærene. Åpenhet rundt selskapenes ordninger med hensyn til stemmerettsforskjeller er et mål det jobbes kontinuerlig mot, for at potensielle aksjonærer skal ha en reell mulighet til å sette seg inn i selskapets forhold forut for inntreden. Jeg er et stykke på vei enig i at det vanskelig kan hevdes at aksjonærer som besitter B-aksjer er urettferdig behandlet til fordel for aksjonærer med A-aksjer. Dette forutsetter imidlertid at enhver har full anledning til å forutberegne sin posisjon.

På den annen side har næringslivet hatt, og har fortsatt, en sterk tradisjon for å organisere sin virksomhet mest mulig hensiktsmessig. Finansieringsmetodene bør kunne være fleksible. Selskapene bør eksempelvis stå fritt til å foreta en rettet emisjon mot en investor som først og fremst er interessert i de økonomiske rettighetene han kan oppnå i selskapet, men ikke i innflytelsen. Det er ikke alle aksjonærer som ønsker å delta aktivt i styringen av selskapet. I tillegg vil det å innskrenke selskapenes adgang til å utstede stemmesterke aksjer redusere muligheten for å ivareta en sterk eierfunksjon. Selskaper av ASA-typen er henvist til

¹³³ Andenæs s. 297 osv.

¹³⁴ NOU 1996: 3 s. 205.

¹³⁵ Hansen, *NTS* 2003:4 s. 461.

aksjemarkedet for å anskaffe kapital, og dette kan føre til fragmentert eierskap.¹³⁶ Ved at makten kan reguleres gjennom stemmerettsdifferensiering er det lettere for selskapet å sørge for at ikke for mye innflytelse forskyves mot ledelsen. Likevel er risikoen til stede for at investorer opplever en inndeling i aksjeklasser, eller andre mekanismer som separerer eierskap og kontroll, som en hindring når investeringsbeslutninger skal tas. Kommisjonens eksterne studie har tatt for seg denne delen av diskusjonen gjennom en undersøkelse, som investorer på tvers av Europa har deltatt i. Dette kommer jeg tilbake til.

Dersom forslaget til femte selskapsdirektiv skulle vedtas slik som det står i dag, ville det etableres en ny form for forutsigbarhet i kapitalmarkedet. Alle EU-land, og landene som ikke er medlemmer av EU, men likevel bundet av selskapsdirektivene gjennom EØS-avtalen, vil være forpliktet til å operere med samme rettslige rammeverk også når det angår det å etablere stemmerettsbegrensninger. Det femte direktivet anses likevel som "dødt".

4.1 Er stemmerettsbegrensninger til hinder for takeovers?

Det blir ofte anført at stemmerettsbegrensninger kan vanskeliggjøre overtakelser. "Enhver virksomhet som drives i selskapsform, skal i prinsippet kunne overtas til høystbydende".¹³⁷

Da det trettende selskapsdirektiv (takeover-direktivet) ble utformet, var stemmerettsbegrensninger et tema som var sentralt i diskusjonen om hvorvidt medlemsstatene skulle pålegges "å forby målselskapenes bruk av ulike metoder for oppkjøpsvern i forbindelse med fremsettelse av oppkjøpstilbud".¹³⁸ Det følger av direktivets artikkel 11 at stemmerettsbegrensninger faller bort på en generalforsamling som skal ta stilling til forsvarstiltak.¹³⁹ Etter artikkel 11 får stemmesvake B-aksjer ordinær stemmerett i slike tilfeller, og for stemmesterke aksjer reduseres stemmeretten til å sammenfalle med B-aksjenes ordinære stemmerett, altså en stemme per aksje.¹⁴⁰ Regelen skal etter hensikten gjøre overtakelse enklere, og presumptivt er stemmerettsbegrensninger ordinært til hinder for dette. Bestemmelsen kan også begrunnes med at en situasjon som er så inngripende som en

¹³⁶ Skog, *NTS* 2003:4 s. 471.

¹³⁷ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 430.

