

**EU Kommisjonens forslag til
forenkling av annet
selskapsdirektiv**

**En sammenligning med norsk
selskapslovgivning**

Kandidatnummer: 215

Veileder: Professor dr. juris Tore Bråthen

Semester: Vår 2005

Antall ord: 17 996

Dato: 25. april 2005

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Presentasjon av tema og problemstilling.....	1
1.2	Avgrensning av oppgaven	2
1.3	Rettskilder og metode	4
1.4	Oppbygning av oppgaven.....	5
2	NÆRMERE OM SELSKAPSRETTEIN INNEN EU	7
2.1	EU's selskapsrett	7
2.1.1	EU's annet selskapsdirektiv	7
2.1.2	Bakgrunn for forslag til endring av kapitaldirektivet	9
2.1.3	Norges forhold til EU's selskapsrett.....	10
3	KOMMISJONENS FORSLAG TIL MODERNISERING AV ANNET SELSKAPSDIREKTIV.....	12
3.1	Redegjørelse ved tingsinnskudd ved stiftelse	12
3.1.1	Sammenligning med norsk rett.....	14
3.1.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	17
3.1.3	Sammenfatning.....	20
3.2	Redegjørelse ved tingsinnskudd ved avtale mellom selskap og aksjonær.....	21
3.2.1	Sammenligning med norsk rett.....	21
3.2.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	22
3.2.3	Sammenfatning.....	25
3.3	Redegjørelse ved tingsinnskudd ved kapitalforhøyelse	25
3.3.1	Sammenligning med norsk rett.....	26
3.3.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	26
3.4	Selskapers erverv av egne aksjer.....	27
3.4.1	Sammenligning med norsk rett.....	27
3.4.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	29
3.4.3	Sammenfatning.....	37
3.5	Selskapsfinansierte aksjeerverv	37
3.5.1	Sammenligning med norsk rett.....	38
3.5.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	39
3.5.3	Sammenfatning.....	44

3.6	Tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett	45
3.6.1	Sammenligning med norsk rett	46
3.6.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	47
3.6.3	Sammenfatning.....	48
3.7	Sikkerhetsstillelse ved nedsettelse av aksjekapitalen	48
3.7.1	Sammenligning med norsk rett.....	49
3.7.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	49
3.8	Tvungen innløsning av aksjer.....	50
3.8.1	Sammenligning med norsk rett.....	51
3.8.2	Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?	52
3.8.3	Sammenfatning.....	57
4	AVSLUTNING.....	59
	LITTERATURLISTE.....	60
	VEDLEGG	

KOM (2004) endelig. Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital.

1 Innledning

1.1 Presentasjon av tema og problemstilling

EU har et omfattende regelverk om selskapsrettslige forhold. For tiden pågår det et ambisiøst arbeid med å forbedre, videreutvikle og modernisere selskapsretten.¹ I følge EØS-avtalen² er Norge forpliktet til å rette seg både etter den primære EU-retten, slik den fremgår av Romatraktaten³, og i all hovedsak av den sekundære EU-retten.

Rådet og Kommissjonen i EU begynte allerede på 1960-tallet et harmoniseringsarbeid på selskapsrettens område. Gjennom en serie direktiver til medlemsstatene skulle en felles minstestandard oppnås i den nasjonale aksjeselskapsretten og etableringsfriheten i det europeiske fellesskapet fremmes.⁴

Kommissjonen har utarbeidet et forslag til endring av EUs annet selskapsdirektiv 77/91 EØF (kapitaldirektivet).⁵ De foreslåtte endringene «har til formål at lette de kapitalrelaterede foranstaltninger i aktieselskaber». Forslaget innebærer i hovedsak en forenkling av saksbehandlingsreglene i kapitaldirektivet, men Kommissjonen ønsker også å endre noe av det materielle innholdet i direktivet, samt at de anbefaler å innføre to nye bestemmelser om tvungen innløsning av aksjer. Saksbehandlingsreglene som er foreslått forenklet er reglene ved tingsinnskudd og saksbehandlingsreglene i forbindelse med unntak fra aksjonærenes fortrinnsrett. Videre anbefaler Kommissjonen å myke opp reglene om selskapers mulighet til å erverve egne aksjer, gi hjemmel for unntak fra forbudet mot selskapsfinansierte aksjeerverv og styrke kreditorers mulighet til å få stillet sikkerhet ved kapitalnedsettelse. Denne forenklingen vil etter Kommissjonens syn medvirke til å øke ervervslivets effektivitet og konkurransevne uten å svekke beskyttelsen av kreditorer og

¹ Sundby side 428.

² Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde av 27. november 1992 nr. 109.

³ Traktat om opprettelse av Det europeiske fellesskap av 25. mars 1957.

⁴ Skog 2001 side 332.

⁵ KOM (2004) punkt 1.1.

aksjonærer. Herunder vil selskaper kunne reagere hurtigere på utviklingen i markedet, med færre omkostninger og mindre tidsbruk.

Også i norsk rett er det fremhevet at beskyttelsen av kreditorer er grunnleggende som aksjelovgivningen bør ivareta. Justisdepartementet uttaler i den forbindelse at «hensynet til kreditorene bør imidlertid ikke drives så langt at andre grunnleggende hensyn blir skadelidende. Særlig er behovet for å foreta en avveining mellom hensynet til kreditorene og ønsket om å legge forholdene til rette for nyetableringer og et konkurransedyktig næringsliv»⁶

I det følgende vil Kommisjonens forslag til forenklingen av kapitaldirektivet bli behandlet. Jeg redegjør for de bestemmelsene som er foreslått endret, ser på hensynene bak endringene og sammenligner forslaget med norsk rett. Formålet med sammenligningen er å undersøke om de norske reglene er i samsvar med Kommisjonens forslag, eller om bestemmelsene i Norge bør endres for å harmonisere reglene med EUs selskapsrett. Forslagene til forenklingen blir behandlet i lys av norsk selskapslovgivning, i hovedsak allmennaksjeloven.⁷

Bestemmelsene i kapitaldirektivet ble vedtatt for å beskytte selskapsdeltakere, som likebehandling og minoritetsrettigheter, og tredjemenns interesser i selskaper med begrenset ansvar, som i hovedsak vil være kapitalen. Det generelle formålet med direktivet er å fastlegge vilkårene som skal overholdes for å sikre at selskapers kapital opprettholdes.⁸

1.2 Avgrensning av oppgaven

Det omfattende arbeidet i EU med å reformere selskapsretten favner ikke bare kapitaldirektivet. Kommisjonen har i sin Action Plan⁹ også foreslått regulering av problemstillinger knyttet til corporate governance, konsernstrukturer, selskapers restrukturering og de nye europeiske selskapsformene.¹⁰ I denne

⁶ Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 14.

⁷ Lov av 13. juni 1997 nr. 45 (asal.).

⁸ KOM (2004) punkt 1.1.

⁹ Action Plan er Kommisjonens oppfølging av Winter-gruppens innstilling. Kommisjonen videreførte i hovedsak forslagene til Winter-gruppen (KOM (2003)).

¹⁰ Sundby side 431.

oppgaven behandler jeg kun Kommisjonens forslag til forenkling av kapitaldirektivet når det gjelder reglene om kapitalbeskyttelse og beskyttelse av minoritetsaksjonærene. Winter-gruppens forslag om en ny tilnærming til et alternativt kapitalregime blir ikke behandlet i denne oppgaven, se imidlertid punkt 2.1.1 nedenfor.

Kapitaldirektivet gjelder for allmennaksjeselskaper, jf. art. 1 «aktieselskabet». Siden direktivet gjelder for allmennaksjeselskaper behandles bare reglene i allmennaksjeloven. Likevel henviser jeg til de aktuelle bestemmelsene i aksjeloven¹¹ fordi kapitaldirektivet i stor grad også er lagt til grunn i den, men hovedtyngden vil være på allmennaksjeloven. Begrunnelsen for at de norske aksjelovene av 1997 er tilsvarende like er at de bygger på den grunntanke at det ikke bør være større forskjeller mellom allmennaksjeselskaper og aksjeselskaper enn de som kan begrunnes ut fra selskapstypenes særegenheter. Ellers kunne resultatet blitt at den ene selskapsformen ville fremstå som mindre seriøs enn den andre.¹²

Siden kjernen i oppgaven er om Norge bør harmonisere bestemmelsene i allmennaksjeloven med Kommisjonens forslag til forenkling av kapitaldirektivet, vil jeg bare kort foreta en redegjørelse for gjeldende rett.

Oppgaven blir også avgrenset mot å behandle direktivet om offentlige overtakelsestilbud art. 15 og art. 16¹³ som regulerer overtakelsestilbud i børsnoterte selskaper av typen allmennaksjeselskap, selv om det i forslaget art. 39 bokstav a og b blir tatt forbehold angående «take-over» direktivet. Jeg finner det heller ikke hensiktsmessig å behandle regler i verdipapirhandelloven,¹⁴ da dette faller utenfor oppgavens formål.

¹¹ Lov av 13. juni 1997 nr. 44 (asl.).

¹² Ot.prp. nr 36 (1993-94) side 31 flg.

¹³ Direktiv 2004/25/EF

¹⁴ Lov av 19. juni 1997 nr. 79.

1.3 Rettskilder og metode

Kapitaldirektivet er gjennomført ved transformasjonsmetoden ved at direktivet er gjengitt i den norske selskapslovgivningen. Ved tolkning av aksjeloven og allmennaksjeloven er det ikke bare de norske rettskildefaktorer som har relevans, og ikke bare de norske rettskildeprinsippene som kommer til anvendelse, men derimot også rettskildefaktorer og rettskildeprinsipper som gjelder i EØS-retten og folkeretten generelt. Et eksempel på det er Rt. 2000 side 1811. Dommen omhandlet ikke selskapsrett, men rettskildemetoden vil mest sannsynlig også gjelde på selskapsrettens område. I dommen startet Høyesterett med de norske rettskildefaktorene, for så å vurdere om tolkningsresultatet lot seg forene med EØS-avtalens krav.

Rettskildeprinsippene i norsk rett og i fellesskapsretten er for det meste uskrevne. Men viktige unntak er likevel EØS-avtalen art. 1 om hensynet til ensartede regler i EØS (homogenitetssetningen) og art. 6, som sier noe om EU domstolens vekt ved anvendelsen av EØS-retten. Også andre prinsipper får anvendelse ved tolkningen av aksjelovgivningen som lojalitetsprinsippet, jf. EØS-avtalens art. 3 og ikke-diskrimineringsprinsippet, jf. art. 4. I tillegg kommer EØS-loven¹⁵ § 2 til anvendelse, som bestemmer at ved motstrid mellom regler som tjener til å oppfylle Norges forpliktelser etter EØS-avtalen og andre bestemmelser som regulerer tilsvarende forhold, skal den førstnevnte bestemmelsen ha forrang.

Rettskildefaktorer som er relevante ved tolkning av EØS-avtalens rettsakter i tillegg til de norske rettskildefaktorene, er praksis fra EU-domstolen og EFTA-domstolen, praksis fra Kommisjonen og ESA, reelle hensyn, internasjonal rett og EØS-statenes nasjonale rett.¹⁶

EUs rettsakter på selskapsrettens område stiller ofte minimumskrav til den nasjonale lovgivningen. Likevel går de forholdsvis langt i å beskrive hvordan rettsreglene skal se ut. I forhold til de folkerettslige forpliktelsene er det tilstrekkelig at den nasjonale lovgivning tilfredsstiller minimumskravene. Likevel kan det være hensiktsmessig å endre lovene for å oppnå harmoni med

¹⁵ Lov av 27. november 1992 nr. 109.

¹⁶ Sejersted 2004 side 201 flg.

det som ellers gjelder i Europa.¹⁷ Fortalen til kapitaldirektivet fremhever betydningen av å samordne nasjonale bestemmelser for å sikre «et minste likeverdig» vern for aksjeeiere og kreditorer.

De rettskildene som jeg har funnet relevant og vektlagt i denne oppgaven, er for det første de norske forarbeidene til aksjeloven og allmennaksjeloven. Jeg har også anvendt nordiske forarbeider, da de kan ha betydning fordi forhenværende aksjelov¹⁸ ble til etter et nordisk samarbeid, og fordi nordiske lover bygger på EUs selskapslovgivning. Rettspraksis har jeg vektlagt men i mindre grad fordi reglene som behandles er på forslagsstadiet og derfor er det forholdsvis lite å hente fra gjeldende rett. Juridisk teori, både norsk og nordisk, og reelle hensyn har vært nyttige rettskilder i denne oppgaven siden de norske reglene drøftes de lege ferenda.

1.4 Oppbygning av oppgaven

Den videre fremstillingen er delt inn i to hovedkapitler. I kapittel to redegjør jeg kort for selskapsretten innen EU og dens utvikling. Videre i kapittel to presenterer jeg innholdet i kapitaldirektivet, og sier litt om bakgrunnen for det omfattende reformarbeidet innenfor EUs selskapslovgivning. Til slutt behandler jeg Norges forhold til EUs selskapslovgivning og kapitaldirektivet.

Kapittel tre er oppgavens hoveddel og her blir problemstillingen behandlet. Jeg redegjør for Kommisjonens forslag til forenkling av kapitaldirektivet, og sammenligner forslaget med de tilsvarende bestemmelsene i allmennaksjeloven. Deretter drøfter jeg om Norge bør harmonisere reglene i henhold til Kommisjonens forslag. I drøftelsene ser jeg på hvilke hensyn bestemmelsene i utgangspunktet skal ivareta, for så å vurdere om Kommisjonens forslag til forenkling av kapitaldirektivet opprettholder disse hensynene. Jeg vurderer også hvilke virkninger forenklingen medfører og konkluderer om det vil være hensiktsmessig for Norge å endre de aktuelle bestemmelsene.

¹⁷ NOU 1992:29 side 21.

¹⁸ Lov av 4. juni 1976 nr. 59.

I siste kapittel runder jeg av oppgaven med en avslutning. Her foretar jeg en oppsummering av oppgavens problemstilling ved å konkludere om Norge generelt bør harmonisere de aktuelle bestemmelsene med Kommisjonens forslag.

2 Nærmere om selskapsretten innen EU

2.1 EUs selskapsrett

EU bygger i utgangspunktet på at lovgivningen på selskapsrettens område hører under medlemsstatene. Romatraktaten forutsetter likevel at deler av den nasjonale selskapslovgivningen skal harmoniseres som et ledd i gjennomføringen av etableringsretten.¹⁹ Etableringsretten er en av de sentrale grunnrettigheter i Romatraktaten og EØS-avtalen. Det vil si at det enkelte selskap har rett til å etablere seg i en annen EU- eller EØS- stat gjennom datterselskap, filial eller agentur, og dermed drive virksomhet på samme vilkår som gjelder for etableringsstatenes egne borgere og virksomheter, jf. Romatraktaten art. 43 og EØS-avtalen art. 31.

Målet innen EU er å modernisere selskapsretten som sådan. Kommisjonens utarbeidelse av Action Plan har som formål å skape et selskapsrettslig rammeverk som går lengre enn å beskytte mot misbruk til skade for aksjonærer og kreditorer. Action Plan bygger på den grunntanke at selskapsrettslige regler bør legges til rette for effektive bedrifter, og dermed stimulere europeiske selskapers konkurransevne. Dette skal bidra til at EU kan oppfylle sin målsetting om å ha verdens mest dynamiske og konkurransedyktige økonomi innen 2010.²⁰

Action Plan resulterte i «Forslag til Europaparlamentets og Rådets direktiv om ændring av Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital» KOM (2004).

2.1.1 EUs annet selskapsdirektiv

Kapitaldirektivet ble vedtatt av Rådet 13. desember 1976. Kapitaldirektivet inneholder bestemmelser om å verne selskapsdeltakeres og tredjemanns interesser når det gjelder stiftelse av allmennaksjeselskap og sikring og endring

¹⁹ Bråthen 2002 side 32.

²⁰ Skog 2001 side 331.

av deres kapital, jf. fortalet til kapitaldirektivet. Kapitaldirektivet har siden vedtakelsen vært den viktigste rettsakt i EU for kapitalbeskyttelse i selskaper med begrenset ansvar. Hensynet om å beskytte kapitalen i selskaper med begrenset ansvar er grunnleggende i selskapsretten både i nasjonal rett og europeisk rett. Dette fremgår klart av både aksjelovens forarbeider, sentrale EU direktiver, rettspraksis og juridisk teori.²¹

Med hjemmel i Romatraktaten, som er den primære fellesskapsrett, jf. art. 44 (2) bokstav g om etableringsfrihet, er kapitaldirektivet utstedt. I alt har EU vedtatt ti selskapsdirektiver med hjemmel i samme bestemmelse og fremmet forslag til ytterligere fire. Direktiver er EUs sekundære fellesskapsrett, noe som innebærer at de er bindende med hensyn til målsetting, men valg av form og midler for gjennomføringen overlates til nasjonale myndigheter, jf. Romatraktaten art. 249 og EØS-avtalen art. 7. Kapitaldirektivet er utformet som en minimumstilpasning, det vil si at nasjonal lovgivning kan gi en bedre beskyttelse enn hva direktivet gir. Et eksempel på dette er EU-domstolens avgjørelse av 19. november 1996 Nold/Siemens, der saken gjaldt en mer vidtgående fortrinnsrett i nasjonal lovgivning enn hva kapitaldirektivet krever. Domstolen slo fast at ved fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser kan nasjonal rett stille strengere betingelser enn hva kapitaldirektivet krever.²²

Kapitaldirektivet er en av hjørnesteinene i den europeiske selskapsretten, og inneholder en rekke detaljerte bestemmelser med det formål å beskytte aksjonærer og kreditorer. Prosessen med å endre kapitaldirektivet startet allerede i 1996 da Kommisjonen iverksatte SLIM-initiativet, som hadde til formål å vurdere hvordan lovgivingen for det indre marked kunne forenkles.²³ SLIM-initiativet konkluderte i 1999 med at reglene om kapitalbeskyttelse på noen områder kunne forenkles, og arbeidet deres ble videreført av Winter-gruppen.²⁴ Winter-gruppen bekreftet at forslagene fra SLIM-initiativet var verdt

²¹ Se blant annet Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 14, fortalet til kapitaldirektivet, Rt. 1996 side 1463 og Woxholth side 55-56.

²² Werlauff side 83. Det hevdes at realiteten i dommen ble avgjort i ZIP 1997.1499 BHG, som sier at fravikelsen konkret skal være i selskapets interesse.

