

# **ERVERV OG FINANSIELL BISTAND TIL ERVERV AV AKSJER I EGET SELSKAP**

Konsekvensene for norsk rett ved endringer i Kapitaldirektivet

Kandidatnr: 252

Veileder: Tore Bråthen

Leveringsfrist: 25.04.2005

Til sammen 16838 ord

25.04.2005

# Innholdsfortegnelse

<b>LOVREGISTER OG FORKORTELSER</b>	<b>III</b>
<b>1 INNLEDNING</b>	<b>1</b>
1.1 TEMA FOR OPPGAVEN OG AVGRENSING	1
1.2 RETTSKILDER OG METODE	3
<b>2 GJELDENE REGLER I KAPITALDIREKTIVET OG NORSK RETT</b>	<b>6</b>
2.1 INNLEDNING	6
2.2 HENSYNENE BAK DAGENS REGLER I KAPITALDIREKTIVET	7
2.3 FORMÅLET MED FORESLÅTTE ENDRINGER	8
2.4 GJELDENE NORSKE REGLER	9
<b>3 KJØP AV EGNE AKSJER</b>	<b>11</b>
3.1 ENDRINGER I ARTIKKEL 19	11
3.2 AKSJELOVENES KAPITTEL 9	14
3.2.1 INNLEDNING	14
3.2.2 FORMÅLET MED OG HENSYNENE BAK BESTEMMELSENE	15
3.2.3 INNHOLDET AV BESTEMMELSENE	17
3.2.4 VIRKNINGENE AV KOMMISJONENS FORSLAG	21
3.3 FRI EGENKAPITAL	24
3.4 VEDERLAG I ANNET ENN PENGER	27
3.5 FULLMAKT TIL STYRET	28
3.6 LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER	33
3.7 OPPKJØPSPROGRAM	36
3.8 KONSERNER	38
<b>4 FINANSIELL BISTAND TIL ERVERV AV EGNE AKSJER</b>	<b>40</b>
4.1 ENDRINGER I ARTIKKEL 23 NR. 1	40
4.2 NYE ARTIKKEL 23A OG ARTIKKEL 23B	43

<b>4.3</b>	<b>NORSKE BESTEMMELSER</b>	<b>43</b>
4.3.1	INNLEDNING	43
4.3.2	FORMÅL OG BAKGRUNN FOR REGLENE	44
4.3.3	FORBUDETS VIRKEOMRÅDE	46
4.3.4	ORDLYDEN I ASL./ASAL. § 8-10(1)	48
<b>4.4</b>	<b>ANDRE LANDS LOVGIVNING</b>	<b>50</b>
<b>4.5</b>	<b>SELSKAPETS FORMÅL</b>	<b>51</b>
<b>4.6</b>	<b>BESKYTTELSE AV SELSKAPETS KAPITAL</b>	<b>52</b>
4.6.1	UTDELINGER FRA SELSKAPET	52
4.6.2	KRAV TIL TREDJEMANNS OG SELSKAPETS FORHOLD	53
4.6.3	MATERIELLE OG KVANTITATIVE BEGRENSNINGER	54
<b>4.7</b>	<b>MINDRETALLSAKSJONÆRERS BESKYTTELSE OG LIKEBEHANDLING</b>	<b>57</b>
<b>4.8</b>	<b>KONSERNER</b>	<b>59</b>
<b><u>AVSLUTNING</u></b>		<b><u>62</u></b>
<b><u>LITTERATURLISTE</u></b>		<b><u>64</u></b>
<b><u>DOMSREGISTER</u></b>		<b><u>69</u></b>
<b><u>VEDLEGG</u></b>		<b><u>1</u></b>

## **Lovregister og forkortelser**

### **Lovregister**

Lov om børsvirksomhet m.m.(børsloven) av 17. nov. 2000 nr. 80	børsl
Lov om aksjeselskaper av 4. juni 1976 nr. 59	asl. 1976
Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44	asl.
Lov om allmennaksjeselskap av 13. juni 1997 nr. 45	asal.
Lov om avtaler av 31. mai 1918 nr. 4	avtl.
Lov om registrering av foretak av 21. juni 1985 nr.78	fregl.
Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79	vphl.
Lov om årsregnskap m.v.(regnskapsloven) av 17. juli 1998 nr. 56	rskl.