¹³⁸ Olav Fr. Perland, "Inkorporering av takeover-direktivet i norsk rett", *Nordisk tidsskrift for selskapsret* 2006:1 s. 103, heretter Perland, *NTS* 2006:1.

¹³⁹ Anne Cathrine Sundby, "Det nye selskapsrettslige landskap", *Lov og Rett* 2005 nr. 07-08 s. 408, heretter Sundby, *LoR* 2005, nr. 07-08.

¹⁴⁰ Sundby, *LoR* 2005 nr. 07-08 s. 408.

overtakelse berører alle aksjonærer, og derfor er tilfellet så spesielt at stemmerettsbegrensninger bør suspenderes.

Flere forfattere har i den senere tid argumentert mot å se på aksjer med differensiert stemmerett som hindringer ved overtakelser. Rolf Skog mener at denne tanken ”saknar såväl teoretiskt som empirisk stöd”.¹⁴¹ En problematisk situasjon oppstår i et tilfelle hvor ledelsen i målselskapet arbeider mot en takeover, på tvers av aksjonærenes interesser. I en slik situasjon vil det imidlertid være andre forsvarstiltak enn stemmerettsdifferensiering som kan settes inn for å hindre en takeover. Det dreier seg da om tiltak som kan iverksettes på kort tid, for å hindre en takeover som allerede er på trappene.¹⁴² Aksjer med differensiert stemmerett er en mekanisme som påvirker selskapet over lengre tid, og som styrker aksjonærinnflytelsen på bekostning av ledelsen. Ordningen motvirker derfor en situasjon hvor en takeover saboteres, med mindre dette er ønsket av aksjonærene selv.

Skog peker dessuten på det faktum at takeover-aktiviteten i Sverige er svært høy, også dersom man sammenligner med fenomenets forekomst i Storbritannia.¹⁴³ Storbritannia har tradisjonelt vært et foregangsland i Europa, hva angår å få gjennomført takeovers. Forekomsten av stemmerettsdifferensiering er der nesten ikke-eksisterende, jf. punkt 3.1. Sverige er imidlertid av de europeiske landene hvor instituttet er den vanligste kontrollforsterkende mekanismen. Presumpsjonen for at stemmerettsdifferensiering vanskeliggjør takeovers stemmer derfor ikke overens med svensk selskapspraksis.

Stemmerettsdifferensiering kan skape dominerende aksjonærposter. Det kan innebære at en enkelt aksjonær, eventuelt en liten gruppering, får en avgjørende rolle når selskapet skal ta stilling til en takeover, og mekanismen kan i den relasjon utgjøre en takeoverhindring. På den annen side kan det argumenteres for at denne hindringen er skapt av aksjeinnehavet, og ikke isolert sett av stemmerettsdifferensieringen.¹⁴⁴

Artikkel 11 er en av ”»de såkalte breakthrough-regler«”, og gjennomføring av regelen er frivillig for statene som er forpliktet av direktivet.¹⁴⁵ I norsk rett ble det i NOU 2005:17

¹⁴¹ Skog, *NTS* 2003:4 s. 476.

¹⁴² Skog, *NTS* 2003:4 s. 471.

¹⁴³ Skog, *NTS* 2003:4 ss. 474 og 476.

¹⁴⁴ Hansen, *NTS* 2003:4 s. 461.

¹⁴⁵ Perland, *NTS* 2006:1 s. 104.

foreslått ikke å inkorporere reglene i takeover-direktivets artikkel 11.¹⁴⁶ Begrunnelsen var blant annet at ”vedtektsbestemmelser som reduserer omsettelighet og stemmerett er lite utbredt i Norge”.¹⁴⁷ Videre ble det anført at selskapene kunne ha legitime grunner for å ha stemmerettsbegrensninger på aksjene. Selskapene skal imidlertid gis anledning til selv å velge om de ønsker å ha bestemmelser om tilsidesettelse av stemmerettsbegrensninger i tilbudsperioden i sine vedtekter.¹⁴⁸ Dette følger av § 6-17 nr. 4 i ny lov om verdipapirhandel av 2007. Bestemmelsen trer i kraft 01.01.08.