²³ SLIM-initiativet (Simplification and the Legislation on the Internal Market process) besto av en gruppe tjenestemenn fra medlemsstatene med erfaring i selskapsrett, samt akademikere. Se rapport fra Kommisjonen side 2.

²⁴ The High Level Group of Company Law Experts, kalt Winter-gruppen etter formannens navn ble etablert av Kommisjonen i september 2001. Et av mandatene deres var å

å gjennomføre, og arbeidet videre med å modernisere kapitaldirektivet. Winter-gruppen gikk inn for betydelige endringer i reglene om selskapers kapitalforhold, men de anbefalte at endringene foretas i to trinn. Først bør reglene i kapitaldirektivet forenkles. Dernest anbefalte Winter-gruppen at det bør iverksettes en ny tilnærming som ikke tar utgangspunkt i en lovbunden egenkapital, men derimot en solvenstest som et alternativt kapitalregime.²⁵ Forslaget til et alternativt kapitalregime blir ikke behandlet videre i denne oppgaven.

Det tidsmessige perspektivet for Kommisjonen er at medlemsstatene setter de nødvendige lover og administrative bestemmelser i kraft senest 31. desember 2006, jf. Kommisjonens forslag til endring av kapitaldirektivet art. 2 nr. 1.

2.1.2 Bakgrunn for forslag til endring av kapitaldirektivet

Det omfattende arbeidet med å reformere selskapsretten innen EU har flere årsaker. En sentral grunn er blant annet at selskaper bør ha full anledning til å etablere seg i det land som er mest hensiktsmessig ut fra et økonomisk og strategisk perspektiv, uten å møte hindringer av rettslig karakter. Videre kan en harmonisert selskapslovgivning legge til rette for at investorer og låneyttere lettere kan handle på tvers av landegrensene. Det antas også at et felles europeisk kapitalmarked vil bidra til å senke selskapenes kostnader når de innhenter kapital. Dessuten er et dynamisk finansmarked nødvendig for videre økonomisk utvikling innen EU. I tillegg vil EUs utvidelse østover øke mangfoldet av nasjonal selskapslovgivning, noe som understreker behovet for en prinsipiell tilnærming av lovgivningen.²⁶ Og sist, men ikke minst ønsker EU å ta opp utfordringene i kjølevannet av de senere års finans- og selskapsskandaler, og hindre en såkalt Delaware-effekt i Europa.²⁷

utarbeide en rapport om hva som burde gjøres for å modernisere europeisk selskapsrett. Gruppen besto av høytstående eksperter i selskapsrett. Sundby side 430.

²⁵ Ekspertgruppens rapport «A modern regulatory framework for company law in Europe» ble fremlagt 4. november 2002.

²⁶ KOM (2003) side 3.

²⁷ Sundby side 430. Med en «Delaware-effekt» (eller «forum-shopping») siktes det til at en stor del av amerikanske selskaper er registrert i delstaten Delaware fordi den er ansett for å ha den minst byrdefulle selskapslovgivningen.

Kapitaldirektivet har vært kontroversielt i en tid. Det har blitt hevdet at det ikke når formålet om å gi kreditorene større sikkerhet for sine krav, og videre at de ufullkomne foranstaltningene som direktivet oppstiller kan innebære en konkurransehemmende omstendighet for europeiske selskaper.²⁸ Kommisjonæren Frits Bolkenstein hevder at det er behov for å forenkle og bedre EUs regler om selskapers kapital for å øke effektiviteten og konkurransen i europeisk næringsliv, samtidig som beskyttelsen av kreditorer og minoritetsaksjonærer blir opprettholdt. Det har også vist seg under anvendelsen av direktivet at bestemmelser om selskapenes kapital bør endres for å gi selskapene og aksjonærene mer fleksibilitet.²⁹

2.1.3 Norges forhold til EUs selskapsrett

For Norges vedkommende er EØS-avtalen formelt en folkerettslig traktat. Siden Norge bygger på et dualistisk system blir EØS-retten som hovedregel ikke gjeldende rett før den er gjennomført av nasjonal lovgiver. EØS-avtalens hoveddel er gjort til norsk rett ved EØS-loven § 1, mens det avledede regelverk forutsettes gjennomført særskilt. Norges forpliktelse til å gjennomføre EØS-retten i nasjonal rett er nedfelt i EØS-avtalen art. 3, som hjemler det alminnelige lojalitetsprinsippet. Bestemmelsen pålegger statene å gjennomføre forpliktelser og å avstå fra tiltak som kan sette avtalens målsetting i fare. Kapitaldirektivet er gjennomført ved transformasjonsmetoden. Aksjelovgruppen mente denne metoden var mest hensiktsmessig fordi de påkrevde endringene var beskjedne og de la vekt på at transformasjonsmetoden var den som ville gjøre EU-reglene mest tilgjengelige for norske brukere av aksjelovene.³⁰

EØS-avtalen er i en særstilling i forhold til folkeretten ellers, da bestemmelser gitt for gjennomføring av EØS-avtalen har forrang i tilfelle motstrid med andre nasjonale bestemmelser, jf. EØS-loven § 2.³¹

²⁸ Sundby side 450

²⁹ Rapport fra Kommisionen side 2.

³⁰ NOU 1992:29 side 21.

³¹ Aarbakke m.fl. side 23.

Ved EØS-avtalen, som trådte i kraft 1. januar 1994, forpliktet Norge seg til å bringe selskapslovgivningen i samsvar med de krav som EU stiller til medlemslandene, jf. EØS-avtalen art. 77. Tidsfristen for å inkorporere kapitaldirektivet for Norges vedkommende ble satt til to år fra ikrafttredelsen, altså innen 1. januar 1996.³² Dette medførte en gjennomgang av aksjelovgivningen og resulterte EØS-tilpasningsloven.³³

³² Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 14.

³³ Lov av 22. desember 1995 nr. 80.

3 Kommisjonens forslag til modernisering av annet selskapsdirektiv

3.1 Redegjørelse ved tingsinnskudd ved stiftelse

Kommisjonen har foreslått en forenkling av reglene om redegjørelse ved tingsinnskudd vedrørende stiftelse av selskaper, jf. forslaget art. 10 bokstav a. Kommisjonens forslag innebærer unntak fra bestemmelsen i gjeldende art. 10 om redegjørelse ved innskudd i annet enn kontanter dersom visse betingelser er oppfylt.

Med verdipapirer som innskudd kan administrasjons- eller ledelsesorganet³⁴ beslutte å ikke anvende reglene i kapitaldirektivet art. 10 dersom det foreligger markedspris på innskuddet og verdipapiret er handlet med på et regulert marked de siste tre månedene forut for betaling av det faktiske vederlaget, og er blitt vurdert til gjennomsnittspris, jf. forslaget art. 10 bokstav a nr. 1.³⁵

Dersom verdien på verdipapiret har blitt påvirket av ekstraordinære begivenheter som medfører en vesentlig endring av innskuddets verdi på den faktiske betalingsdatoen, må gjeldende art. 10 nr. 1, 2 og 3 likevel anvendes. Slike tilfeller kan for eksempel forekomme ved kursfall på børsnoterte aksjer.

I art. 10 bokstav a nr. 2 foreslår Kommisjonen at selskapets administrasjons- eller ledelsesorgan kan beslutte å gjøre unntak fra art. 10 nr. 1, 2 og 3 ved innskudd i annet enn kontanter, dersom innskuddet allerede har blitt vurdert

³⁴ Administrasjons- og ledelsesorganet tilsvarende normalt styret i norsk rett.

³⁵ Verdipapirer er definert i direktiv 2004/39/EF art. 4 første ledd nr 18 «de kategorier af værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser».

Regulert marked er i samme direktiv art. 4 første ledd nr. 14 definert som: «et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som inden for systemet og under iagttagelse af dets ufravigelige regler – sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller befordrer dette på en sådan måde, at der indgås en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler og eller/ systemer, og som har opnået tilladelse og fungerer efter forskrifterne».

av en anerkjent, uavhengig sakkyndig. I tillegg må visse betingelser i forhold til vurderingen være oppfylt, jf. forslaget art. 10 bokstav a nr. 2 bokstav a, b og c. Den sakkyndige som har utført vurderingen må ha tilstrekkelig utdanning og erfaring med vurdering av den type innskudd som skal overdras. Vurdering må være i samsvar med generelle, aksepterte vurderingsstandarder og vurderingsprinsipper i medlemsstatene som kommer til anvendelse på innskudd som skal overdras.

Det tredje unntaket fra art. 10 nr. 1, 2 og 3 som Kommisjonen anbefaler, er hvis innskuddets verdi fremkommer av et lovpliktig revidert regnskap fra det forutgående år. I slike tilfeller kan administrasjons- eller ledelsesorganet beslutte å ikke anvende kapitaldirektivets art. 10.

I alle tilfeller der det har oppstått nye omstendigheter som medfører vesentlige endringer i innskuddets verdi på den faktiske overdragelsesdatoen, skal det foretas ny vurdering av tingsinnskuddet. Bestemmelsen gjelder både når verdien stammer fra et lovpliktig regnskap, og når innskuddet allerede har vært gjenstand for en sakkyndig vurdering. Bestemmelsen pålegger administrasjons- eller ledelsesorganet å ta initiativ og ansvar for vurderingen, samt informere aksjonærene dersom er oppstått nye omstendigheter.

I følge forslaget art. 10 bokstav a nr. 2 tredje ledd og nr. 3 tredje ledd har aksjonærer under enhver omstendighet, som til sammen eier minst fem prosent av aksjekapitalen, rett til å kreve ny vurdering av en uavhengig sakkyndig. Kapitaldirektivets art. 10 nr. 1, 2 og 3 kommer i så fall til anvendelse.

I forslaget art. 10 bokstav b oppstilles saksbehandlingsregler for de tilfeller forslaget art. 10 bokstav a anvendes. Administrasjons- eller ledelsesorganet eller stifterne skal fremlegge en erklæring som registreres i et offentlig register.³⁶ Erklæringen må inneholde en beskrivelse av vederlaget, vederlagets verdi og kilden til vurderingen. Erklæringen må også angi hvorvidt verdien av de eiendeler selskapet skal overta minst svarer til aksjenes pålydende med tillegg av eventuell fastsatt overkurs. Det må også opplyses om det er oppstått nye omstendigheter som har påvirket den opprinnelige vurderingen.

³⁶ Erklæringen må offentliggjøres i overensstemmelse med direktiv 68/151/EØF art. 3.

Medlemsstatene må utpeke et uavhengig forvaltningsorgan eller en rettslig myndighet som har ansvar for å undersøke lovligheten av vederlaget som ytes, og for å undersøke erklæringen som fremlegges.

Formålet med denne oppmykingen er i følge Kommisjonen å gi selskaper mulighet til å tiltrekke seg kapitalinnskudd i annet enn kontanter uten å innhente ekspertvurderinger i situasjoner der det foreligger et klart referansepunkt til vurderingen.³⁷

3.1.1 Sammenligning med norsk rett

I norsk rett regulerer asal. § 2-6 redegjørelse ved tingsinnskudd i forbindelse med stiftelse av selskaper. Tilsvarende bestemmelse fremgår av asl. § 2-6. En forskjell er at det etter aksjeloven er tilstrekkelig at redegjørelsen bekreftes av statsautorisert eller registrert revisor, mens allmennaksjeloven stiller krav om en uavhengig sakkyndig.

Bestemmelsen har bakgrunn i kapitaldirektivets art. 10, og innebar en skjerping av opplysningsplikten om innskudd og verdsettelse av innskuddet, strengere regler med hensyn til hvem som skal kontrollere verdien av tingsinnskuddet, og på hvilket tidspunkt dette skulle skje i forhold til aksjeloven av 1976.³⁸

Den norske regelen har et videre anvendelsesområde ved at den ikke er begrenset til tingsinnskudd slik som kapitaldirektivet art. 10. Allmennaksjeloven § 2-6 får anvendelse både når selskaper skal overta eiendeler ved aksjeinnskudd og bli part i en avtale mot vederlag i annet enn aksjer, jf. asal. § 2-6 (1), jf. § 2-4 (1). Selv om EØS-tilpasningen i utgangspunktet var en minimumstilpasning, vedtok departementet likevel å utvide bestemmelsen til å gjelde ved overtakelse av eiendeler mot vederlag i annet enn aksjer.³⁹

³⁷ KOM (2004) side 7 punkt 3.

³⁸ Ot.prp. nr. 4 (1995-96) side 19-20.

³⁹ Ot.prp. nr. 4 (1994-95) side 19 flg.

Kapitaldirektivet krever at den uavhengige sakkyndige må være oppnevnt eller godkjent av et forvaltningsorgan eller rettslig myndighet. I de norske forarbeidene har departementet konkludert med at registrert eller autorisert revisor tilfredsstillende kravene i direktivets art. 10 og dermed også forslaget art. 10 bokstav a nr. 2, jf. asal. § 2-6 (2).⁴⁰

Allmennaksjeloven § 2-6 sier ikke noe om hvor gammel verdsettelsen kan være på stiftelsestidspunktet, men bestemmelsen må ses i sammenheng med asal. § 2-8 (2) tredje punktum, der åpningsbalansen tidligst må være datert fire uker før stiftelsen. Tallene i åpningsbalansen må være de samme som de man bekrefter i redegjørelsen etter asal. § 2-6. Derfor er det naturlig å forstå loven slik at heller ikke redegjørelsen kan være eldre enn fire uker på stiftelsestidspunktet.⁴¹ De foreslåtte endringene i kapitaldirektivet er at vurderingen er begrenset til senest tre måneder før den faktiske overtakelsesdatoen, altså en vesentlig utvidelse av fristen.

Når det gjelder kravet til offentliggjørelse og kunngjøring av erklæringen for å anvende forslaget art. 10 bokstav a og b, jf. første selskapsdirektiv⁴² art. 3 har norsk rett inntatt i asal. § 2-6 (3) om at redegjørelsen skal vedlegges stiftelsesdokumentet som skal følge meldingen til Foretaksregisteret som bilag, jf. foretaksregistreringsloven § 4-4 bokstav a og e.⁴³ Foretaksregistreringsloven stiller ikke tilsvarende krav til kunngjøring som første selskapsdirektiv art. 3 som krever at opplysninger skal kunngjøres i et nasjonalt offentlig tiende. Aksjelovgruppen uttaler i den forbindelse at de ikke har funnet grunn til å foreslå egne regler i aksjeloven om kunngjøring av de opplysninger som omhandles i art. 3.⁴⁴ I forarbeidene til endring av foretaksregistreringsloven som var nødvendig på grunn av EØS-avtalen, uttaler Næringsdepartementet at «det er på det rene at vårt eksisterende system ivaretar tredjemanns interesser minst like tilfredsstillende og følgelig ivaretar intensjonene i direktivet».⁴⁵ De

⁴⁰ NOU 1992:29 side 78 «gruppen antar at den foreslåtte regelen tilfredsstillende kravet i art. 10. Den samme løsningen er lagt til grunn i dansk rett».

⁴¹ Aarbakke m.fl. side 129.

⁴² Direktiv 68/151/EØF.

⁴³ Lov 21. juni 1985 nr 78.

⁴⁴ NOU 1992:29 side 218-219.

⁴⁵ Ot.prp. nr. 73 (1991-92) side 13.

legger til grunn at registrering av opplysninger i en database er en form for kunngjøring som de mener er tilstrekkelig i forhold til direktivets krav. Problemstillingen om en database er tilstrekkelig kunngjøring etter direktivets krav mener jeg bør drøftes nærmere, men velger å ikke følge den videre i denne oppgaven.

Når det gjelder verdien av de eiendeler som skal overdras, anbefaler Kommisjonen at fastsettelsen skjer i overensstemmelse med generelt aksepterte vurderingsstandarder og prinsipper i medlemsstatene. I norsk rett er vurderingen av verdien av eiendelene satt til «virkelige verdi», jf. asal. § 2-7 siste punktum. Vilkåret «virkelig verdi» er et regnskapsuttrykk. Forarbeidene til regnskapsloven⁴⁶ omtaler at det beste anslag på nåverdi er «definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente». Om aksjer omtales markedsverdien omsatt i et perfekt eller effisient marked; det beste anslag på nåverdien av finansielle eiendeler.⁴⁷

I norsk rett er reglene om redegjørelse ved tingsinnskudd absolutte, det vil si at lovgiver ikke har gitt unntak fra dem slik kapitaldirektivet har åpnet for i art. 10 nr. 4. Regelen i norsk rett er derfor opprinnelig noe strengere enn kravene i kapitaldirektivet. Nå som Kommisjonen anbefaler å myke opp reglene om tingsinnskudd, betyr det at de norske reglene vil avvike enda mer fra EU-retten, forutsatt at endringen blir gjennomført.

Formålet med redegjørelsen ved tingsinnskudd er blant å gi stifterne et bedre grunnlag for å vurdere avtaler og beskytte kreditorers og aksjonærers interesse i at aksjekapitalen virkelig blir tilført selskapet, samt kontrollhensyn.⁴⁸

⁴⁶ Lov av 17. juni 1998 nr. 56.

⁴⁷ NOU 1995:30 side 130-132.

⁴⁸ Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 51.

3.1.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

Ved vurderingen av om Norge bør harmonisere reglene om redegjørelse ved tingsinnskudd med forslaget er det flere spørsmål som melder seg. For det første er anvendelsesområdet for asal. § 2-6 videre enn gjeldende kapitaldirektiv art. 10 (se punkt 3.1.1). Anvendelsesområdet for bestemmelsen blir ikke behandlet her, da det ikke er foreslått endret av Kommisjonen. Lovgiver i norsk rett har dessuten vurdert det dit hen at bestemmelsen bør ha større virkeområde enn kapitaldirektivets art. 10. Hovedproblemstillingen blir derfor om Norge bør lovfeste et unntak fra asal. § 2-6 i tråd med Kommisjonens anbefaling.

Den hovedsakelige forskjellen mellom gjeldende norsk rett og Kommisjonens forslag til art. 10 bokstav a er fristen for vurderingen av tingsinnskuddet, og at den uavhengige sakkyndige vurderingen ikke nødvendigvis er foretatt i den hensikt å stifte et allmennaksjeselskap.