Aktiebolagslagen 1975:1385

Aktieselskabsloven af 1973

### **Forskrifter**

Børsforskriften av 17.1.1994 nr. 30

### **Forkortelser**

Tidsskrift for Forretningsjus	TfF
Kommisjonens forslag til endringer i Andre selskapsdirektiv	Forslaget
Commision Working Document,	
Detaljert forklaring av forslaget til endringer	Working Document

## 1 Innledning

### 1.1 Tema for oppgaven og avgrensing

EU-kommisjonen fremla 21. september 2004 ”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”.<sup>1</sup>

Forslaget utspringer av Kommisjonenes ”Action plan” med tittelen ”Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward”.<sup>2</sup> Dette er et forslag til fremdriftsplan for endringer og fornyelser av selskapsretten i unionen. Forslaget bygger igjen på en innstilling fra The High Level Group of Company Law Experts ledet av Jaap Winter. Handlingsplanen er en del av en større gjennomgang som inkluderer planer vedrørende finansielle tjenester, planer for regnskaps- og revisjonsrapportering og om kvalitetssikring av revisortjenester, plan for sosiale og miljømessige ansvar for selskaper og plan for strukturering av industrien i Europa.<sup>3</sup>

Handlingsplanen for modernisering av selskapslovgivningen presenterer en fremdriftsplan for arbeidet på kort sikt (2003-2005), mellomtermin (2006-2008) og på lang sikt (2009 og fremover). På kort sikt er et av tiltakene å gjøre endringer og forenklinger av Andre selskapsdirektiv på basis av de anbefalinger som fremkommer av Winther-rapporten og SLIM-anbefalingene.<sup>4</sup> Forslaget som ble lagt frem høsten 2004,

---

<sup>1</sup> Jf. KOM(2004) endelig av 21.9.2004.

<sup>2</sup> Jf. COM(2003) 284 final.

<sup>3</sup> Jf. Sundby: TfF nr. 4/2004 s. 427 flg.

<sup>4</sup> Jf. COM(2003) 284 final Annex 1.

inneholder konkrete endringer i Andre selskapsdirektiv om selskapers organisering av kapitalen.

Kommisjonen fremmer forslag om endringer i saksbehandlingsreglene for tingsinnskudd. For verdipapirer som omsettes på børs og for tingsinnskudd hvor det allerede foreligger sakkyndig vurdering, skal enklere saksbehandling kunne benyttes. Videre foreslås det endringer i styrets fullmaktsregler ved fravikelse av fortrinnsretten ved utvidelse av aksjekapitalen. Styret skal kunne fravike fortrinnsretten, om de har slik fullmakt, uten skriftlig redegjørelse for generalforsamlingen dersom aksjene utstedes til markedskurs. Kommisjonen ønsker også at kreditor skal kunne få prøvet sitt behov for sikkerhetsstillelse ved kapitalnedsettelse. Nye bestemmelser om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer og deres rett til å bli tvangsutløst er i tillegg foreslått. De norske aksjelovene av 1997 har allerede bestemmelser som ivaretar noen av disse endringene. Forslaget innebærer også endringer i bestemmelsene om erverv av egne aksjer og unntak fra forbudet om finansiell bistand til erverv av egne aksjer. Disse endringene er tema for denne oppgaven.

Jeg har valgt å avgrense min oppgave til disse endringene i forslaget da de reiser sentrale og omfattende problemstillinger i forhold til selskapets kapitalorganisering, i forhold til aksjonærer og kreditorer og til selskapsretten i et noe videre perspektiv.

Jeg ønsker å belyse hva endringene i forslaget faktisk innebærer og hvilke virkninger dette vil ha for vår nasjonale lovgivning. Jeg vil se om endringene står i harmoni med eller i motsetning til de formål og hensyn som ønskes ivaretatt med forbudet mot erverv og forbudet mot finansiering av erverv av selskapets egne aksjer. En klargjøring av gjeldende norsk rett på område vil i stor grad være nødvendig for drøftelsene. Det er selve endringene i direktivet jeg vil se på. Oppgaven avgrenses mot de deler av direktivet og de deler av den enkelte bestemmelse som ikke berøres av forslaget. Griper reglene inn i hverandre eller har de en direkte sammenheng, trekkes de likevel inn i oppgaven så langt det er nødvendig for fremstillingen.

Skattemessige, administrative eller prosessuelle konsekvenser av endringene i Andre selskapsdirektiv vil ikke bli behandlet. Andre rådsdirektiv benevnes også ”Kapitaldirektivet” og jeg vil heretter benytte denne betegnelsen.