5. Formål med stemmerettsbegrensninger

Formål med innføring av stemmerettsbegrensninger kan være å konsentrere makt hos en eller flere aksjonærer. Dersom stemmene besittes av et mindretall av aksjonærene, oppnås slik maktkonsentrasjon. Dette mindretallet behøver ikke besitte majoriteten av aksjene. Det holder at de kontrollerer de aksjene som har stemmer knyttet til seg. Hvor stor andel av aksjene dette er, avgjøres av en tolking av vedtektene. Selskapenes agenda med å konsentrere innflytelsen hos et mindretall av aksjonærene kan variere. For eksempel ønsker selskapet å bevare kontroll hos en gruppe av aksjonærer som besitter særlig kunnskap på et område. Ved å plassere makt innenfor denne kretsen av personer kan selskapets effektivitet og gjennomføringsevne styrkes, på kortere eller lengre sikt. Et annet formål kan være å styre selskapets utvikling i en bestemt retning.¹⁴⁹ Også ved et generasjonsskifte kan muligheten til å regulere innflytelsen i selskapet gjøre det lettere å regulere den kommende eierstrukturen. ”F.eks. kan den arving som anses best skikket til å overta kontrollen over selskapet, få aksjer med stemmerett, mens de øvrige arvinger må nøye seg med aksjer som er helt eller delvis uten stemmerett.”¹⁵⁰

I en omstillingsfase kan det videre være ønskelig å bevare selskapets maktstruktur selv om en eller flere nye aksjonærer kommer inn i selskapet. Ved at den nye aksjonæren kun får adgang til å kjøpe stemmerettsløse aksjer, bevares kontrollen der den var før oppkjøpet. Det kan i slike tilfeller dreie seg eksempelvis om å sikre nasjonale interesser.¹⁵¹ Lokale, tradisjonsrike bedrifter kan være særlig opptatt av å hindre at for mye kontroll havner på hendene til eiere

¹⁴⁶ NOU 2005: 17 s. 55.

¹⁴⁷ NOU 2005: 17 s. 55.

¹⁴⁸ NOU 2005: 17 s. 54.

¹⁴⁹ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 426.

¹⁵⁰ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 427.

¹⁵¹ Sundby, *NTS 2003:2* s. 235.

som verken kjenner til, eller vil kjempe for å bevare, veletablert praksis. Før 1994 foreskrev industrikonsesjonsloven¹⁵² at internasjonale investorer kunne eie maksimalt $\frac{1}{3}$ av den stemmeberettigede kapitalen, med mindre det forelå konsesjon fra norske myndigheter.¹⁵³ På den tiden var det derfor mer aktuelt å utstede stemmerettsløse aksjer til disse investorene, slik at selskapet kunne innhente kapital. Loven ble endret som en følge av EØS-avtalen.¹⁵⁴

Stemmerettsbegrensninger kan også brukes til å spre makt i selskapet. Dette kan oppnås ved at man innfører et stemmetak, slik at ingen aksjonær kan stemme for mer enn eksempelvis 10 % av aksjekapitalen. Kvantitative stemmerettsbegrensninger kan, som anført under punkt 3.4, bøte på at en aksjonær alene blir for dominerende. Hensikten kan for eksempel være at man ønsker å gjøre selskapet forholdsvis uavhengig av en aksjonær, på grunn av interesser hos denne som går på tvers av selskapets. Ledelsen vil på den måten kunne stå friere til å balansere de hensyn som kan virke inn på beslutninger. Bråthen nevner ”ansattes interesser, offentlige interesser og regionale interesser”.¹⁵⁵ Videre kan et stemmetak være fordelaktig for aksjonærer med små aksjeposter, fordi stemmetaket hindrer at små aksjonærer blir for usynlige under stemmegivning. Deres innflytelse styrkes. Forekomster av stemmetak i selskaper tyder på at bedriftene ønsker å ha en demokratisk styringsmodell.¹⁵⁶

Samtidig kan et stemmetak oppleves som en uholdbar ordning for en større aksjonær, som ønsker maksimal innflytelse.