Forslagets art. 10 bokstav a innebærer som nevnt at verdipapirer som er omsatt på et regulert marked senest tre måneder forut for betaling av det faktiske vederlaget er tilstrekkelig til å vurdere verdien av verdipapiret. At verdipapiret er handlet på et regulert marked, gir en indikasjon på den virkelige verdien av innskuddet. Et argument som trekker i motsatt retning, er at verdien i løpet av denne tidsperioden kan endre seg vesentlig uten at det blir foretatt en nærmere sakkyndig redegjørelse, og at verdipapirer er særlig utsatt for påvirkninger som kan endre deres verdi. Kommisjonen har imidlertid anbefalt en sikkerhetsventil i tilfeller der ekstraordinære omstendigheter medfører en vesentlig endring av innskuddets verdi. I disse tilfellene kommer kapitaldirektivets art. 10 til anvendelse, og hensynene til aksjonærer og kreditorer blir således ivaretatt. I norsk rett er som nevnt tidsfristen for vurderingen tidligst fire uker før åpningsbalansen, men verdien av innskuddet kan i løpet av denne perioden også endres. Noen sikkerhetsventil i slike situasjoner finnes ikke i allmennaksjeloven, og dette er et argument i retning av å harmonisere bestemmelsen. Imidlertid er vilkåret «ekstraordinære begivenheder» skjønnsmessig, slik at det kan være vanskelig å avgjøre når vilkåret er oppfylt, og dette kan skape unødvendig usikkerhet for selskapets ledelse. Dette trekker i retning av å opprettholde de gjeldende klare saksbehandlingsreglene.

Endringer av verdien kan forekomme selv om det ikke inntreffer ekstraordinære begivenheter. Dette kan gi konsekvenser for aksjonærer og kreditorer, da det ikke nødvendigvis er den virkelige verdien som blir tilført selskapet ved stiftelsen. Men dette kan også slå ut andre veien ved at tingsinnskuddets verdi er større enn hva den foreliggende sakkyndige vurderingen tilsier, og dermed blir selskapet tilført en større verdi enn aksjeposten til stifteren er vurdert til. Imidlertid kan denne usikkerheten medføre mindre tillit til selskaper og markedet generelt.

Når det gjelder forslaget om innskudd med andre verdier enn penger og verdipapirer som har vært gjenstand for en anerkjent uavhengig vurdering senest tre måneder forut for det faktiske vederlaget, er kravene til den foreliggende vurderingen strenge.⁴⁹ Også her er det som i art. 10 bokstav a nr. 1 annet ledd inntatt en sikkerhetsventil, og i tillegg kan stifterne som samlet eier minst fem prosent av aksjekapitalen kreve ny vurdering av innskuddet etter reglene i kapitaldirektivets art. 10. Disse reglene bidrar til å begrense muligheten for mislighold, og dermed ivaretas stifterens interesser i at kapitalen som blir tilført selskapet er reell. Dette er et tungtveiende argument for at asal. § 2-6 bør harmoniseres med den foreslåtte endringen av direktivet. Men det kan stilles spørsmål ved hvor grundig aksjonærer i et allmennaksjeselskap fører tilsyn med ledelsen, og dermed hvor stor reell betydning bestemmelsen vil gi. Av hensyn til aksjonærene gir dagens regler sannsynligvis et større vern enn Kommisjonens forslag. Kravet om offentliggjørelsen av erklæringen, avgitt av en uavhengige sakkyndige, er med på å skape publisitet og notoritet for stifterne, kreditorene og fremtidige investorer. Men også i disse tilfellene foreligger en risiko for at det ikke er den virkelige verdien som blir tilført selskapet på grunn av endringer i markedet som kan påvirke verdien av tingsinnskuddet.

Det siste endringsforslaget fra Kommisjonen er at tingsinnskudd som stammer fra et lovpålagt regnskap fra det forutgående regnskapsår kan unntas fra reglene om redegjørelse i kapitaldirektivets art. 10. Bestemmelsen inneholder like regler om minoritetsrettigheter, og sikkerhetsventil hvis det oppstår nye omstendigheter som medfører en vesentlig endring av tingsinnskuddets verdi,

⁴⁹ Se punkt 3.1.

som bestemmelsen om unntaket fra redegjørelse ved tingsinnskudd i annet enn penger, se ovenfor. Her er det ikke fastsatt en tidsfrist i likhet med innskudd med verdipapirer og innskudd i andre verdier enn penger der redegjørelsen stammer fra en uavhengig sakkyndig vurdering. Risikoen for at det ikke er den virkelige verdien som blir tilført selskapet blir derfor i vesentlig grad økt, da tidsrommet fra det lovpliktige regnskapet er godkjent til tingsinnskuddet faktisk blir innskutt i selskapet kan være opptil 12 måneder.

Felles for reglene om innskudd med verdipapirer, innskudd i annet enn kontanter og innskudd som stammer fra et lovpålagt regnskap er at de muligens skaper en større risiko både for den som foretar innskuddet, selskapet som sådan, de øvrige stifterne og kreditorene enn gjeldende rett. Men risikoen kan som nevnt være både en fordel og en ulempe for alle de involverte parter. Spørsmålet blir hvilke hensyn som bør vektlegges på bekostning av andre. Et hensyn som bør vektlegges vesentlig er tilliten til markedet. Et annet er hensynet til stifterne og kreditorene om at aksjekapitalen er den virkelige verdien som er tilført selskapet. Imidlertid vil denne forenklingen redusere selskapers kostnader og åpne for at selskaper i større grad tiltrekker seg kapitalinnskudd. Muligheten for mislighold er etter min vurdering ikke økt betydelig, fordi kravene til den sakkyndige vurderingen er strenge. Imidlertid kan forenklingen i større grad åpne for spekulasjoner. Spekulasjoner kan forekomme ved at innskyteren er klar over at verdien av tingsinnskuddet er sunket eller kommer til å synke etter at den opprinnelige verdivurdering er foretatt. Hvis tingsinnskuddet likevel blir tilført selskapet med den opprinnelige vurderingen, og kan det dermed bli foretatt en forfordeling av en stifter på bekostning av de øvrige stifterne. Men medlemslandene er etter forslaget forpliktet til å utpeke et forvaltningsorgan eller en rettslig myndighet som er ansvarlig for å undersøke lovligheten av tingsinnskudd. Hvor inngående undersøkelse myndighetene kan utføre er derimot ikke klart. Gjelder undersøkelsen kun at saksbehandlingsreglene blir overholdt eller skal myndighetene også føre tilsyn med selve innholdet av erklæringen, og foreta selvstendige undersøkelser om det har oppstått omstendigheter som har påvirket verdien av innskuddet?

Et moment som taler for å harmonisere bestemmelsen i tråd med direktivet, er at kravene til en redegjørelse slik de foreligger nå, ikke alltid er fordelaktig eller nødvendig for selskaper. En redegjørelse gir ikke fullstendig garanti for at verdien av tingsinnskuddet er presis, og kan dermed pådra selskaper

unødvendige kostnader der det allerede foreligger et referansepunkt for verdien av tingsinnskuddet. Dette er momenter som Kommisjonen har vektlagt i sitt forslag til endring.⁵⁰

I forarbeidene til asal. § 2-6 ble det blant annet fremhevet at det var ønskelig med en innstramming av reglene om redegjørelse ved tingsinnskudd for å hindre omgåelser av bestemmelsen.⁵¹ Aksjelovgruppen mente at man kunne komme langt ved å stille strengere krav til innholdet av redegjørelsen. Dette er i tråd med Kommisjonens anbefalinger ved at de stiller strenge krav til redegjørelsens innhold, men myker opp kravene på andre punkter.

3.1.3 Sammenfatning

Ved spørsmålet om Norge bør lovfeste et unntak fra asal. § 2-6, er det mest tvil når det gjelder verdivurderingen som følger av et lovpålagt regnskap, og ved verdipapirer som er handlet på et regulert marked. Vedrørende unntaket fra redegjørelsen når verdivurderingen følger av et lovpålagt regnskap, er tidsmomentet av vesentlig vekt, fordi verdien kan endre seg fra regnskapet er godkjent til innskuddet faktisk blir tilført selskapet. Det samme gjelder ved verdipapirer, da kursen kan endres betraktelig i løpet av kort tid, men dette er en allment kjent risiko ved aksjer. Forslaget til endring av kapitaldirektivet har som formål å forenkle reglene, men ikke på bekostning av kreditorer og aksjonærer. Dette er et argument i seg selv for å harmonisere reglene om redegjørelse ved tingsinnskudd. Det vil også være interessant å se hva Sverige, Danmark og Finland foretar seg i forhold til Kommisjonens anbefalinger, da det for Norges vedkommende bør vektlegges å ha samme praksis som de øvrige nordiske landene. Av hensyn til norske selskaper og næringslivet bør man tilstrebe å skape harmoni mellom den norske selskapslovgivningen og EUs selskapsrett. Konklusjonen blir derfor at reglene om redegjørelse ved tingsinnskudd i størst mulig grad bør harmonisere med Kommisjonens forslag til forenkling av de ovennevnte reglene.

⁵⁰ Se Commission working document art. 1 paragraf 1.

⁵¹ NOU 1992:29 side 76.

3.2 Redegjørelse ved tingsinnskudd ved avtale mellom selskap og aksjonær

Kommisjonen foreslår at tilsvarende regler som for redegjørelse ved tingsinnskudd ved stiftelse blir innført ved avtaler mellom selskap og stifter, når selskaper erverver aktiva som utgjør minst en tidel av aksjekapitalen som vederlag, jf. forslaget art. 11, jf. forslaget art. 10 bokstav a og b. Avtalen mellom selskapet og stifteren må være inngått innen en tidsfrist på minst to år etter stiftelsestidspunktet, eller etter at tillatelsen til å starte virksomhet ble gitt. Myndigheten til å inngå slike avtaler er lagt til generalforsamlingen, jf. kapitaldirektivets art. 11 nr. 1.

Formålet med bestemmelsen i kapitaldirektivet er at saksbehandlingsreglene for stiftelse med tingsinnskudd ikke enkelt skal kunne omgås ved kontantinnskudd som senere anvendes til å erverve eiendeler fra stifterne.⁵²

3.2.1 Sammenligning med norsk rett

Gjeldende rett angående redegjørelse ved tingsinnskudd ved avtaler mellom aksjonær og selskap fremgår av asal. § 3-8. Aksjeloven § 3-8 har tilsvarende bestemmelse, med unntak av størrelsen på vederlaget. I aksjeloven kommer regelen til anvendelse når vederlaget utgjør mer enn en tidel av aksjekapitalen, mens i allmennaksjeloven er vederlaget satt til en tjuedel av aksjekapitalen. Regelen bygger på kapitaldirektivets art. 11, der vederlaget er satt til minst en tidel av aksjekapitalen. Den norske bestemmelsen har imidlertid fått et videre anvendelsesområde enn art. 11 ved at tidsbegrensningen på to år etter stiftelsen er utelatt i asal. § 3-8.⁵³ Videre omfatter kapitaldirektivets art. 11, jf. art. 3 bokstav i, i utgangspunktet bare transaksjoner mellom stifterne og selskapet. Den norske regelen ble også utvidet i forhold til det som er nødvendig etter kapitaldirektivet ved at den også gjelder transaksjoner med andre aksjonærer enn stifterne. Artikkel 11 gjelder bare erverv av aktiva, mens den norske regelen omfatter også tjenester og ytelser. Departementet begrunner utvidelsen av bestemmelsens anvendelsesområde i forhold til kapitaldirektivet som nødvendig for at bestemmelsen skal få sin tilsiktede

⁵² Perland side 530.

⁵³ Perland side 530.

effekt, som er å effektivisere og fange opp forsøk på omgåelser av kontrollen med tingsinnskudd.⁵⁴

3.2.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

Nå som Kommisjonen foreslår en oppmykning av regelen om «etterstiftelse», vil det si at den norske reglen i større grad vil avvike fra kapitaldirektivets art. 11. I denne sammenheng er det to spørsmål som reiser seg. Det første er om Norge bør myke opp regelen om redegjørelse ved tingsinnskudd i asal. § 3-8 (3), jf. § 2-6 etter Kommisjonens forslag art. 11, jf. art. 10 bokstav a og b. Det andre spørsmålet er om Norge mer generelt bør endre hele bestemmelsen for å skape rettsenhet med EUs regler. Når det gjelder den første problemstillingen viser jeg til drøftelsen ovenfor i punkt 3.1.2 og punkt 3.1.3. Den andre problemstillingen er for tiden aktuell fordi Justisdepartementet i et høringsnotat har anbefalt å utvide anvendelsesområdet for asal. § 3-8.⁵⁵ Siden temaet er aktuelt finner jeg det hensiktsmessig å foreta en drøftelse om asal. § 3-8 bør harmoniseres i tråd med gjeldende art. 11 i kapitaldirektivet. Det kan også stilles spørsmålsteget ved om Norge bør utvide den kvantitative grensen i asal. § 3-8 fra en tjuendedel til en tidel av aksjekapitalen som er vilkåret i kapitaldirektivet art. 11. Danmark har også satt den kvantitative grensen til en tidel av aksjekapitalen, jf. aktieselskabsloven § 6 bokstav c.⁵⁶ Men denne problemstillingen følger jeg ikke videre i denne oppgaven.

Spørsmålet blir om Norge er tjent med å opprettholde denne bestemmelsen som ikke samsvarer med utviklingen innen EUs selskapsrett. Virkningen av å opprettholde bestemmelsen blir blant annet at norske selskaper pålegges en større byrde enn selskaper i andre europeiske land. Allmennaksjeloven § 3-8 kan medføre at transaksjonskostnadene ved avtaler mellom selskaper og aksjonær eller deres nærstående blir så høye at de utgjør et hinder for bona fide-avtaler.⁵⁷ Dette kan også gjelde avtaler, som neppe omfattes av asal. § 3-8, men likevel blir behandlet i tråd med regelen fordi man ønsker å være på den sikre siden.

⁵⁴ Ot.prp. nr. 4 (1995-96) side 24.

⁵⁵ Høringsnotat punkt 8.3.

⁵⁶ Lov av 7. mai 2000 nr. 324.

⁵⁷ Bråthen 2003 side 878.

Risikoen for «forum shopping» kan dermed øke ved at Norge har strengere regler enn ellers i Europa.⁵⁸ EUs rettspraksis og lovforarbeid viser klar tendens i retning av forenklede regler for å åpne muligheten til å drive virksomhet i et land med selskapsform stiftet i et annet land. Selskapet kan da følge lovgivningen i det landet det er stiftet i, registreringsteorien, i motsetning til hovedseteteorien som legger til grunn lovgivningen der selskapet har sitt hovedsete.⁵⁹ Et eksempel på rettspraksis fra EU som understreker registreringsteorien er avgjørelse av 30. september 2003 i sak C-167/01; Inspire Art, som underkjenner hovedseteteorien som redskap til fastleggelse av selskapers nasjonalitet.⁶⁰ Harmonisering med EUs selskapsrett er et moment av betydelig vekt med hensyn til næringsvirksomheten i Norge, som også har betydning for samfunnet generelt for nyskaping og sysselsetting. I juridisk teori er det uttalt at «[f]orholdene bør legges til rette for at den norske aksje- og allmennaksjeselskapsformen kan være attraktive alternativer for de som ønsker å drive næringsvirksomhet i Norge».⁶¹

Begrunnelsen for at anvendelsesområdet til asal. § 3-8 ble utvidet i forhold til kapitaldirektivet var at slike avtaler, som ikke er vanlige forretningsavtaler, kan utgjøre et brudd på likhetsprinsippet eller en skjult uthuling av selskapets kapitalgrunnlag til skade for kreditorene.⁶² Hensynene til aksjonærene og kreditorene er vesentlig vektlagt ved utformingen av bestemmelsen. Disse hensynene er grunnleggende i selskapsretten og er derfor ivaretatt som en rød tråd gjennom aksjelovgivningen. Av den grunn kan det stilles spørsmålsteget ved om disse hensynene er ivaretatt uavhengig av asal. § 3-8. I aksjeloven fra 1976 ble denne bestemmelsen utelatt fordi det ble antatt at de alminnelige ansvarsreglene var tilstrekkelige. Justisdepartementet uttalte under forberedelsen til ny aksjelov at begrunnelsen for regelen ikke tilsier at den gjøres tidsbegrenset.⁶³ Illojale transaksjoner mellom selskapet og en aksjeeier som skjer på andre stadier i selskapets «liv» bør vurderes etter alminnelige misbruksregler. Dette ble ikke fulgt opp av aksjelovutvalget av 1996. Aksjelovutvalget mente at avtaler med aksjeeiere som utgjør mer enn ti prosent

⁵⁸ Se fotnote nr. 27 og Birkmose side 291 flg. om fenomenet «forumshopping».

⁵⁹ Sundby side 462-463.

⁶⁰ Hansen side 431.

⁶¹ Perland side 528.

⁶² Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 45.

⁶³ Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 170.

av aksjekapitalen, reiser særlige spørsmål uten hensyn til på hvilket tidspunkt de inngås. Videre la aksjelovutvalget vekt på at det ved større avtaler mellom selskapet og dets aksjeeiere bør stilles krav til informasjon og kontroll, og at de bør legges frem for generalforsamlingen.⁶⁴

I juridisk teori er det rettet kritikk mot asal. § 3-8.⁶⁵ Det er blitt satt spørsmålsteget ved om den er egnet til effektivt å oppfylle formålet om kreditorbeskyttelse og minoritetsvern. For det første blir det hevdet at kreditor- og minoritetsvernet i realiteten blir illusorisk ettersom det er aksjemajoriteten som har det avgjørende ord i forhold til asal. § 3-8. Videre blir det hevdet at asal. § 3-8 er overflødig, da andre bestemmelser i allmennaksjeloven ivaretar samme hensyn. Blant annet ivaretar asal. § 3-6 hensynet til kreditorbeskyttelse ved at den hindrer uthuling av selskapskapitalen. Den omfatter «enhver overføring av verdier som direkte eller indirekte kommer aksjeeieren til gode». Videre må disposisjoner foretatt av selskapet ligge innenfor vedtektsbestemte formål, og styret har en plikt til å forestå en forsvarlig forvaltning av selskapets anliggender. Minoritetsaksjonærene har vern mot forskjellsbehandling i generalklausuler mot myndighetsmisbruk, jf. asal. §§ 5-21, 6-28 og i likhetsgrunnsetningen, jf. § 4-1. En annen innvending mot asal. § 3-8 er virkningen ved brudd på bestemmelsen, som er ugyldighet av den aktuelle avtalen. Ovenfor medkontrahenten er restitusjonskravet inngripende, og den åpner for misbruk fra selskapets og aksjemajoritetens side, ved at de kan påberope seg bestemmelsen hvor avtalen i ettertid har vist seg å være ugunstig for selskapet. Dette kan bli svært uheldig for medkontrahenten fordi bestemmelsen ikke er tidsbegrenset.

Justisdepartementet går derimot inn for å utvide bestemmelsens virkeområde på flere punkter.⁶⁶ Begrunnelsen ligger blant annet i bekjempelse av økonomisk kriminalitet. For det første foreslås det at bestemmelsens personelle virkeområde utvides til også å omfatte avtaler med personer i selskapets ledelse. For det andre inneholder høringsnotatet et forslag om at alle slags avtaler skal omfattes, uavhengig av hvem som yter vederlag i penger. I dag er det bare avtaler om erverv av eiendeler, tjenester eller ytelser fra en aksjonær

⁶⁴ NOU 1996:3 side 50 og 149.

⁶⁵ Perland side 531 flg.

⁶⁶ Høringsnotat punkt 8.3.

til selskapet som omfattes av bestemmelsen. For det tredje foreslås det en uttrykkelig bestemmelse om at regelen også skal gjelde i konsernforhold.

Lovgivers vilje går her i en annen retning enn EUs forslag. Det kan se ut som at Justisdepartementet vektlegger kriminalpolitiske hensyn og hensyn til aksjonærer og kreditorer betydelig. Disse hensynene bør vektlegges for å skape tillit til norsk næringsliv og øke investorers innsats. Men andre hensyn bør også vektlegges. Departementet har selv uttalt at det kan være uheldig om norske selskaper underlegges strengere regler enn utenlandske selskaper.⁶⁷ Uttalelsen gjaldt vederlagets størrelse etter asal. § 3-8, men momentet bør også vektlegges i en større sammenheng. Et annet moment som bør vektlegges er hva som er gjeldende rett i de øvrige nordiske landene, og om de eventuelt myker opp bestemmelsen i tråd med Kommisjonens forslag. På den annen side modifierer unntakene i asal. § 3-8 (1) nr. 2 og nr. 3 behovet for å endre bestemmelsen fordi de ikke setter skranker for selskapers forretningsmessige virksomhet.

3.2.3 Sammenfatning

Ut i fra denne de lege ferenda vurderingen trekkes min slutning i retning av en oppmykning av bestemmelsen i samsvar med kapitaldirektivet. Momenter som vektlegges er at de hensyn asal. § 3-8 opprinnelig skal ivareta dekkes av andre bestemmelser i selskapslovgivingen, og at hensynet til å fremme norsk næringsliv er av vesentlig betydning. Det betyr likevel ikke at å bekjempe økonomisk kriminalitet bør nedprioriteres på bekostning av ovennevnte hensyn. Men også disse hensynene kan ivaretas ved hjelp av andre bestemmelser i selskapslovgivingen. Bestemmelsen bør mykes opp i samsvar med kapitaldirektivet art. 11 slik at den blir en regel om «etterstiftelse».

3.3 Redegjørelse ved tingsinnskudd ved kapitalforhøyelse

Kommisjonen anbefaler at unntakene fra redegjørelse ved tingsinnskudd får tilsvarende anvendelse ved kapitalforhøyelse, jf forslaget art. 27. Den

⁶⁷ Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 171.

nåværende bestemmelsen innebærer at når aksjer blir utstedt som vederlag for innskudd i annet enn penger i forbindelse med kapitalforhøyelse, skal det utarbeides en redegjørelse. Denne redegjørelsen kan unntas ved kapitalforhøyelse når vilkårene i Kommisjonens forslag i art. 10 bokstav a og b er oppfylt.⁶⁸

Formålet med forenklingen er i følge Kommisjonen å gi selskaper mulighet til å tiltrekke seg kapital i annen form enn kontanter uten å måtte innhente ekspertvurderinger når det foreligger et klart referansepunkt til verdien av vederlaget.⁶⁹

3.3.1 Sammenligning med norsk rett

Redegjørelse ved tingsinnskudd ved kapitalforhøyelse er hjemlet i asal. § 10-2. Bestemmelsen er identisk med aksjeloven § 10-2. Redegjørelse ved tingsinnskudd ved kapitalforhøyelse stiller de samme krav som ved tingsinnskudd ved stiftelse, jf. asal. § 10-2 (3), jf. § 2-6. Det vises derfor til sammenligningen ovenfor i punkt 3.1.1 angående asal. § 2-6. Redegjørelsen kan tidligst være datert fire uker før generalforsamlingens beslutning, jf. § 10-2 (3) annet punktum. Regelen har sin bakgrunn i kapitaldirektivet art. 27 nr. 2 og ble endret ved EØS-tilpasningen.⁷⁰

3.3.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

Vedrørende spørsmålet om asal. § 10-2 (3), jf. § 2-6 bør harmoniseres med Kommisjonens forslag til ny art. 27, viser jeg til drøftelsen i punkt 3.1.2 og punkt 3.1.3 ovenfor.

⁶⁸ Se punkt 3.1 om vilkårene i Kommisjonens forslag.

⁶⁹ KOM (2004) punkt 3 side 7.

⁷⁰ Ot.prp. nr. 4 (1995-96) side 26.

3.4 Selskapers erverv av egne aksjer

Kommisjonen går inn for å utvide fullmakten angående selskapers adgang til å erverve egne aksjer, jf. forslaget art. 19. Myndigheten til å gi fullmakt er lagt til generalforsamlingen. Utvidelsen innebærer en forlengelse av fullmaktens gyldighetsperiode fra 18 måneder til fem år. I tillegg anbefaler Kommisjonen at den kvantitative begrensningen ved erverv av egne aksjer ikke må føre til at selskapets netto aktiva reduseres til under den tegnede kapital, altså at tilbakekjøp av aksjer begrenses til selskapets frie egenkapital. Medlemslandene kan likevel velge å anvende kapitaldirektivets gjeldende regel som er at selskaper kan erverve egne aksjer dersom den samlede pålydende verdi av selskapets beholdning av egne aksjer ikke overstiger ti prosent av aksjekapitalen.

I tillegg presiserer Kommisjonen at likhetsprinsippet kommer til anvendelse, og at prinsippet er overholdt når et selskap erverver og selger egne aksjer på et regulert marked.⁷¹ Administrasjons- eller ledelsesorganet er etter bestemmelsen forpliktet til å ha kontroll med at vilkårene i ny art. 19 nr. 1 bokstav b, c, og d overholdes, jf. ny art. 19 nr. 1 bokstav a siste punktum.

Kommisjonen ønsker å utvide selskapers rett til å erverve egne aksjer for å øke fleksibiliteten og lette selskapers administrative byrder slik at de hurtig kan reagere på en markedsutvikling som påvirker aksjekursen deres.⁷²

Medlemsstatene er ikke forpliktet til å gi selskaper rett til å erverve egne aksjer, men forplikter seg til direktivets bestemmelser dersom de tillater erverv av egne aksjer, jf. forslaget art. 19 nr. 1.

3.4.1 Sammenligning med norsk rett

Selskapers adgang til å erverve egne aksjer til eie eller pant er i norsk rett regulert i asal. § 9-2 flg. Regelen gjelder tilsvarende dersom et datterselskap skal erverve aksjer i morselskapet, jf. asal. § 9-8. Bestemmelsen er identisk med aksjeloven § 9-2. I tidligere aksjelov var det et absolutt forbud for selskaper

⁷¹ Se fotnote 35 for definisjon av regulert marked.

⁷² Kom (2004) side 8 punkt 4.

mot å erverve egne aksjer, men regelen fikk en viss oppmykning ved aksjeloven av 1997, i tråd med kapitaldirektivet.⁷³ Begrunnelsen for oppmykningen var blant annet at en liberalisering av regelen ville bringe norsk aksjelovgivning i harmoni med det som gjelder i Europa.

Fullmakten til styret, som blir gitt av generalforsamlingen, er satt til maksimum 18 måneder, jf. asal. § 9-4 (2), altså i tråd med gjeldende kapitaldirektiv. Videre er den kvantitative grensen på selskapers kjøp av egne aksjer samlet begrenset til maks ti prosent av aksjekapitalen, jf. asal. § 9-2 (1). Dessuten må ervervet ikke medføre at selskapets aksjekapital fratrukket den samlede pålydende beholdning av egne aksjer utgjør mindre enn minste tillatte aksjekapital, jf. asal. § 9-2 (1) annet punktum. Det siste vilkåret for adgangen til å erverve egne aksjer er at vederlaget for ervervet må ligge innenfor selskapets frie egenkapital, jf. asal. § 9-3 første punktum, jf. § 8-1 (3).

Regelen i norsk rett tilfredsstiller kravene i kapitaldirektivets art. 19, men stiller strengere krav enn nødvendig ved at aksjeervervet ikke må medføre at selskapets aksjekapital med fradrag for den samlede pålydende av beholdning av egne aksjer utgjør mindre enn minste tillatte aksjekapital, jf. asal. § 9-2 (1) annet punktum. Selskaper som har minste tillatte aksjekapital kan derfor ikke erverve egne aksjer. Aksjelovgruppen mente en slik regel var naturlig fordi erverv av egne aksjer kan betraktes som en innløsning av aksjer.⁷⁴ Gjeldende allmennaksjelov gjør heller ikke noe unntak fra kravet om fullmakt fra generalforsamlingen i tilfeller hvor erverv av egne aksjer er nødvendig for å unngå en betydelig og truende skade for selskapet, slik kapitaldirektivet åpner for i art. 19 nr. 2. Aksjelovgruppen argumenterte med at bestemmelsen kunne synes å forutsette at styret på egen hånd kan sette i verk aktiv kurspleie. De stilte seg tvilende til om kurspleie burde være et legitimt grunnlag for å handle med egne aksjer, og til om styret burde ha legalfullmakt til dette. Aksjelovgruppen viste blant annet til det skjønnsmessige begrepet «betydelig og truende skade», som de mente i realiteten kunne være vanskelig å vite når styret hadde fullmakt etter bestemmelsen. Den norske aksjelovgivningen åpner heller ikke for å gjøre unntak fra kravet om fullmakt fra generalforsamlingen for erverv av aksjer som senere skal selges eller utdeles til de ansatte som

⁷³ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 101.

⁷⁴ NOU 1992:29 side 112.

vederlag for arbeid, noe kapitaldirektivet art. 19 nr. 3 åpner for. Begrunnelsen for å ikke lovfeste denne regelen var at aksjelovgruppen stilte seg tvilende til om det var behov for en slik fullmaktsregel. Videre mente de at det var viktig at generalforsamlingen blir trukket inn i et oppkjøp som er et ledd i de ansattes aksjeerverv. De mente at et slikt oppkjøp kan innebære en uheldig begunstigelse av selskapets ledelse ved at det kan være selskapets ledersjikt som får overta aksjer.

Generalforsamlingens beslutning om å gi styret fullmakt til tilbakekjøp av aksjer må ha flertall som for vedtektsendring, det vil si to tredjedels flertall av de stemmer og kapital som er representert på generalforsamlingen, jf. asal. § 5-18. Flertallskrav er ikke nødvendig etter kapitaldirektivet, men i lovforarbeidene begrunnes flertallskravet med at erverv av egne aksjer har sterke likhetstrekk med nedsettelse av aksjekapitalen.⁷⁵ Dessuten gir det aksjonærer uten ordinær stemmerett mulighet til å øve innflytelse på beslutningen om tilbakekjøp

Forslaget om å utvide fullmaktens tidsgrense og endre den kvantitative begrensningen ved erverv av egne aksjer, medfører at de norske reglene om erverv av egne aksjer ikke lenger vil harmonisere med kapitaldirektivet.

3.4.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

Kommisjonen forslår i art. 19 nr. 1 at når en medlemsstat tillater et selskap å erverve egne aksjer «skal» den nasjonale lovgivningen sørge for at vilkårene i art. 19 oppfylles. I gjeldende kapitaldirektiv er kravet at medlemsstatene «minst» må oppfylle vilkårene i art. 19 nr. 1. Ut i fra ordlyden i forslagets art. 19. nr. 1 kan det synes som at Kommisjonen gjør et unntak fra hva som har vært utgangspunktet for kapitaldirektivet, nemlig en minimumstilpasning. Spørsmålet blir derfor om Norge forpliktes til å harmonisere reglene om erverv av egne aksjer strengt etter ordlyden i Kommisjonens forslag art. 19, eller om de kan fastsette strengere vilkår slik som kapitaldirektivet egentlig er utformet. I dette tilfellet har Kommisjonen foreslått at den nasjonale lovgivning «skal» gjennomføre direktivets bestemmelse på dets vilkår. Hvordan det skal tolkes er

⁷⁵ NOU 1992:29 side 112.

uklart. Det kan tolkes i retning av at nasjonal lovgivning skal gjennomføre vilkårene som Kommisjonen har foreslått, men at det åpnes for at det i tillegg kan stilles flere eller strengere vilkår slik som utgangspunktet. Bestemmelsen kan alternativt tolkes som om nasjonal lovgivning må forholde seg strengt etter ordlyden. Den siste tolkningen er mest nærliggende fordi utgangspunktet er en minimumstilpasning, mens her sier Kommisjonen uttrykkelig hva bestemmelsen skal inneholde i motsetning til kapitaldirektivets art. 19 som stiller krav om hva de nasjonale bestemmelsene «minst» skal inneholde. Men dette strider til en viss grad mot direktivformen, som stiller krav til at bestemmelsene skal gjennomføres etter sin målsetting, og ikke etter ordlyden i direktivet. Men Kommisjonens arbeidsdokument taler også i retning av at medlemsstatene må forholde seg strengt til vilkårene i ordlyden i forslagens art. 19 ved at de påpeker forskjellen mellom gjeldende direktiv som inneholder en ikke-uttømmende liste, mens forslaget er uttømmende dersom medlemsstatene tillater selskaper å erverve egne aksjer.⁷⁶ Den foreløpige konklusjonen med vekt på ordlyden i ny art. 19 og Kommisjonens uttalelser blir at art. 19 er et unntak fra minimumstilpasningen. Dermed må medlemsstatene som tillater erverv av egne aksjer oppfylle vilkårene etter ordlyden i bestemmelsen.

For å avgjøre om Norge må endre asal. § 9-2 for ikke å bryte sine folkerettslige forpliktelser må det tas stilling til om bestemmelsen strider mot ny art. 19. EØS-avtalen er i en særstilling når det gjelder folkeretten da bestemmelser gitt til gjennomføring av EØS-avtalen i atskillig utstrekning har forrang i tilfelle motstrid med nasjonale bestemmelser, jf. EØS-loven § 2.⁷⁷ Men denne bestemmelsen gjelder bare når rettsakter er gjennomført i norsk lovgivning. Hovedregelen er at ikke-gjennomførte direktiver ikke kan ha direkte virkning i norsk rett. Dette følger av EØS-avtalens folkerettslige karakter og av EØS-avtalen art. 7. Kapitaldirektivet er gjennomført i norsk rett og EØS-loven § 2 kommer derfor til anvendelse i tilfelle motstrid med direktivet. Imidlertid kan en tilsynelatende motstrid tolkes bort ved blant annet å anvende presumsjonsprinsippet. Ovenfor i punkt 3.4.1 ble det konkludert med at asal. § 9-2 og forslagens art. 19 ikke er identiske. Spørsmålet blir om regelen kan tolkes dit hen at det er harmoni mellom bestemmelsene. Når det gjelder gyldighetsperioden til styrets fullmakt, settes det i forslagens

⁷⁶ Commission working document art. 1 paragraf 3.

⁷⁷ Aarbakke m.fl. side 23.

art. 19 nr. 1 bokstav a en øvre grense «ikke må overstige 5 år». Den naturlige språklige tolkningen av ordlyden vil være at medlemsstatene kan velge gyldighetsperiode innenfor en grense på maks fem år. Legges denne tolkningen til grunn oppstår det ikke motstrid mellom asal. § 9-2 og ny art. 19, da gyldighetsperioden i allmennaksjeloven er satt til 18 måneder, jf. asal. § 9-2, jf. § 9-4 (2).

Når det gjelder den kvantitative grensen, som i norsk rett er satt til at det samlede pålydende verdi av beholdningen av egne aksjer ikke må overstige ti prosent av aksjekapitalen, har Kommisjonen gitt medlemsstatene valgmulighet mellom å opprettholde ti prosent grensen eller sette den kvantitative grensen til å erverve egne aksjer innenfor den frie egenkapitalen. Det vil si at vilkåret i asal. kan opprettholdes, og likevel ikke komme i strid med de folkerettslige forpliktelsene etter EØS-avtalen.

Det siste vilkåret i norsk rett som er ulik ny art. 19, er at selskaper ikke kan erverve egne aksjer dersom aksjekapitalen med fradrag av den samlede pålydende beholdning av egne aksjer blir mindre enn minste tillatte aksjekapital, jf. asal. § 9-2 (1) annet punktum. Verken forslaget eller kapitaldirektivet inneholder en tilsvarende bestemmelse. Spørsmålet blir derfor om lovgiver må utelate vilkåret for ikke å komme i konflikt med EØS-avtalen. Departementet uttaler at vilkåret ikke er nødvendig etter EU-reglene, men er likevel naturlig fordi erverv av egne aksjer i realiteten kan betraktes som innløsning av aksjer.⁷⁸ Imidlertid kan det stilles spørsmål om hvilken selvstendig betydning vilkåret i asal. § 9-2 (1) annet punktum har siden selskaper bare kan erverve egne aksjer innenfor den frie egenkapitalen.⁷⁹ Den bundne egenkapitalen kan ikke angripes, jf. asal. § 3-1. Selv om dette vilkåret ikke er hjemlet i kapitaldirektivet art. 19, er det andre bestemmelser som setter den samme begrensningen. Bestemmelsen i kapitaldirektivet art. 15 setter skranker for erverv av egne aksjer, ved at det ikke kan foretas utdeling til aksjeeiere når en utdeling medfører at netto aktiva vil bli mindre enn den tegnede kapital. Erverv av egne aksjer kan etter en naturlig språklig tolkning av ordlyden tolkes som en utdeling til aksjonærene. Siden vilkåret i asal. § 9-2 (1) annet punktum ikke skaper virkninger som strider mot kapitaldirektivet

⁷⁸ Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 19.

⁷⁹ Bråthen 1994 side 19.

art. 19, kan det tolkes dit hen at det er i harmoni med EU-retten og vilkåret behøver derfor ikke å endres.

Det konkluderes derfor med at Norge ikke er forpliktet til å endre asal. § 9-2 (1) annet punktum for å overholde forpliktelsene etter EØS-avtalen. Likevel bør det vurderes om det er hensiktsmessig om Norge bør harmonisere bestemmelsen i tråd med Kommisjonens forslag til ny art. 19. Dette blir vurdert i det følgende.