6. Veien videre

Det virker som om det er bred enighet blant europeiske investorer om at det optimale regelverket ikke tillater noen form for stemmerettsbegrensninger. Av kommisjonens eksterne rapport går det frem at mellom 58 % og 92 % av de spurte investorene oppfatter tilstedeværelsen av stemmerettsbegrensninger knyttet til person eller aksje som negativt når de vurderer mulige investeringsobjekter. Hvor mange prosent som var negative, kom an på

¹⁵² Lov 14. desember 1917 nr. 16 om erverv av vannfall, bergverk og annen fast eiendom m.m. (industrikonsesjonsloven)

¹⁵³ Sundby, *NTS* 2003:2 s. 235.

¹⁵⁴ Sundby, *NTS* 2003:2 s. 235.

¹⁵⁵ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 468.

¹⁵⁶ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper* s. 469.

hvilke av mekanismene som var aktuelle.¹⁵⁷ Aksjer med differensiert stemmerett og stemmetak er av de mekanismer som i størst utstrekning oppfattes negativt av investorene.¹⁵⁸ Dette er trolig de mekanismer som gir størst innvirkning på selskapers maktstruktur, avhengig av hvordan selskapene velger å bruke dem. Investorenes holdninger indikerer at et system hvor proporsjonalitetsprinsippet følges fullt ut ville være å foretrekke for denne gruppen, fordi dette vil redusere antall betenkeligheter med å foreta investeringer både innenfor og på tvers av landegrensene. Det indre marked vil styrkes ved at vi fjerner hindringer for fri flyt av kapital.

På den annen side er en rekke kontrollforsterkende mekanismer tillatt og anvendt i mange europeiske land. Kulturen for selvbestemmelse og vedtektsfrihet er dypt forankret i mange av de forskjellige nasjonale selskapskulturer.¹⁵⁹ De fleste av landene som er undersøkt har funnet en balanse mellom det å rendyrke prinsippet om rett til selvorganisering og motsatt prinsippet om en stemme per aksje.¹⁶⁰ Ingen av landene forholder seg strengt til ett av prinsippene, selv om flere av dem har prinsippet om en stemme per aksje som lovmessig utgangspunkt. Tallene fra rapporten viser at alle de forskjellige selskapslovgivninger tillater minst fem forskjellige kontrollforsterkende mekanismer.¹⁶¹ Det er likevel store ulikheter i selskapspraksis fra land til land. Forslaget til femte selskapsdirektiv har stagnert mye på grunn av de store variasjonene de europeiske landene i mellom, på flere av de områdene som planlegges regulert i direktivet. Kommisjonen har i tilfeller der direktiver og forordninger betraktes som en for hardhendt metode, gått veien om mildere midler, eksempelvis rekommandasjoner.

Den norske CG-koden punkt 4 anbefaler at selskaper kun har en aksjeklasse. I kommentaren til bestemmelsen poengteres at "[a]nbefalingen går lenger enn allmennaksjeloven, som tillater at selskaper har mer enn en aksjeklasse."¹⁶² Den er imidlertid i tråd med hovedregelen i utkast til femte selskapsdirektivs artikkel 33. CG-koden er ikke rettslig bindende. Den henvender seg først og fremst til børsnoterte selskaper, og til aksjeselskaper som jevnlig bytter eiere. Modellen som følges kalles "comply or explain". Dette innebærer at selskapene i sin årsrapport skal begrunne hvorfor de eventuelt velger å fravike anbefalingen.¹⁶³

¹⁵⁷ Rapporten s. 6.

¹⁵⁸ Rapporten s. 96.

¹⁵⁹ Rapporten s. 5.

¹⁶⁰ Rapporten s. 5.

¹⁶¹ Rapporten s. 5.

¹⁶² CG-koden punkt 4, kommentaren.