Det kan også stilles spørsmål ved om fullmakten til styret bør gis allerede ved simpelt flertall i generalforsamlingen i stedet for minst to tredeler. Forslagets art. 19 stiller ikke vilkår om avstemningen, men kapitaldirektivets art. 40 hjemler etter en antitetisk tolkning at simpelt flertall er tilstrekkelig. Kravet om to tredeler av stemmene setter større skranker enn kapitaldirektivet for å erverve aksjer, og gode grunner foreligger for å opprettholde vilkåret fordi aksjonærenes mulighet til utbytte innskrenkes, samt at kvalifisert flertall bidrar til å minske faren for misbruk.

Utvivelse av styrets fullmakt

Når det gjelder Kommisjonens forslag til utvidelse av styrets fullmakt fra 18 måneder til fem år, er det ulike hensyn som spiller inn ved vurderingen av om asal. § 9-2 bør utvides. Den vesentlige virkningen av at gyldighetsperioden utvides til fem år er at styret får en utvidet handlefrihet innenfor fullmaktsgrensen.

Et av hensynene bak flertallskravet ved fullmakten er at det sikrer at aksjonærene får innflytelse ved erverv av egne aksjer. Dermed tilfredsstilles likhetsprinsippet i asal. § 4-1. I tillegg bidrar kravet om fullmakt fra generalforsamlingen til at aksjonærene får direkte innflytelse på erverv av egne aksjer. Ellers er det vanligvis styret som har ansvaret for forvaltningen av selskapet, jf. asal. § 6-12. Imidlertid kan det tenkes situasjoner der aksjonærer likevel ikke får innflytelse ved erverv av egne aksjer fordi de har kjøpt aksjer i selskapet etter at fullmakten er gitt. Dette er et moment som taler mot å utvide styrets fullmakt til fem år. Imidlertid skal generalforsamlingens fullmaktsbeslutning meldes til Foretaksregisteret, og må være registrert før selskapet kan erverve aksjer, jf. asal. § 9-4 (4). Aksjonærer som blir eiere etter

at fullmakten er gitt, har før ervervet anledning til å ta stilling til risikoen for at muligheten til utbytte kan være begrenset ved at styret i selskapet kan tilbakekjøpe aksjer. Dermed er hensynet til aksjonærenes medbestemmelse til en viss grad tilgodesett.

Ulempen for aksjeeierne ved selskapets erverv av egne aksjer er først og fremst at beløpet til utbytte blir redusert. Ulempen kan bli forsterket hvis tidsperioden for fullmakten utvides til fem år. Men både generalforsamlingen og styret skal handle i selskapets interesser, som også omfatter aksjeeiernes interesser. Bestemmelsene i asal. § 5-21 og § 6-28 begrenser også muligheten til myndighetsmisbruk overfor aksjonærene. Selv om styrets handlefrihet utvides, setter altså allmennaksjeloven skranker for generalforsamlingen og styrets beslutninger. Men aksjonærenes kontroll med hva styret foretar seg kan likevel svekkes ved en utvidet fullmaktsperiode, og faren for urimelig fordeling overfor aksjonærene kan derfor forekomme i større utstrekning. Selskaper kan for eksempel erverve egne aksjer til overkurs som fordekt utbytte eller gave, noe som vil være et brudd på likhetsprinsippet. Kommisjonens forslag i art. 19 nr. 1 bokstav d sier at likhetsprinsippet blir særlig overholdt når et selskap erverver aksjer på et regulert marked. Dette kan være et argument for å utvide bestemmelsen til bare å gjelde børsnoterte selskaper. Men det har vært antatt i juridisk teori at det i prinsippet kan tenkes å foreligge fordekt utbytte også hvis aksjene kjøpes til børskurs, dersom denne avviker vesentlig fra aksjenes virkelige verdi.⁸⁰ Uttalelsen har imidlertid blitt imøtegått med at synspunktet er diskutabelt, ettersom det kan være vanskelig å fastsette den «virkelige verdi» til noe annet enn børskursen.

Fullmakten, som er en frasagnsfullmakt, kan trekkes tilbake etter vanlig fullmaktsregler, jf. avtaleloven § 16.⁸¹ Dette sikrer at aksjonærene kan instruere styret til tross for at de har fullmakt, og dermed minsker risikoen for de ulemper aksjonærene kan utsettes for ved at fullmaktens gyldighetsperiode blir satt til fem år. En annen fordel ved at styrets fullmakt utvides til fem år er at det gir styret bedre grunnlag for å planlegge langsiktig, og på den måten ivareta selskapets interesser.

⁸⁰ Bråthen 2000 side 155.

⁸¹ Lov av 31. mai 1918 nr. 4.

Tilbakekjøp av egne aksjer kan skape forskjellsbehandling og dermed brudd på likhetsgrunnsetningen, men i forarbeidene har ikke departementet vektlagt disse argumentene, fordi generalklausulene i asal. § 5-21 og § 6-28 kan ivareta hensynene.⁸² Dessuten ville strengere regler om likebehandling være upraktisk i forhold til adgangen til å erverve egne aksjer.

Kvantitativ begrensning innenfor den frie egenkapitalen

Begrunnelsen for liberaliseringen av selskapers kjøp av egne aksjer har i hovedsak vært å åpne for effektiv utnyttelse av selskapers kapital.⁸³ Blant annet i de svenske forarbeidene blir det fremhevet at det primære argumentet for å tillate erverv av egne aksjer er at det forbedrer selskapers muligheter for å tilbakeføre overskudd til aksjonærene. Ordningen kan dermed bidra til en mer effektiv utnyttelse av næringslivets og selskapenes samlede ressurser ved at disse kanaliseres til de prosjektene som gir best avkastning.

Ved spørsmålet om den kvantitative begrensningen bør endres, er det flere ulike hensyn som spiller inn. Ved innføringen av bestemmelsen i Norge ble det lagt vekt på hensynet til kreditorene.⁸⁴ Aksjelovutvalget mente at grensen måtte være på ti prosent, og at det var særlig viktig at vederlaget måtte ligge innenfor den frie egenkapitalen. Vurderingen blir dermed hva det innebærer hvis ti-prosent grensen blir fjernet og den kvantitative grensen blir begrenset til den frie egenkapitalen. Selskaper vil ved en eventuell endring få større handlefrihet med selskapets frie egenkapital. En fordel ved tilbakekjøp av egne aksjer, som er fremhevet i de norske forarbeidene, er at selskaper kan endre forholdet mellom egenkapital og fremmedkapital relativt hurtig, og som ledd i en kapitalnedsettelse.⁸⁵ Denne muligheten blir utvidet hvis ti-prosent grensen fjernes. Det samme gjelder muligheten til å unngå uønsket eierskifte som kan forskyve forholdene mellom aksjonærene, samt at en slik bestemmelse kan bidra til å forenkle generasjonsskifter. Å fjerne grensen vil også være en fordel for aksjonærer som ønsker å tre ut av selskapet eller for selskaper som ønsker å utløse aksjonærer, og at dette kan foretas når som helst. Ved samtykkenektelse åpner erverv av egne aksjer for en praktisk metode for å

⁸² Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 102.

⁸³ SOU 1997:22 side 247.

⁸⁴ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 102.

⁸⁵ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 101.

komme seg ut av eierskapet, og selv om selskapet da eier ti prosent av aksjene, kan metoden brukes hvis vederlaget ligger innenfor den frie egenkapitalen.⁸⁶ Dette gjelder særlig for små selskaper. Dessuten kan en utvidelse av selskapers adgang til å erverve egne aksjer bidra til å skape større fleksibilitet for selskaper ved at nyttige transaksjoner kan imøtekommes ved å benytte egne aksjer som vederlag.⁸⁷

Selskapers egne aksjer kan også benyttes som vederlag ved en eventuell fusjon. Eller til å knytte bestemte personer eller bedrifter til selskapet som selskapet mener er hensiktsmessig eller ønskelig. Å myke opp den kvantitative begrensningen er også en fordel ved at selskaper kan justere sin kapitalstruktur på en kostnadseffektiv måte, og redusere selskapenes omkostninger.

Etter det som er sagt virker det som at en utvidelse av den kvantitative grensen gir fordeler for selskaper og næringslivet generelt ved at selskaper effektivt kan utnytte sine ressurser.

Derimot finnes det også grunner for at erverv av egne aksjer i lang tid har vært forbudt i flere land i Europa. Et hovedargument for forbudet har vært at erverv av egne aksjer i realiteten må ses som en innløsning av aksjer, og at dette av hensyn til kreditorene bare bør kunne finne sted etter reglene for kapitalnedsettelse.⁸⁸ Hvis grensen på ti prosent utelates, kan selskaper i større grad erverve egne aksjer, men begrensningen innenfor egenkapitalen vil i utgangspunktet ikke minske kreditorvernet. Kreditorvernet er ivaretatt ved at det bare er den frie egenkapitalen som kan benyttes til tilbakekjøp. Den frie egenkapitalen kan benyttes til utbytte, jf. asal. § 8-1, så den vil uansett ikke være en sikkerhet for kreditorene. Både aksjelovgruppen og departementet mener reglene stiller tilstrekkelige begrensninger for å ivareta kreditorenes interesser, men det må da tas i betraktning at vurderingen er tatt ut fra grensen på ti prosent av aksjekapitalen.⁸⁹

⁸⁶ Grønland side 10-11.

⁸⁷ Commission working document art. 1 paragraf 3.

⁸⁸ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 101.

⁸⁹ Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 109.

Risikoen for å drive ulovlig innsidehandel og kurspleie kan derimot øke i betydelig grad. Selskaper har en helt annen tilgang på informasjon enn utenforstående. Denne informasjonen kan utnyttes ved at selskapet erverver egne aksjer når kursen er lav, mens selskapet sitter inne med informasjon som vil bidra til å øke aksjekursen. Dette mener jeg bør vurderes nærmere siden samfunnsøkonomiske hensyn bør vektlegges ved vurderingen av selskapslovgivingen. Problemstillingen ble vurdert i forarbeidene, men Justisdepartementet konkluderte med at momentene ikke var avgjørende for å opprettholde forbudet mot erverv av egne aksjer. I forhold til innsidehandelproblematikken ligger det et visst vern i verdipapirhandelloven §§ 2-1 flg., bedrageribestemmelsene i straffeloven §§ 270 flg.⁹⁰ og avtaleloven §§ 33 og 36.⁹¹ I motsetning til Justisdepartementet var Økokrim skeptisk til å tillate selskaper å erverve egne aksjer fordi det kan skape en økt risiko for uønsket manipulasjon med aksjekurser.⁹² Selskaper kan i dårlige tider ved støttkjøp av egne aksjer gi gale signaler til aksjemarkedet ved at de øker etterspørselen på egne aksjer og derved påvirker kursen. Videre hevder Økokrim at en liberalisering vil øke muligheten for selskapene til å misbruke informasjon som ikke er allment tilgjengelig.⁹⁵

Næringslivets aksjemarkedsutvalg fremhever betydningen av at all handel med egne aksjer skjer i størst mulig åpenhet, slik at mistanke om innsidehandel og kursmanipulasjon ikke oppstår.⁹⁴ Videre understreker de at all handel må ha en saklig begrunnelse og være i selskapets interesse. Dessuten må muligheten til å kjøpe og selge egne aksjer ikke misbrukes til usaklig forskjellsbehandling av aksjonærene, for eksempel i forbindelse med kjøp av egne aksjer fra en av selskapets aksjeklasser. Rettskildeverdien av NAUs uttalelser oppfattes som annen juridisk teori.⁹⁵ Likevel kan det være grunn til å tillegge utvalgets anbefalinger større vekt enn alminnelige uttalelser i juridisk teori på grunn av dets sammensetning, jf. Rt. 1984 side 248.

⁹⁰ Lov av 22. mai 1902 nr. 10.

⁹¹ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 102.

⁹² Ot.prp. nr. 36 (1996-97) side 108.

⁹³ I den forbindelse se U.2005.984H der de tiltalte ble frikjent til tross for intern viten ved erverv av egne aksjer fordi det ikke forelå et «uhæderligt forhold».

⁹⁴ NAU side 14.

⁹⁵ Bråthen 2000 side 149.

3.4.3 Sammenfatning

For å avgjøre om Norge bør utvide regelen om selskapers erverv av egne aksjer, har hensynet til kreditorer ikke betydelig vekt da det blir ivaretatt gjennom kravet om forsvarlig egenkapital, jf. asal. § 3-4. Kravet om å erverve egne aksjer må dessuten holdes innenfor det som er forsiktig og god forretningskikk, jf. asal. § 9-3 annet punktum. Det avgjørende ved vurderingen er hensynet til aksjonærene og hensynet til tillit i aksjemarkedet. Ut i fra drøftelsen ovenfor konkluderes det med at hensynene til aksjonærene blir tilstrekkelig ivaretatt gjennom aksjelovgivningen selv om bestemmelsen utvides. Derimot er det grunn til å være mer skeptisk til at bestemmelsen er egnet til å skape større grad av kursmanipulasjon og innsidehandel. Men i følge forarbeidene inneholder selskapslovgivningen regler som effektivt regulerer disse farene. Imidlertid kan problematikken ligge i at misbruket kan skjules i større grad ved at spillerommet for erverv av egne aksjer utvides. Det er flere vektige argumenter for å utvide bestemmelsen enn mot. Tendensen ellers i Europa går også i retning av en tilpasning av allmennaksjelovgivningen med EU retten. I Danmark er reglene om selskapers erverv av egne aksjer harmonisert i forhold til kapitaldirektivet.⁹⁶ I Finland er forbudet om erverv av egne aksjer opphevet, og i Sverige trådte regelen om erverv av egne aksjer i kraft 10. mars 2000. Bakgrunnen i Sverige var blant annet at det var tillatt i de fleste land, og at det har blitt vanligere for allmennaksjeselskap å tilføre kapital til sine eiere. Sannsynligheten er stor for at de nordiske landene følger etter Kommisjonens forslag hvis det blir vedtatt. Allmennaksjeloven bør derfor harmoniseres med Kommisjonens forslag til art. 19, men det kan være hensiktsmessig å opprette kontrollordninger for å unngå skjult misbruk av bestemmelsen.

3.5 Selskapsfinansierte aksjeerverv

Kapitaldirektivets art. 23 er foreslått erstattet med ny art. 23. Forslaget innebærer en oppmyking av forbudet mot selskapsfinansierte aksjeerverv. Hovedregelen er fremdeles et alminnelig forbud mot at målselskapet yter kreditt til tredjemann for at denne skal erverve aksjer i selskapet. Men hovedregelen etter ny art. 23 kan unntas under gitte betingelser. Transaksjonen skal skje med rimelige markedsbetingelser etter administrasjons- eller

⁹⁶ Skog 2000 side 190.

ledelsesorganets initiativ og ansvar. Tredjemanns kredittverdighet må være undersøkt, og selskapet må opprettholde sin likviditet og solvens i de neste fem årene. Dette må godtgjøres ved en detaljert pengestrømsanalyse utarbeidet på godkjennelsestidspunktet for transaksjonen. Transaksjonen må godkjennes av generalforsamlingen med to tredjedels flertall der administrasjons- eller ledelsesorganet legger frem en skriftlig redegjørelse for transaksjonen. Kredittstillelsen må ligge innenfor selskapets frie egenkapital.

Hvis det er selskapets egne aksjer eller aksjer som er utstedt ved en kapitalforhøyelse og som erverves av tredjemann fra selskapet, skal ervervelsen skje til rimelig kurs slik at den eksisterende aksjeholdningen ikke utvannes.

Forslagets art. 23 bokstav a gir enhver aksjonær rett til å bestride generalforsamlingens godkjennelse av selskapsfinansierte aksjeerverv. Ved å henvende seg til et forvaltningsorgan eller en rettslig myndighet kan aksjonærer kreve at transaksjonens lovlighet blir vurdert. I forslagets art. 23 bokstav b kreves det at medlemslandene oppretter forholdsregler for å hindre at slike transaksjoner ikke strider mot selskapers interesser.

Formålet med oppmykningen av forbudet mot å yte selskapsfinansiert aksjeerverv er å skape økt fleksibilitet med hensyn til endringer i selskapets eierstruktur.⁹⁷

3.5.1 Sammenligning med norsk rett

I norsk rett er selskapsfinansierte aksjeerverv regulert i asal. § 8-10 (1) og likelydende i asl. § 8-10 (1). Bestemmelsen forbyr allmennaksjeselskaper å stille midler til rådighet for erverv av aksjer i selskapet, eller av aksjer eller andeler i samme konsern. Bestemmelsen ble endret noe i forhold til aksjeloven fra 1976 § 12-10 (6) i forbindelse med EØS-tilpasningen.⁹⁸ Daværende aksjelov § 12-10 (6) inneholdt opprinnelig bare et forbud mot lån eller sikkerhetsstillelse, men ble utvidet til også å omfatte det å «stille midler til rådighet».

⁹⁷ KOM (2004) side 8 punkt 5.

⁹⁸ NOU 1996:3 side 150.

Det norske forbudet går lengre enn kapitaldirektivets art. 23 ved at den etter ordlyden, «i forbindelse med», tolkes som at det omfatter erverv som skjer før, samtidig med og etter ervervet slik det sto i aksjeloven fra 1976, men ble sløffet som overflødig.⁹⁹ Flere språkversjoner av kapitaldirektivet art. 23 synes imidlertid kun å rette seg mot forskudd, lån og sikkerhetsstillelse.¹⁰⁰

Videre gjelder art. 23 og ny art. 23 bare overfor tredjemenn, mens asal. § 8-10 ikke stiller begrensninger til tredjemenn. I forarbeidene til asal. § 8-10 er det uttalt at «[h]vorvidt mottakeren på forhånd er aksjeeier eller har annen tilknytning til selskapet er uten betydning».¹⁰¹

Justisdepartementet hevder at det grunnleggende hensynet bak bestemmelsen er «vern av selskapskapitalen, og dermed ivaretagelse av kreditorenes og aksjonærenes interesser».¹⁰² Det er en klar fare for at aksjetegning eller andre aksjeerverv som er finansiert av selskapet selv, ikke vil innebære noen reell tilførsel av kapital til selskapet og dermed en svekkelse av selskapets kapitalgrunnlag».

Kommisjonens forslag til ny art. 23 fører til at forbudet i asal. § 8-10 blir betydelig avvikende fra løsningen i kapitaldirektivet. Bestemmelsen i forslaget åpner for unntak fra forbudet som det ikke er hjemmel for i allmennaksjeloven.

3.5.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

Kommisjonens forslag om å myke opp kapitaldirektivets art. 23 innebærer en relativt omfattende endring da den åpner for unntak fra det generelle forbudet. Som nevnt er hensynet bak bestemmelsen å beskytte selskapets kapital, kreditorene og selskapets øvrige aksjonærer. Bestemmelsen skal også hindre spekulasjonsoppkjøp, og derved likvidasjon av selskaper som kan ramme videre samfunnsmessige aspekter som arbeidsplasser og andre

⁹⁹ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 48.

¹⁰⁰ Bråthen 2000 side 389.

¹⁰¹ Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 59

¹⁰² Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 48.

interessegrupper.¹⁰³ Departementet vektla også behovet for å hindre omgåelser av forbudet.¹⁰⁴

Når Kommisjonen foreslår unntak fra forbudet, kan det tenkes at Norge bør følge etter og lovfeste et unntak fra forbudet i asal. § 8-10, eller i det minste myke opp bestemmelsen av hensyn til næringslivet. Da særlig med tanke på deres mulighet til å øke effektiviteten og konkurransen med selskaper i medlemslandene.

Det er to spørsmål som er hensiktsmessig å vurdere i forhold til om forbudet mot selskapsfinansiert aksjeerverv bør harmoniseres med kapitaldirektivet. Det første spørsmålet er om det gjeldende forbudet i norsk rett bør endres til et snevrere anvendelsesområde på lik linje med gjeldende kapitaldirektiv. Det andre spørsmålet er om lovgiver bør åpne for unntak fra forbudet under de vilkår som Kommisjonen har oppstilt.

Forbudet mot selskapsfinansiert aksjeerverv

Forbudet mot selskapsfinansierte aksjeerverv har vært gjenstand for sterk kritikk både nasjonalt og internasjonalt.¹⁰⁵ Kritikken går blant annet ut på at forbudet legger for sterke bånd på selskapers disposisjoner. Det er særlig to typer innvendinger som er fremmet mot den norske regelen. For det første er det hevdet at forbudet mot å «stille midler til rådighet» er for vidtgående i forhold til direktivets ordlyd. For det andre har det vært innvendinger mot at den nærheten som etter norsk rett må foreligge mellom selskapets disposisjon «stille midler til rådighet» og aksjeervervet, legger for store bånd på selskapers disposisjoner.

I juridisk teori er det antatt at den norske bestemmelsen går lengre enn direktivet idet ordlyden rammer etterfinansiering og avløsning av mellomfinansiering. Dette kan slutes av forarbeidene idet Justisdepartementet uttaler «det kan ikke være tvilsomt at finansiell bistand som er ytet etter

¹⁰³ Spekulasjonsoppkjøp innebærer oppkjøp som ikke er forankret i vurderinger av fremtidig drift av selskapet. Bråthen 2000 side 403-404.

¹⁰⁴ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 48.

¹⁰⁵ Sundby side 457.

aksjeervervet, etter omstendighetene kan anses å være ytet «i forbindelse med» ervervet». ¹⁰⁶ Men siden bestemmelsen er en følge av EØS-tilpasningen, kan det stilles spørsmål ved om kapitaldirektivet setter skranker for den norske bestemmelsen, slik at bestemmelsen uansett er i harmoni med EØS-retten ved direktivkonform tolkning. Uttalelsene i forarbeidene kan imidlertid tolkes dit hen at vilkåret er tilsiktet av lovgiver og dermed ment å utvide bestemmelsen i forhold til kapitaldirektivet. I Danmark er bestemmelsen oversatt likt som i Norge og implementert i dansk lovgivning, mens i engelsk språkdrakt er vilkåret «advance funds», som oversettes med å «yte forskudd». ¹⁰⁷ I norsk juridisk teori tolkes også direktivbestemmelsen slik at forbudet gjelder mot å yte forskudd, og dermed hevdes det at den norske regelen går lengre enn EØS-rettens minimumskrav. ¹⁰⁸

Uklarheten ved tolkningen av bestemmelsen er et argument i seg selv for å tilpasse den norske regelen til kapitaldirektivets art. 23, slik at mellom- og etterfinansiering ikke lengre faller inn under ordlyden i asal. § 8-10. En fare ved å fjerne refinansiering er at majoritetsaksjonærer kan få tilsagn om lån fra selskapet, men selve finansieringen skjer etter ervervet. Spørsmålet blir om andre bestemmelser i selskapslovgivningen tilfredsstillende hensynene til kreditorer og aksjonærene i disse tilfellene. Den reelle aksjekapitalen i selskapet vil ikke bli beskyttet. De alminnelige reglene om aksjonærlån gir et betydelig vern for kreditorer og øvrige aksjonærer. Aksjonærlån er begrenset innenfor den frie egenkapitalen, samt at det må stilles betryggende sikkerhet, jf. asal. § 8-7 (1). Videre gir bestemmelsene om utbytte og andre utdelinger, jf. asal. §§ 3-4 flg. vern hvis selskapet overfører midler som for aksjonærene blir egenkapital. Behovet for å la refinansieringstilfellene bli omfattet av forbudet er derfor mindre enn når det gjelder kreditt før aksjeervervet. ¹⁰⁹ Forslaget om å forby refinansiering ble vurdert i en utredning om lånefinansierte selskapsoppkjøp «LBO-utvalget», som konkluderte med at det særlig for børsnoterte selskaper er behov for at forbudet også rammer finansiell bistand fra selskapet en tid etter at ervervet er gjennomført. ¹¹⁰ Aksjelovgruppen foreslo at forbudet skulle ramme bistand også etter ervervet, men innstillingen inneholder ingen

¹⁰⁶ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 48.

¹⁰⁷ Christensen side 334-335.

¹⁰⁸ Matre 2000 side 168-169.

¹⁰⁹ Giertsen 1996 side 196 flg.

¹¹⁰ NOU 1992:29 side 175.

drøftelse av behovet for utvidelsen. Departementet videreførte aksjelovgruppens forslag, og uttalte at hovedformålet med å forby etterfølgende finansiell bistand vil være å hindre omgåelser i forhold til det primære formålet med bestemmelsen, som er å hindre finansiering som direkte tar sikte på å erverve aksjer. Departementet la også vekt på faren for at finansiering av aksjeerverv gjennom selskapets egne midler kunne gi grunnlag for spekulasjonsoppkjøp av selskapets aksjer, og på behovet for å hindre omgåelser.¹¹¹

Et argument som kan tale for å opprettholde forbudet i asal. § 8-10, er at bestemmelsen bidrar til å hindre misbruk fra styrets og aksjonærenes side. Lån og sikkerhet er disposisjoner som kan besluttes i selskapets styre, noe som bidrar til å skjule disposisjonen for selskapets øvrige aksjonærer, i motsetning til utbytte som besluttes på generalforsamlingen. Ved å hjemle en rettslig standard som i asal. § 8-10 reduseres risikoen for omgåelser og misbruk betydelig. Men grensen mellom hva som er lovlig eller ikke blir vanskelig å trekke, og dermed kan det legges for sterke bånd på selskaper. Derimot vil legale utbetalinger fra selskapet sannsynligvis ikke rammes av forbudet.¹¹² Imidlertid åpner den rettslige standarden for at hvert tilfelle må vurderes konkret, noe som bidrar til at hensynene bak bestemmelsen blir ivaretatt.

I Justisdepartementets høringsuttalelser omtales ikke spørsmålet om bestemmelsen bør innskrenkes til å ramme bare finansiell bistand ved forskudd.¹¹³ Hva som kan slutes av tausheten er uklart, men den mest naturlige tolkningen er at departementet ønsker å opprettholde bestemmelsen.

Unntak fra forbudet

Forslaget fra Kommisjonen er at den finansielle bistanden må ligge innenfor selskapets frie egenkapital. Etter allmennaksjeloven har selskaper mulighet til å utdele utbytte innenfor den frie egenkapitalen med de skranker som loven setter til forsvarlig egenkapital, jf. asal. § 3-4 og god forretningsskikk. jf. § 8-1 (4). Selskaper har også mulighet til å yte kreditt og sikkerhetsstillelse innenfor

¹¹¹ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 48.

¹¹² Bråthen 2000 side 411 og høringsuttalelse punkt 14.3.

¹¹³ Høringsuttalelse punkt 14.

den frie egenkapitalen til aksjonærer, jf. asal. §§ 8-7 flg. Av hensyn til kreditorene vil ikke unntaket fra forbudet om å yte kreditt eller sikkerhetsstillelse gi mindre vern, fordi kreditorene ikke har krav på beskyttelse av den frie egenkapitalen. Vilklårene som Kommisjonen anbefaler ved selskapsfinansiert aksjeerverv («rimelige markedsbetingelser» herunder renter, sikkerhetsstillelse fra tredjemann og dens kredittverdighet skal være undersøkt i tilstrekkelig grad) bidrar til å hindre vilkårlige transaksjoner, og sikkerheten for fordringen hindrer endelig tap for selskapet. Dette taler for å åpne for unntak fra forbudet. Derimot blir den reelle egenkapitalen redusert ved et slikt erverv til tross for at den registrerte aksjekapitalen opprettholdes. Dette kan tale mot å endre bestemmelsen av hensyn til kreditorer og investorer, men på den annen side må den detaljerte erklæringen som framlegges for generalforsamlingen offentliggjøres. Fremtidige kreditorer har dermed mulighet til å vurdere risikoen i selskapet i forkant av en eventuell investering. Dessuten reduseres risikoen for tap for selskapets kreditorer ved at selskapet har tilstrekkelig sikkerhet for fordringen. Den bundne egenkapitalen som skal sikre kreditorenes vern består.

Når det gjelder hensynet til aksjonærene er det til en viss grad ivaretatt ved at det kreves to tredjedels flertall på generalforsamlingen for å godkjenne transaksjonen. Men hensynet til mindretallsaksjonærene blir ikke ivaretatt i tilstrekkelig grad, da en slik transaksjon kan redusere utbyttet til aksjonærene, samt at det kan føre til forskyvninger av maktforholdet mellom aksjonærene. En aksjonær kan ved gunstig finansiering fra selskapet øke sin aksjepost, og dermed få flertall på generalforsamlingen. Men om dette er et hensyn som bør vektlegges i større grad enn hensynet til økt fleksibilitet med hensyn til selskapets eierstruktur er usikkert. Enhver aksjonær har etter den foreslåtte bestemmelsen rett til å få prøvet generalforsamlingens godkjennelse for et forvaltningsorgan eller en rettslig myndighet, slik at mistanke om myndighetsmisbruk kan avklares og forebygges relativt hensiktsmessig. Men det kan også tenkes fordeler ved lån fra målselskapet for å erverve aksjer, som for eksempel hvis en av aksjonærene ønsker å tre ut av selskapet og aksjene skal overdras til de øvrige aksjonærene, men de har ikke egenkapital til å finansiere kjøpet.¹¹⁴

¹¹⁴ Giertsen 1990 side 7 flg.

Videre er spekulasjonshensynet et argument for å opprettholde forbudet mot selskapsfinansierte aksjeerverv. Justisdepartementet fremhevet i forarbeidene til aksjeloven av 1976 § 12-10 (6) at det må «reageres mot at det opptas lån i selskapet for å finansiere spekulasjonskjøp av selskapets aksjer».¹¹⁵ Spekulasjonshensynet innebærer at en oppkjøper finansierer sitt erverv i målselskapets aksjer og blir flertallsaksjonær for dermed å likvidere selskapet av hensyn til konkurrerende bedrift. Dette kan få vidtgående konsekvenser for ansatte i bedriften og lokalsamfunnet generelt. I juridisk teori blir det hevdet at sysselsettings- og samfunnshensyn har lite rettskildemessig vekt.¹¹⁶ Det blir hevdet at en «løs antagelse om at disposisjonen kan bli samfunnsmessig uheldig, er ikke et hensyn av vekt», imidlertid kan slike hensyn rettspolitisk få betydelig innvirkning.

I dansk juridisk teori blir det satt spørsmålsteget ved om selvfinansieringsforbudet er den mest hensiktsmessige løsningen.¹¹⁷ Det stilles spørsmål ved «om ikke det er hensigtsmæssigt, i hvert fald som udgangspunkt, at overlade stillingtagen hertil til selskabets bestyrelse under sædvanlig ansvar».

Bestemmelsen i asal. § 8-10 er en forlengelse av forbudet mot at selskaper erverver egne aksjer.¹¹⁸ Nå som forbudet mot å erverve egne aksjer er foreslått modifisert, blir også betydningen av asal. § 8-10 mindre, noe som er et argument for å åpne for et generelt unntak fra forbudet mot selskapsfinansiert aksjeerverv.

3.5.3 Sammenfatning

Når det gjelder spørsmålet om asal. § 8-10 bør harmonisere med kapitaldirektivet art. 23, legges det vekt på praktiseringen av bestemmelsen i europeiske land, samt allmennaksjelovens øvrige bestemmelser som setter skranker for finansieringer fra selskaper. Jeg vektlegger også juridisk teori som trekker i samme retning.¹¹⁹ Det vil si at bestemmelsen bør begrenses til å gjelde

¹¹⁵ Ot.prp. nr. 19 (1974-75) side 192.

¹¹⁶ Giertsen 1996 side 28.

¹¹⁷ Christensen side 337.

¹¹⁸ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 48.

¹¹⁹ Giertsen 1996 side 197.

forskudd og bare overfor tredjemann. Konklusjonen etter drøftelsen ovenfor i punkt 3.5.2. *forbudet mot selskapsfinansiert aksjeerverv* er at asal. § 8-10 bør endres i samsvar med kapitaldirektivets art. 23.

Spørsmålet om det bør lovfestes et unntak fra asal. § 8-10 i tråd med Kommisjonens forslag art. 23 nr. 1 er mer tvilsomt. Likevel bidrar vilkåret om at transaksjonen skal skje på «rimelige markedsbetingelser» når det gjelder renter og sikkerhetsstillelse for lån og forskudd til at finansieringen kan likestilles med «alminnelige» kredittstillelser som selskaper gir. Det spesielle er at lånetaker i disse tilfellene blir eier i målselskapet. Dette kan som nevnt gi uheldige virkninger for både aksjonærer, kreditorer, sysselsettingen og samfunnet generelt. Men i og med at bestemmelsen setter strenge vilkår for å yte kreditt eller stille sikkerhet for å erverve aksjer i målselskapet, vil muligens disse uheldige konsekvensene ikke oppstå. Kapitaldirektivet har generelt som formål å opprettholde kapitalbeskyttelsen i allmennaksjeselskaper. Derfor er reglene utformet i den hensikt, noe som er et argument av vekt for å harmonisere bestemmelsen. Men utviklingen i EU ser ut til å gå mot å rette fokuset på selskapers effektivitet og konkurransevne. Hensynet til kapitalbeskyttelse trekkes også frem, men det erkjennes samtidig at det foreligger behov for modernisering av reglene.¹²⁰ Denne tendensen bør også norske selskaper ta del i for å ikke hemme næringslivets vekst i forhold til resten av Europa. Dette argumentet blir vektlagt vesentlig, og trekker i retning av å harmonisere asal. § 8-10 med Kommisjonens forslag til ny art. 23.

3.6 Tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett

Kommisjonen foreslår å utvide art. 29 nr. 5 med art. 29 nr. 5 bokstav a om forenklet saksbehandling ved tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett ved forhøyelse av aksjekapitalen ved kontantemisjon. Forenklingen innebærer at hvis styret er gitt myndighet til å begrense eller fjerne fortrinnsretten i samsvar med art. 29 nr. 5, og aksjene utstedes til markedskurs, jf. direktiv 2004/39/EF art. 4 første ledd nr. 14¹²¹, fritas styret fra å fremlegge skriftlig redegjørelse for generalforsamlingen etter art. 29 nr. 4. Imidlertid kan aksjonærene anmode

¹²⁰ Perland side 529.

¹²¹ Se fotnote nr. 35 for definisjon av regulert marked.

styret om å begrunne begrensningen eller opphevelsen av fortrinnsretten. Denne bestemmelsen skal gjelde kun for børsnoterte selskaper.

Hensynet bak denne endringen er i følge Kommisjonen å redusere byrden som pålegges børsnoterte selskaper som ønsker å gjennomføre kapitalutvidelser hurtig.¹²² Dermed legges det til rette for at selskaper kan innhente kapital fra utenforstående uten å måtte følge den forholdsvis tunge prosedyren som foreskrives etter dagens regler.¹²³

3.6.1 Sammenligning med norsk rett

Etter norsk rett har aksjonærer en lovfestet rett til de aksjer som skal tegnes ved kapitalforhøyelse i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet, jf. asal. § 10-4 (1) og asl. § 10-4 (1). Tilsidesettelse av den lovbestemte fortrinnsretten er regulert i § 10-5, som svarer fullt ut til aksjeloven § 10-5. Adgangen til å fravike den lovbestemte fortrinnsretten ved kontantemisjon er betinget av at generalforsamlingen beslutter det med flertall som for vedtektsendring, jf. asal. § 5-18, etter forslag og begrunnelse fra styret, jf. § 10-3 (3). Allmennaksjeloven § 10-4 er i overensstemmelse med kapitaldirektivet art. 29 etter at den ble endret ved EØS-tilpasningen.¹²⁴ Når det gjelder asal. § 10-5 er den i hovedtrekk innholdsmessig i overensstemmelse med kapitaldirektivet art. 29 nr. 5. Artikkel 29 nr. 5, jf. art. 25 nr. 2 gir generalforsamlingen hjemmel til å utstede fullmakt gjeldende i inntil fem år, mens i allmennaksjeloven er fullmakten begrenset til en periode på to år, jf. § 10-14 (3) annet punktum.

Tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett kan være betydningsfull for selskaper hvis de ønsker å bruke kapitalforhøyelsen til å knytte seg til en bestemt aksjonær, eller for å avhjelpe et umiddelbart likviditetsproblem.¹²⁵ Rettede emisjoner kan også anvendes mot ansatte, noe som er utbredt praksis blant selskaper.

¹²² KOM (2004) side 8 punkt 6.

¹²³ Sundby side 455

¹²⁴ NOU 1996:3 side 164.

¹²⁵ Bråthen 2002 side 123.

Siden Kommisjonen foreslår å forenkle saksbehandlingsreglene om styrets plikt til å forelegge en skriftlig redegjørelse til generalforsamlingen, blir ikke de norske reglene lengre harmonisert med kapitaldirektivet hvis forslaget blir gjennomført etter sitt innhold.