¹⁶³ Bråthen, *Selskapsrett* s. 53.

Mens direktivforslaget stagnerer, fortsatte debatten om corporate governance. Fokus ble i noen grad flyttet fra likhet i landenes selskapslovgivning til kvalitet på både lovgivning og eierstyring.¹⁶⁴ Det finnes ingen felles europeisk corporate governance-kode. Kommisjonen har foreløpig valgt ikke å sette i gang et arbeid for å skape en slik felles linje. I europeisk sammenheng finnes omtrent 40 versjoner av modeller for god eierstyring.¹⁶⁵ Disse kodene ansvarliggjør hvert enkelt selskap, gjennom å følge den ovenfor nevnte ”comply or explain”-modellen, fordi man tvinges til å ta stilling til mange aspekter ved selskapets og aksjonærenes forhold. En plikt til å avlegge en årlig rapport vedrørende egen corporate governance-praksis gir økt bevissthet i forhold til egne metoder, og bidrar også til å skape åpenhet rundt selskapets drift og organisasjon.¹⁶⁶ Norsk CG-kode punkt 1 omhandler styrets plikt til å avlegge en slik rapport, som skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen.¹⁶⁷ Da ett av punktene som skal adresseres går direkte på aksjeklasser (jf. like ovenfor om CG-koden punkt 4), er dette et skritt i riktig retning, i forhold til investorenes behov for offentliggjøring av mekanismenes eksistens og virkning.

Rolf Skog benytter seg av begrepet ”konvergens” når han beskriver den kvalitetssikning av selskapenes rammeverk som kan oppnås uten lovgivning.¹⁶⁸ Begrepet innebærer at de forskjellige landene utvikler likheter i sin praksis, på bakgrunn av likheter i rammeverkene, selv om de i utgangspunktet inneholder forskjeller.¹⁶⁹ Det gjenstår imidlertid å se hvorvidt markedet selv, ved hjelp av de forskjellige corporate governance-kodene, er i stand til å regulere situasjonen blant europeiske selskaper på en sånn måte at sentrale retningslinjer blir overflødig. Resultatene i undersøkelsen viser at den lovmessige adgangen til å bruke kontrollforsterkende mekanismer ikke nødvendigvis påvirker den faktiske utnyttelsen. Dette indikerer at markedet til en viss grad regulerer hvilke mekanismer som velges av selskapene.¹⁷⁰

I relasjon til det foreliggende tallmaterialet, som Kommisjonens eksterne undersøkelse har fremskaffet, er tendensen til nedgang i bruk av mekanismer som skaper avvik mellom

¹⁶⁴ Skog, *NTS* 2007:1 s. 71 flg.

¹⁶⁵ Sundby, *TjF* 2003 nr. 04 s. 431.

¹⁶⁶ Sundby, *TjF* 2003 nr. 04 s. 432.

¹⁶⁷ CG-koden punkt 1, kommentaren.

¹⁶⁸ Skog, *NTS* 2007:1 ss. 71 og 72.

¹⁶⁹ Kilde: Ordnett.no.

¹⁷⁰ Rapporten s. 16.

eierskap og kontroll tydelig. Av de store og etablerte selskapene i undersøkelsen har 48 % ingen form for kontrollforsterkende mekanismer nedfelt i sine vedtekter. Dette utgjør 149 selskaper av totalt 311 i denne kategorien. Blant de nylig børsnoterte selskapene er andelen som ikke anvender slike mekanismer så høy som 72 %. Det dreier seg her om 110 selskaper av 153.¹⁷¹ Totalt, når en ser begge listene under ett, står 56 % av selskapene uten noen form for kontrollforsterkende mekanismer.