3.6.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

For å vurdere om asal. § 10-5 bør harmoniseres med EUs selskapsrett er det to spørsmål som melder seg. Det første spørsmålet er om tidsbegrensningen av styrets fullmakt på to år bør utvides til fem år. Styrets fullmakt er ikke foreslått utvidet av Kommisjonen, og spørsmålet faller utenfor oppgavens tema. Derfor følges ikke problemstillingen videre. Dernest blir spørsmålet om saksbehandlingsreglene i asal. § 10-3 (3) om at forslaget fra styret må «særskilt angis og begrunnes» skal endres til bare å gjelde når aksjonærene anmoder administrasjons- eller ledelsesorganet om å legge frem begrunnelsen for tilsidesettelse av fortrinnsretten.

Hensynet bak de relativt strenge saksbehandlingsreglene er i første rekke å ivareta aksjonærenes medbestemmelsesrett, og hindre at styret misbruker sin stilling til å forfordele aksjer i selskapet på bekostning av de øvrige aksjonærene.

I de norske forarbeidene sies det lite om bakgrunnen for regelen. Men hvis forenklingen som Kommisjonene anbefaler likevel ivaretar hensynene til aksjonærene, er det et tungtveiende moment for å harmonisere asal. § 10-5. Ved at styret ikke trenger å legge frem begrunnelsen for å begrense eller oppheve aksjonærenes fortrinnsrett, vil det i første øyekast åpne for mislighold overfor aksjonærene. Men generalforsamlingen har allerede gitt fullmakt til styret om å begrense eller oppheve fortrinnsretten, jf. kapitaldirektivet art. 29 nr. 5. I tillegg har styret plikt til å handle på vegne av selskapets interesser og innenfor vedtektenes formål, jf. asal. § 6-28. Videre kan det være nødvendig eller hensiktsmessig å styrke kapitalgrunnlaget raskt, noe som igjen er i selskapets og aksjonærenes interesse. Imidlertid kan tilsidesettelse av fortrinnsretten føre til at maktforholdet mellom aksjonærene forskyves og at aksjekapitalen utvannes ved at tegningskursen blir satt for lav. Dette kan også skje selv om styret legger frem begrunnelsen for generalforsamlingen, men en

slik fremleggelse kan ha en forebyggende effekt. Derimot kan aksjonærene kreve at begrunnelsen blir fremlagt. Kunnskap om denne regelen kan gi en forebyggende effekt mot misbruk, men om den gir tilsvarende vern som gjeldende regel er tvilsomt. Siden regelen kun skal gjelde for børsnoterte selskaper, er faren for at aksjene blir solgt til underkurs og dermed at aksjekapitalen utvannes relativt liten.

3.6.3 Sammenfatning

Forslaget om å forenkle saksbehandlingen ved tilsidesettelse av fortrinnsretten er av betydning for selskapers effektivitet, og for å få tilført kapital hurtig. Dette er et tungtveiende argument for å harmonisere asal. § 10-5. Denne bestemmelsen bør nok bare gjelde for børsnoterte selskaper, selv om norsk rett i de fleste tilfellene har like regler for aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper og børsnoterte selskaper. Årsaken er som nevnt at faren for utvanning av aksjekapitalen og forskyvning av styrkeforholdet mellom aksjonærer kan forekomme. Men i børsnoterte selskaper er denne faren ikke like fremtredende. Siden dette kan gjennomføres uten å tilsidesette aksjonærenes interesser, bør den norske bestemmelsen endres i tråd med forslaget til forenkling i art. 29 nr. 5 bokstav a.

3.7 Sikkerhetsstillelse ved nedsettelse av aksjekapitalen

Kommisjonen foreslår å endre kapitaldirektivets art. 32 nr. 1 vedrørende nedsettelse av aksjekapitalen. Bestemmelsen kommer til anvendelse i tilfeller der selskaper nedsetter aksjekapitalen, og når kreditorer har fordring mot selskap som er oppstått før offentliggjørelsen, men som ikke er forfalt på det tidspunktet. I slike situasjoner kan kreditorer kreve å få sikkerhet for sitt krav. Dette er gjeldende rett etter kapitaldirektivet art. 32. Kommisjonen anbefaler under slike omstendigheter å forplikte medlemsstatene til å sikre at kreditorer har mulighet til å henvende seg til et forvaltningsorgan eller en rettslig myndighet for å få hensiktsmessig sikkerhet for sitt krav. Sikkerheten blir betinget av at kreditor kan godtgjøre at kravet blir satt i fare ved nedsettelse av aksjekapitalen, og selskapet ikke har iverksatt hensiktsmessig sikkerhet for kravet.

Denne bestemmelsen må ikke tilsidesettes av medlemslandene med mindre kreditor har andre passende garantier eller sikkerhet ikke er nødvendig i forhold til selskapets formue, jf. forslaget art. 32 nr. 1. Anvendelsesområdet for bestemmelsen er når nedsetting av aksjekapitalen er et resultat av helt eller delvis avkall på innbetaling av restbeløpet av aksjeeiernes innskudd, jf. kapitaldirektivet art. 32 nr. 3, jf. art. 9.

Formålet med sikkerhetsstillelsen er å øke den standardiserte kreditorbeskyttelse i samtlige medlemsland.¹²⁶

3.7.1 Sammenligning med norsk rett

I norsk rett har i utgangspunktet ikke denne bestemmelsen betydning fordi asal. § 2-18 (2) krever at aksjeinnskuddet fullt ut skal være innbetalt ved registrering av selskapet. Kapitaldirektivet art. 9 krever derimot at aksjeinnskuddet skal være innbetalt med minst 25 prosent av pålydende verdi, eller når innskuddet er annet enn penger skal vederlaget være fullt innbetalt innen fem år fra selskapet er stiftet eller tillatelsen er gitt.

Imidlertid kan selskaper nedsette aksjekapitalen ved forsinket oppgjør av krav på innskudd, jf. asal. § 2-13 (5) annet punktum. Kreditorer kan likevel ikke kreve sikkerhet ved kapitalnedsettelse etter allmennaksjeloven kapittel 12 i disse tilfellene siden sletting av aksjer i denne bestemmelsen ikke er nedsettelse av aksjekapitalen i alminnelig forstand. Det er først ved registreringen at selskaper utad fremstår med en bestemt aksjekapital, og selskapene kan ikke registreres før aksjeinnskuddet er ytet fullt ut, jf. asal. § 2-18 (2). Kreditorer har derfor ikke et reelt behov for sikkerhetsstillelse.

3.7.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

I og med at reglene i norsk rett og EU-retten er ulike når det gjelder aksjeinnskudd ved stiftelse av selskaper, er det ikke nødvendig å ta stilling til om bestemmelsene bør harmoniseres. Norsk selskapslovgivning tar tilstrekkelig

¹²⁶ KOM (2004) side 8 punkt 7.

hensyn til kreditorer ved stiftelse av allmennaksjeselskaper i og med at aksjeinnskuddet må være ytet fullt ut før registreringen i Foretaksregisteret.

3.8 Tvungen innløsning av aksjer

Kommisjonen foreslår i art. 39 bokstav a en regel om tvungen innløsning av minoritetsaksjonærer («squeeze-out rights»). I henhold til gjeldende rett har selskaper kun adgang til å tvangsinnløse aksjonærer der slik rett følger av vedtektsbestemmelsene, jf. kapitaldirektivet art. 36. Bestemmelsen er ny, og innebærer at aksjonærer som har ervervet minimum 90 % (majoriteten) eller maksimum 95 % av et børsnotert selskaps aksjekapital har rett til å tvangsinnløse minoriteten til en «rimelig pris».

Ved en slik tvangsinnløsning kan minoriteten kreve en vurdering av «den rimelige pris», jf. art. 39 bokstav a nr. 4. Denne vurderingen skal utføres av et uavhengig forvaltningsorgan eller en rettslig myndighet, eventuelt av en uavhengig sakkyndig som er utnevnt eller godkjent av ovennevnte myndighet. Tidsfristen for å fremsette kravet er satt til tre måneder etter at minoritetsaksjonærene har blitt pålagt avhendelse og prisen er gjort kjent.

Tilsvarende kan minoriteten som eier mindre enn ti prosent av aksjene i et børsnotert selskap, samlet eller enkeltvis, kreve at flertallsaksjonærene kjøper deres aksjer til rimelig pris, jf. forslagets art. 39 bokstav b («sell-out rights»). Ved uenighet om hva som er rimelig pris kan aksjonærene kreve undersøkelse tilsvarende som i forslagets art. 39 bokstav a nr. 4.

I «takeover» situasjoner vil «take-over» direktivets art. 15 gå foran bestemmelsen i art. 39 bokstav a og b.

Hensynet bak bestemmelsen er i følge Kommisjonen å skape «et mer strømlinnet og realistisk aktiearbeid i børsnoterte selskaber».¹²⁷

¹²⁷ KOM (2004) side 8 punkt 8.

3.8.1 Sammenligning med norsk rett

I norsk rett har vi bestemmelser om tvangsinnløsning der et morselskap alene eller sammen med et datterselskap (innløsende part) eier mer enn ni tideler av aksjene i et datterselskap, og har tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen jf. asal. § 4-25 (1) første punktum og tilsvarende i asl. § 4-26 (1). Hver av minoritetsaksjonærene har en korresponderende rett til å kreve seg innløst av majoriteten, jf. asal. § 4-25 (1) annet punktum. Regelen kommer også til anvendelse når en aksjeeier ikke er et allmennaksjeselskap, men eier mer enn ni tideler av aksjene i et allmennaksjeselskap, jf. § 4-25 (6). Innføringen av bestemmelsen skjedde etter svensk forbilde, og ble til i det nordiske samarbeidet.¹²⁸ Lignende regler finnes også i dansk, finsk og tysk rett.

Kravet til kapital er likt som i Kommisjonens forslag til art. 39 bokstav a, men forslaget inneholder ikke det norske vilkåret om at aksjemajoriteten i tillegg må ha ni tideler av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Kravet har selvstendig betydning hvis det er stemmerettsbegrensninger i selskapet der tvangsinnløsning skal skje, for eksempel ved stemmerettstak eller kvantitative stemmerettsbegrensninger.¹²⁹

I norsk rett fastsettes innløsningssummen primært ved minnelig overenskomst eller ved aksept av morselskapets tilbud, jf. asal. § 4-25 (2).¹³⁰ Hvis partene er uenige om summen fastsettes den ved skjønn etter reglene i skjønnsloven. Bestemmelsen har ingen tilsvarende rettslig standard som ny art. 39 om «rimelig pris». Myndigheten til å avgjøre tvister vedrørende uenighet om pris mellom aksjonærene er lagt til tingretten, jf. asal. § 4-25 (2), jf. skjønnsloven § 5. Dermed oppfylles kravene i forslaget til Kommisjonen om at vurderingen av «rimelig pris» legges til rettslig myndighet.

I gjeldende norsk rett er tidsfristen for å komme med innsigelser satt til minimum to måneder etter kunngjøringen, men selskaper kan sette lengre frist, jf. asal. § 4-25 (2) fjerde punktum. Norsk rett samsvarer her med tidsfristen

¹²⁸ Krohn side 30.

¹²⁹ Bråthen 2002 side 94

¹³⁰ Lov av 1. juni 1917 nr. 1.

som Kommisjonen anbefaler, men kan være lengre ved at selskaper selv kan velge å sette en frist som er mer enn to måneder fra kunngjøringen.

Hensynet bak tvangsinnløsningsregelen er begrunnet i de praktiske problemer som et morselskap kan ha med en liten minoritet.¹⁵¹ Og motsatt, når majoriteten eier mer enn ni tideler i et selskap, vil minoriteten være uten muligheter til å ivareta sine tarv som følge av de alminnelige minoritetsrettigheter. Forarbeidene til bestemmelsen uttaler på denne bakgrunn: «Denne sammenheng mellom vilkårene for utøvelse av minoritetsrettene og begrunnelsen for innløsningsretten - for så vel selskapet som mindretallsaksjeeierne - er overhodet et moment av vesentlig vekt ved vurderingen av bestemmelser av denne art». Innløsning kan også være det første skritt i forberedelsen av en fusjon mellom mor- og datterselskap.

Det er et grunnleggende prinsipp i aksjeretten at beslutninger treffes ved flertallsvedtak.¹⁵² En minoritet må derfor som hovedregel finne seg i å bli nedstemt i saker hvor flertallet har et annet syn. Minoriteten vil derfor normalt ikke ha noen direkte innflytelse på beslutninger i selskapets styrende organer.

3.8.2 Bør den norske bestemmelsen harmoniseres med forslaget?

Regelen om tvungen innløsning av aksjer er i utgangspunktet i harmoni med Kommisjonens anbefaling i art. 39 bokstav a og bokstav b. Dermed oppfyller Norge minstekravet til de eventuelt nye bestemmelsene om tvungen innløsning av aksjer i forslaget. Spørsmålet blir om den gjeldende bestemmelsen i asal. § 4-25 likevel bør endres. Vilåret som eventuelt bør endres eller fjernes er tilleggskravet om ni tideler av stemmene som må avgis på generalforsamlingen. En annen problemstilling angående tvungen innløsning av aksjeminoriteten er fastsettelse av innløsningssummen. Vilåret som Kommisjonen stiller til innløsningssummens størrelse er «rimelig pris». Det stilles ikke krav til hvilke prinsipper som skal anvendes ved fastsettelsen av prisen. Problemstillingene vil bli behandlet i det følgende, men behandler den

¹⁵¹ Innst.O. 1970 side 184.

¹⁵² NOU 1996:3 side 74.

bare i forhold til børsnoterte selskaper siden det er anvendelsesområdet for forslagens art. 39 bokstav a og b.

Tilleggsvilkåret om stemmerettsandel

Når en aksjonær eier mer enn ni tideler av aksjene i et selskap kan dette medføre at det ikke lengre finnes et fungerende marked for salg av aksjene. Likviditeten til de gjenværende aksjene kan bli redusert. Minoritetsaksjonærene havner dessuten i en situasjon der muligheten til å utøve minoritetsrettigheter er begrenset for eksempel å fremme forslag om granskning, jf. § 5-25 (2) eller påvirke generalforsamlingen selv ved kvalifisert flertall. Å realisere verdien av aksjene til en pris som gjenspeiler deres underliggende verdi blir også vanskelig.¹³³ Selv om en aksjonær eier mer enn ni tideler av aksjene har de ikke nødvendigvis over ni tideler av stemmene på generalforsamlingen på grunn av stemmerettsbegrensninger. Dette kan være aktuelt dersom en del av et morselskaps aksjer er uten stemmerett eller dersom morselskapet har aksjer med begrenset stemmevekt. Dette kan føre til at både majoritetsaksjonærene og minoritetsaksjonærene blir satt i en uønsket posisjon som de ikke kommer seg ut av, noe som trekker i retning av å fjerne tilleggsvilkåret om stemmerettsandel.

Imidlertid gir andre bestemmelser i allmennaksjeloven rettigheter til minoritetsaksjonærer når de innehar en tjuedel av aksjekapitalen, selv om aksjonærer eier mindre enn ti prosent av aksjekapitalen har de mulighet til å utøve minoritetsrettigheter til en viss grad. Minoritetsaksjonærene kan innkalle til ekstraordinær generalforsamling, jf. asal. § 5-7 (2) og de kan klage til tingretten om generalforsamlingens beslutning om utbytte, jf. § 8-4 (1). Disse rettighetene er vesentlige for minoritetsaksjonærene for å hindre misbruk fra flertallets side. Ved at disse rettighetene er ivaretatt blir argumentet for å fjerne vilkåret om stemmerettsandel av mindre vekt. Men når minoritetsaksjonærene havner i en slik situasjon kan dette likevel føre til en såkalt «utsulting», ved at majoritetsaksjonærene ønsker å beholde mest mulig av overskuddet i selskapet, mens minoriteten passivt må akseptere dette.

¹³³ Steinsvik side 198.

I juridisk teori har det vært hevdet at tilleggskravet om stemmerettsandel burde fjernes.¹⁵⁴ Kritikken er at: «begrunnelsen for tilleggskravet om at morselskapet må ha mer enn ni tiendedeler av stemmene er vanskelig å forstå. I og med at morselskapet må eie mer enn ni tiendedeler av aksjene, er minoriteten avskåret fra minoritetsrettighetene. Mye kan tale for å fjerne tilleggskravet om mer enn ni tiendedeler av aksjene». Også i de svenske forarbeidene til aksjeloven reises det kritikk mot tilleggsvilkåret om stemmerettsandel.¹⁵⁵ De foreslår å fjerne vilkåret. Som begrunnelse fremheves det at «[a]vgörande för utformingen av majoritetskravet måste emellertid enligt kommitténs uppfattning vara, att det är otillfredsställande att en minoritet med nuverande krav på både röst- och kapitalmajoritet kan berövas sina positive rättigheter utan att ha möjlighet att påkalla inlösen av sina aktier». Kritikken mot tilleggsvilkåret om stemmerettsandelen har blitt møtt med motargument i juridisk teori.¹⁵⁶ Det hevdes at vilkårene i skatteloven § 10-4¹⁵⁷ om konsernbidrag er identisk med asal. § 4-25 (1), og sammenhengen mellom de to lovregler er logisk og fornuftig. Konsernbidrag er ofte et viktig element i minoritetens påstand og begrunnelse, hevdes det videre. Hvilke hensyn man kan trekke ut av denne uttalelsen er uklart. I juridisk teori er uttalelsen kommentert ved at den er ment som et synspunkt ved lovtolkningen, og dermed bidrar ikke uttalelsen til noe argument verken for eller mot stemmerettskravet.¹⁵⁸

Heller ikke i de norske forarbeidene kan det trekkes slutninger om hva som er begrunnelsen til kravet om stemmeretsmajoritet. Juridisk teori, svenske og norske forarbeider, peker i retning av å fjerne stemmerettskravet. Justisdepartementets uttalelse kan tolkes dit hen at de er åpne for å foreta endringer i reglene om tvangsinnløsning «på bakgrunn av det pågående arbeid i EU med sikte på en direktivbestemmelse med krav til den nasjonale reguleringen av tvangsinnløsning av mindretallsaksjeeiere ser departementet det som lite hensiktsmessig å foreslå endringer i aksjeloven § 4-25 og allmennaksjeloven § 4-26 nå».¹⁵⁹ Her ser det ut som departementet har byttet om bestemmelsene, de mener nok asal. § 4-26 og asal. § 4-25. I den danske

¹⁵⁴ Andenæs 1992 side 401.

¹⁵⁵ SOU 1997:22 side 259.

¹⁵⁶ Wahlstrøm side 211.

¹⁵⁷ Lov av 26. mars 1999 nr. 14.

¹⁵⁸ Andenæs 1998 side 188.

¹⁵⁹ Høringsnotat punkt 11.2.

aksjelovgivningen er kravet om stemmerettsandel opprettholdt, jf. aktieselskabsloven § 20 bokstav b.¹⁴⁰

Fastsettelse av innløsningssummen

Bestemmelsen i allmennaksjeloven § 4-25 inneholder ingen prinsipper for verdsettelsen av innløsningsbeløpet. I juridisk teori utales det at utgangspunktet for beløpet må være «virkelige verdi», jf. asl. § 4-17 (5).¹⁴¹ Allmennaksjeloven har ikke tilsvarende bestemmelse, men utgangspunktet vil mest sannsynlig være det samme. Høyesteretts dom av 6. juni 2003 (Norway Seafood), om verdsettelsesprinsipper ved morselskapets innløsning av aksjeminoriteten, uttalte førstvoterende etter gjennomgang av forarbeidene at lovgiver overlot til praksis å utvikle kriteriet for innløsningssummens størrelse.¹⁴² I dommen konkluderte Høyesterett med at løsningssummen «skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet» på det tidspunkt selskapets beslutning om tvungen overtakelse er framsatt.¹⁴³ Det vil si at aksjene fastsettes til en forholdsmessig andel av selskapsverdien. Børskursen vil kun være et korrektiv til selskapets underliggende verdier.¹⁴⁴ Vilkåret i forslaget art. 39 bokstav a og b er som nevnt «rimelig pris». Om en forholdsmessig andel av selskapsverdien er «rimelig pris» er ikke klart.

Sverige, Danmark og Finland har tilsvarende regler om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer. Prinsippene for fastsettelsen av innløsningssummen er som i norsk rett overlatt til rettspraksis. De fleste rettsavgjørelser i de nordiske land underbygger med ulike varianter at børskursen skal legges til grunn for verdsettelsen når det foreligger et fungerende marked.¹⁴⁵ Rettstilstanden i Norge fraviker det som er praksis i de øvrige nordiske landene, jf. Norway Seafood-dommen og skjønnspraksis. I juridisk teori er det i den forbindelse uttalt at det ikke ser ut som om nordisk rett har tatt et prinsipielt standpunkt om at løsningssummen skal kompensere for en forholdsmessig andel av

¹⁴⁰ Christensen side 315-315.

¹⁴¹ Andenæs 1998 side 189.

¹⁴² Rt. 2003 side 713 (64).

¹⁴³ Rt. 2003 side 713 (74).

¹⁴⁴ Tryuen 2003 side 246.

¹⁴⁵ For Danmark, se Christensen side 315-316. For Finland, se Sillanpää side 40. For Sverige se, NJA 1996.239.

selskapets underliggende verdi. Argumentasjonen synes heller å trekke i retning av at minoritetens *manglende* tilgang til selskapets underliggende verdier står sentralt.¹⁴⁶

Hva som er den mest nærliggende tolkningen av «rimelig pris», selskapets underliggende verdier eller børskursen, er usikkert. Vilkåret «rimelig pris» er skjønnsmessig. En naturlig tolkning kan være at Kommisjonen ønsker å gi medlemsstatene en skjønnsmargin for fastsettelsen av innløsningssummens størrelse. Imidlertid taler en slik skjønnsmargin mot kapitaldirektivets formål ved at den beskyttelse som nasjonal lovgivning skal gi selskapers minoriteter skal være omtrent like byrdefull uansett hvor i EU det er registrert.¹⁴⁷ Likevel vil minimumstilpasningen i utgangspunktet ikke hindre medlemsstatene i å gi en bedre beskyttelse enn direktivet, men det kan diskuteres om beskyttelsen er i *selskapets interesse*.¹⁴⁸ Bestemmelsene i ny art. 39 bokstav a og b gjelder i utgangspunktet for børsnoterte selskaper, som også kan peke i retning av at det er børskursen i et fungerende marked som skal legges til grunn. I tillegg ønsker EU å forenkle en del regler for å minske selskapers økonomiske og administrative byrder. Det er blant annet gjort ved at verdier som gjenspeiler børskursen gir tilstrekkelig grunnlag for fastsettelse av verdien, jf. ny art. 10 bokstav a nr. 1, ny art. 29 nr. 5 bokstav a og ny art. 19 nr. 1 bokstav d. I forbindelse med vedtakelsen av direktivet om offentlige overtakelsestilbud er det utgitt et resymé om direktivet.¹⁴⁹ Ved offentlige overtakelsestilbud skal prisen være «rimelig». Begrepet «rimelig pris» omtales som den høyeste pris tilbudsgiveren har betalt for de samme kapitalandeler i en viss periode forut for tilbudet. Her er det i utgangspunktet børskursen som er lagt til grunn for begrepet «rimelig pris», men beskytter minoritetene ved at det er den høyeste pris som skal legges til grunn. Selv om «take-over» og «squeeze-out» er to ulike situasjoner, og ulike direktiver kommer til anvendelse, kan likevel det felles vilkåret «rimelig pris» være et argument for å tolke begrepene i vesentlig grad likt. Høyesterett derimot mente i Norway Seafood-dommen at disse to

¹⁴⁶ I U 1977.61 H side 65 var det spørsmål om børskurs eller likvidasjonsverdi skulle legges til grunn. Flertallet i Høyesteret (5-2) fremhevet at de uttredende aksjonærer normalt ikke har krav på å bli stillet som om en likvidasjon hadde funnet sted. Et tilsvarende synspunkt fremgår av NJA 1996.293 side 299.

¹⁴⁷ Werlauff 2002 side 48 flg.

¹⁴⁸ Se punkt 2.1.1 om å sette strengere betingelser enn kapitaldirektivet krever.

¹⁴⁹ Resymé av Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004.

situasjonene atskiller seg markert fra hverandre.¹⁵⁰ Høyesterett legger vekt på at i «take-over» situasjoner vil børskursen ofte være representativ for verdien, men i «squeeze-out» situasjoner medfører morselskapets bestemmende innflytelse til at det blir liten omsetning av aksjen, som kan påvirke børskursen.

Argument som taler for å legge selskapets underliggende verdier til grunn for beregningen av innløsningssummen er at det gir bedre minoritetsvern.. Kapitaldirektivet har til formål blant annet å fremme minoritetsvernet. Komparativ forskning viser at land med godt utbygget minoritetsvern har et bedre fungerende kapitalmarked enn land med svak minoritetsbeskyttelse.¹⁵¹ Det er påvist sammenheng mellom minoritetsvernet og tilgangen på egenkapital, prisingen av børsnoterte selskaper, økonomisk vekst og den nasjonale økonomiens evne til å tåle kriser. Dette er i tråd med utviklingen EU ønsker, og kan være et argument for at løsningssummen skal settes til selskapets underliggende verdier. Hva som blir den mest nærliggende løsningen gjenstår å se. Muligens vil rettpraksis fra EU gi retningslinjer for prinsippene for fastsettelse av innløsningssummens størrelse.

3.8.3 Sammenfatning

For å foreta en konklusjon legges det vekt på at kravet om stemmerettsandel ikke bidrar til å verne minoriteten og at man ut i fra juridisk teori kan trekke den slutning at kravet om stemmerettsandel har lite effektivt vern. I tillegg vektlegger jeg Kommisjonens forslag av tvungen innløsning av aksjer, der det ikke er innført vilkår om stemmerettsandel, siden det er av betydning at Norge er i rettsharmoni med resten av Europa. Konklusjonen er at kravet om stemmerettsandel bør fjernes slik at bestemmelsen blir i harmoni med forslaget.

Når det gjelder fastsettelse av «rimelig pris» kan det være uheldig for Norden å praktisere ulike prinsipper for prisfastsettelsen. For norske selskaper kan prinsippet om selskapers underliggende pris gi gunstig uttelling ved at de lettere kan tiltrekke seg kapital. På den annen side kan en utvidet minoritetsbeskyttelse i forhold til Norden for øvrig føre til mindre villighet til å starte virksomheter i Norge. Det er behov for harmonisering av prinsippene for

¹⁵⁰ Rt. 2002 side 713 (67).

¹⁵¹ Truyen 2004 side 583.

fastsettelse av innløsningssummen, og den mest naturlige tolkningen av «rimelig pris» er etter min mening høyeste børskurs i et fungerende marked.

4 Avslutning

I denne oppgaven har jeg gjort rede for og foretatt en de lege ferenda drøftelse om norsk selskapslovgivning bør harmoniseres med Kommisjonens forslag til forenkling av kapitaldirektivet. Formålet med å forenkle kapitaldirektivet er å øke effektiviteten og konkurransevnen for næringslivet uten å svekke beskyttelsen til aksjonærer og kreditorer. Utviklingen av selskapsretten i Europa vil føre til at den norske selskapslovgivningen og EUs selskapsrett i større grad vil avvike fra hverandre. Hvis de norske reglene om kapitalbeskyttelse legger for sterke bånd på selskaper i forhold til resten av Europa kan det gi uheldige ringvirkninger for norsk næringsliv. Når forholdene ikke blir lagt til rette for nyetableringer og et konkurransedyktig næringsliv svekkes villigheten til å starte virksomheter i Norge, og næringslivet blir skadelidende. Derfor bør forholdene legges til rette for at den norske aksje- og allmennaksjeselskapsformen kan være attraktive alternativer for de som ønsker å drive næringsvirksomhet i Norge.

Hvis Kommisjonens forslag blir vedtatt mener jeg at reglene om kapitalbeskyttelse i størst mulig grad bør harmoniseres med kapitaldirektivet. Behovet for å skape rettsenhet med resten av Europa vil mest sannsynlig øke i takt med utvidelse av antall medlemsstater i EU.

Litteraturliste

Juridisk litteratur

Andenæs, Mads Henry. Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Oslo 1998.

Andenæs, Mads Henry. Aksjeselskapsrett. Oslo 1992.

Birkmose, Hanne Søndergaard. Frygten for Delaware – monstret fra USA? I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett 2000: 3-4 side 291-313.

Bråthen, Tore. Avtaler mellom selskap og aksjonær i norsk rett. I: Hyldesskrift til Jørgen Nørgard 2003 side 875-893.

Bråthen, Tore. Selskapsrett, Oslo 2002.

Bråthen, Tore. Finansiering av aksjeerverv med aksjeutbytte - duplikk til Hugo P. Matre. I: Lov og Rett nr. 2 2001 side 116-118.

Bråthen, Tore. Finansiering av aksjeerverv med aksjeutbytte. I: Lov og Rett 2000 side 387-411.

Bråthen, Tore. Corporate governance i et norsk perspektiv.

Bråthen, Tore. Selskapers kjøp og salg av egne aksjer etter norsk rett. I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett 2000:2 side 147-170.

Bråthen, Tore. Noen hovedpunkter i Ot.prp. (1993-94) Om lov om aksjeselskaper. I: Revisjon og Regnskap nr. 6 1994, Oslo.

Christensen, Jan Schans. Kapitalselskaber, aktie og anpart selskabsrett. København 2003.

Giertsen, Johan. Selskapsfinansierte aksjeerverv. Bergen 1996.

Giertsen, Johan. Kan et aksjeselskap finansieres av selskapets egne midler? Oslo 1990.

Grønland, Karl-Anders. Selskapers erverv av egne aksjer. Bergen 1998.

Hansen, Søren, Friis. Selskabers fri bevægelighet. I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett 2003:4 side 431-450.

Krohn, Mads. Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretallet. I: Tidsskrift for Forretningsjus nr. 1 2000 side 20-160.

Kaasen, Inge. Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10, om utdelinger og forholdet til EØS-retten. I: Tidsskrift for Forretningsjus nr. 3 2000 side 278-398.

Matre, Hugo P. Utbyttefinansierte aksjeerverv. I: Lov og Rett 2000 side 165-174.

Matre, Hugo. Utbyttefinansiert aksjeerverv - replikk til Tore Bråthen. I: Lov og Rett nr. 2 2001 side 113-116.

Næringslivets aksjemarkedsutvalg, NAU. Egne aksjer. Om aksjeselskapers og allmennaksjeselskapers handel med egne aksjer. Skrift nr. 7 1999.

Perland, Olav Fr. Kapitalbeskyttelse for enhver pris? I: Tidsskrift for Forretningsjus nr. 5 2004 side 526-580.

Sejersted m.fl. Fredrik Sejersted, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyen, Helge Stenshaug. EØS-rett. Oslo 1995/2. utgave 2004.

Sillanpää, Matti. Skiljemannapraxis vid inlösen av minoritetsaktier i Finland. I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett 2002:1 side 33-45.

Skog, Rolf. Harmoniseringen av bolags- og børsrätten inkom EU. I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett 2001:3 side 331-350.

Skog, Rolf. Aktiebolags forvärv av egna aktier. I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett 2000 side 190-198.

Steinsvik, Kine. Tvangsinnløsning av aksjer – majoritetskravet og fremgangsmåten når innløsningskravet kommer fra en av selskapets minoritetsiere. I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett 2001:2 side 197-223.

Sundby, Anne Cathrine. EUs arbeid med modernisering av selskapsretten. I: Tidsskrift for Forretningsjus nr. 4 2003 side 427-471.

Tryuen, Filip. Likhetsprinsippet i artikkel 42 i det annet selskapsdirektiv, særlig ved aksjeemisjoner og ved utdeling. I: Tidsskrift for Rettsvitenskap 4-5/2004 side 580-592.

Tryuen, Filip. Norway Seafoods-dommen: Et signal om bedre minoritetsvern? I: Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett. 2003:3 side 343-356.

Wahlstrøm, Erik. Tvangsinnløsning av aksjeminoriteter. I: Lov og Rett 1994 side 210-223.

Werlauff, Erik. EU-selskapsrett. 3. utgave København 2002.

Woxholth, Geir. Selskapsrett. Oslo 2004.

Aarbakke m.fl. Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre. Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave Oslo 2004 2. utgave.

Norske forarbeid

NOU 1991:25 Lånefinansierte selskapsoppkjøp.

NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper.

NOU 1995:30 Ny regnskapslov.

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning.

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

Ot.prp. nr. 73 (1991-1992) Endringer i lov av 21. juni 1985 nr 78 om registrering av foretak.

Ot.prp. nr.36 (1993-1994) Lov om aksjeselskaper.

Ot.prp. nr. 4 (1995-1996) Om lov om endringer i lov 4.juni 1976 nr.59 om aksjeselskaper m.v. (EØS-tilpasningen).

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper.

Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970

Utenlandske forarbeid

SOU 1997:22 Aktiebolagsets kapital. Delbetänkande av Aktiebolagskommittèn

Etterarbeid

Høringsnotatet Justis- og politidepartementet. Høringsnotat «Etterkontroll av lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper» av juni 2004 (snr.200 405 676 EP).

Se

<http://www.odin.dep.no/jd/norsk/publ/hoeringsnotater/012041-080099/dok-bn.html>.

EU dokumenter

KOM (2004)
direktiv om
for så vidt angår
bevarelsen af og ændringer
endelig

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets
ædring af Rådets direktiv 77/91/EØF,
stiftelsen af aktieselskabet samt
i dets kapital. KOM (2004)

Se

http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/capital/index_en.htm.

KOM (2003)
Europa-
selskabsretten og
Den Europæiske Union-
284 endelig.

Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og
Parlamentet om modernisering af
forbedret virksomhedsledelse i
vejen frem. KOM (2003)

Se

http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm.

Commission working document
Detailed

Commission working document.
explanation (by article) of

Proposal COM (2004) final of October
2004 (2004/...(COD)) for a Directiv of the
European Parliament of the Council amending
Council Directiv 77/91/EEC, as regards the
formation and public limited liability companies and
the maintenance of their capital.

Se

http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/capital/index_eu.htm.

Rapport fra Kommisionen Rapport fra Kommisionen om
resultaterne af fjerde fase af SLIM.

Se: http://europa.eu.int/eur-lex/da/com/rpt/2000_0056da01.pdf.

Resumé av Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2004/25/EF af 21. april
2004 om offentlige overtagelsestilbud.

Se: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/da/lvb/126012a.htm>.

Lover

Aksjeloven Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44.

Allmennaksjeloven Lov om allmennaksjeselskaper av 13.
juni. 1997 nr. 45.

Aksjeloven Lov om aksjeselskaper av 4. juni 1976 nr. 59.

Avtaleloven lov om avslutning av avtaler, om fuldmagt, og
om ugyldige viljeseerklæringer av 31. mai
1918 nr. 4.

EØS-loven
hoveddelen i
økonomiske
m.m. (EØS-loven) av 27.

Lov om gjennomføring i norsk rett av
avtalen om Det europeiske
samarbeidsområde (EØS)
november 1992 nr. 109.

EØS-tilpasningsloven
nr. 59 om
desember 1995 nr. 80.

lov om endringer i lov av 4. juni 1976
aksjeselskaper m.v. av 22.

Foretaksregistreringsloven
1985 nr. 78.

lov om registrering av foretak 21. juni

Regnskapsloven
56.

Lov om årsregnskap m.v. av 17. juni 1998 nr.

Skatteloven
mars 1999

Lov om skatt av formue og inntekt av 26..
nr. 14.

Skjønnsloven
av 1. juni

Lov om skjønn og ekspropriasjonssaker
1917 nr. 1.

Verdipapirhandeloven
79.

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr.

Utenlandske lover

Aktieselskapsloven

Lovbekendtgørelse af 7. mai 2000 nr. 324.

EU- og EØS rettsakter

Romatraktaten
europeiske fellesskap

Traktat om opprettelse av Det
Roma 25. mars 1957.

EØS-avtalen 1992 nr. 109.	Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde av 27. november
Første selskapsdirektiv 68/151/EØF.	Første rådsdirektiv av 9. mars 1968, Publisitetsdirektivet.
Annet selskapsdirektiv	Annet rådsdirektiv av 13. desember 1976, 77/91/EØF. Kapitaldirektivet.
Trettende selskapsdirektiv 2004/25/EF.	Trettende rådsdirektiv av 21.april 2004, Take-overdirektivet.
instrumenter av	Direktiv om markeder for finansielle 21.april 2004, 2004/39/EF.

Domsregister

Norsk Rettstidende:

Rt. 1984 side 248.

Rt.1996 side 1463.

Rt. 2000 side 1811.

Rt. 2003 side 713.

Dommer avsagt av EU-domstolen

Nold/Siemens, sak C-42/95, dom av 19. november 1996.

Inspire Art sak C-167/01, dom av 30. september 2003.

Nytt Juridiskt Arkiv

NJA 1996.239.

Ugeskrift for Rætsvesen

UfR 1977.61 H.

Ufr. 2005.984 H.

Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

ZIP 1997.1499 BHG.