Sett på bakgrunn av disse tallene, finnes det ingen entydig konklusjon som kan gi anvisning på veien videre hva angår sentral regulering av adgangen til å bruke stemmerettsbegrensninger. Studiens siktemål var heller ikke å komme med en slik konklusjon. ”The study finds that, on the basis of the academic research available, there is no conclusive evidence of a causal link between deviations from the proportionality principle and either the economic performance of listed companies or their governance. However, there is some evidence that investors perceive these mechanisms negatively and consider more transparency would be helpful in making investment decisions”.¹⁷² Det lar seg altså ikke påvise noen konkret sammenheng mellom avvik fra proporsjonalitetsprinsippet og selskapers økonomiske prestasjoner, og slike avvik påvirker heller ikke eierstyringen i påvist grad. Dette indikerer, isolert sett, at behovet for å gjennomføre “one share one vote” ikke er så påtrengende, men at søkelyset heller burde være på å strebe etter et best mulig system for å klarhet i det enkelte selskaps maktstruktur. Investorenes synspunkter er ikke overraskende i forhold til hva man tidligere har antatt. Det er viktig at disse kan tjene som redskaper i det videre arbeidet mot et samkjørt og integrert selskapsrettslig Europa.

¹⁷¹ Rapporten s. 24.

¹⁷² Reference: IP/07/751.

Kildeoversikt

Litteraturhenvisninger

Report on the Proportionality Principle in the European Union, by ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling LLP, 18 May 2007.

http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm

Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2. utgave (Oslo 2006).

Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 2. utgave (Oslo 2006).

Bråthen, Tore, *Personklausuler i aksjeselskaper* (Oslo 1996).

Baums, T. and Wymeersch, E. (editors), *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, Kluwer Law International (London 1999).

Werlauff, Erik, *EU-Selskapsret*, 3. utgave (København 2002).

Sundby, Anne Cathrine, "EUs arbeid med modernisering av selskapsretten", *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2003 nr. 04 s. 427-471.

Sundby, Anne Cathrine, "Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett", *Nordisk tidsskrift for selskapsret*, 2003:2, s. 230-250.

Sundby, Anne Cathrine, "Det nye selskapsrettslige landskap", *Lov og Rett*, 2005 nr. 07-08, s. 387-422.

Bøhren, Øyvind og Ødegaard, Bernt Arne, "The Ownership Structure of Norwegian Firms", Research Report Handelshøyskolen BI, 13/2000, s. 27 flg.

Ødegaard, Bernt Arne, "Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity?", *Journal of Banking & Finance* Volum 31, Issue 12, December 2007, Pages 3621-3645.

Skog, Rolf, "Förslaget till takeover-direktiv, »breakthrough«-regeln och aktier med olika röstvärden", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2003:4, s. 466-476.

Skog, Rolf, "Harmoniseringen av bolagsrätten inom EU – fortfarande vind i seglen?" *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2007:1, s. 66-78.

Perland, Olav Fr., "Inkorporering av takeover-direktivet i norsk rett", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2006:1, s. 97-106.

Hansen, Jesper Lau, "Stemmerettsforskelle i juridisk belysning", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2003:4, s. 452-465.

Birkmose, Hanne Søndergaard, "Hvad sker med beskyttelsen af aktionærernes interesser efter vedtagelsen af det 10. selskabsdirektiv og de øgede muligheder for selskabsretlig forumshopping?", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2006:3 s. 108-124.

Birkmose, Hanne Søndergaard, "Kommissionens direktiv om udøvelse af visse aktionærrettigheder – hvilken betydning får det for det danske aktionærdemokrati?", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2007:2 s. 60-78.

Johnsen, Lena, "Norsk filial av Utenlandsk Foretak – NUF", *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2007:2 s. 21-35.

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, utgitt av Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse, 28. november 2006, 4. opplag.

Forarbeider

NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning.

NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplicht og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper).

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

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

Lovhenvisninger

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven/asl.).

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

Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven/børsl.).

Forskrift 29. juni 2007 nr. 0875 om regulerte markeder (børsforskriften).

Lov 6. oktober 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven).

Lov 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak (foretaksregisterloven/fregl.).

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

Lov 14. desember 1917 nr. 16 om erverv av vannfall, bergverk og annen fast eiendom m.v. (industrikonsesjonsloven).