## 1.2 Rettskilder og metode

Ved fremstillingen av innholdet av dagens bestemmelser vil, utover lovteksten, forarbeidene til aksjelovene av 1997 stå sentralt i tillegg til rettsavgjørelser, juridisk litteratur og enkelte etterarbeider. Hva gjelder forarbeidene så bygger lovene fra 1997 videre på aksjeloven av 1976, og i enkelte henseender kan det være aktuelt å gå tilbake til denne lovens forarbeider.

Aksjeloven av 1976 ble ved endringslov av 22.desember 1995 nr. 80 tilpasset de krav EØS-avtalen setter til selskapslovgivningen og som Norge var forpliktet til å innføre innen 1.januar 1996.<sup>5</sup> Loven innførte et skille mellom ”allmenne aksjeselskap” og ”private aksjeselskap”. En minimumstilpasning til direktivet ble i utgangspunktet lagt til grunn.<sup>6</sup>

Aksjeloven av 1997 har felles forarbeider, men de stammer fra to forskjellige utvalg. Aksjelovgruppens utredning og lovutkast med forarbeider fra 1992, under ledelse av dr.juris Magnus Aarbakke, ble fulgt opp av regjeringen med forslag om ny lov om aksjeselskaper.<sup>7</sup> Denne ble sendt tilbake fra Odelstinget til regjeringen på bakgrunn av Innst. O. nr. 45 (1994-95) fra Justiskomiteen. Regjeringen blir bedt om å legge frem forslag til to nye lover for henholdsvis ”private” og ”offentlige” aksjeselskap i tillegg til at Odelstinget ba om at forpliktelsene i forhold til EØS-avtalen skulle ivaretas. I 1996 fremla Aksjelovutvalget ledet av professor dr.juris Erling Selvig, forslag til to nye lovutkast.<sup>8</sup> Her fikk de to selskapstypene betegnelsene aksjeselskap og allmennaksjeselskap. Forslaget til nye lover ble lagt frem i to odelstingsproposisjoner.<sup>9</sup>

---

<sup>5</sup> Jf. EØS-avtalen vedlegg XXII.

<sup>6</sup> Jf. Ot.prp. nr. 4 (1995-96) s. 11-12.

<sup>7</sup> Jf. NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper og Ot.prp. nr. 36 (1993-94).

<sup>8</sup> Jf. NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning.

<sup>9</sup> Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-97) og Ot.prp. nr. 39 (1996-97).

Ot. pr. nr. 23 (1996-97) ble fulgt opp med innstilling fra Justiskomiteen i Innst. O. nr. 80 (1996-97).<sup>10</sup>

Det er de sist nevnte forarbeidene til aksjeloven og allmennaksjeloven som er de formelt gyldige kildene for analyse av aksjelovene av 1997. Men forarbeidene fra Aksjelovutvalget bygger i stor grad på vurderinger og utredninger som fremkommer i lovforarbeidene til Aksjelovgruppen fra 1992 og Regjeringens Ot. prp. nr. 36 (1993-94). Disse er derfor også en del av utviklingen av aksjelovene av 1997 og har således rettskildemessig verdi ved tolkning av aksjeloven og allmennaksjeloven.

I tillegg vil juridisk litteratur, tolkningsuttalelser og høringsnotater fra Justisdepartementet bli trukket inn i fremstillingen der disse kan belyse og eventuelt klargjøre drøftelsene. Den rettskildemessige verdien av tolkningsuttalelser og høringsnotater vil som annen juridisk litteratur, ikke strekke seg lenger enn holdbarheten av det juridiske resonnementet. Vekten av disse kildene vil således være tilnærmet lik.<sup>11</sup>

Det er med hjemmel i Romatraktatens artikkel 44 § 2 innført 10 Rådsdirektiver på selskapsrettens område, ytterligere 4 er foreslått. Ni av direktivene er en del av EØS-avtalen. Rådsdirektiv nr. 13 om overtakelsessituasjoner, er ikke formelt vedtatt i skrivende stund.<sup>12</sup> Direktivene regulerer ulike deler av selskapsretten som beskyttelse av selskapsdeltakere og tredjemanns interesser, fusjon og fisjon, regnskap og revisjon samt Kapitaldirektivet om stiftelse av åpne selskaper og deres sikring og endring av kapitalforhold.

---

<sup>10</sup> Se Bråthen i Paul Krüger Andersen: Selskabers organisation s. 220 flg.

<sup>11</sup> Sml. Nygaard: Rettsgrunnlag og standpunkt s. 205 jf. Bråthen: Selskapsrett s. 60.

<sup>12</sup> EØS-avtalen artikkel 77, jf. vedlegg XXII. Direktivet ble vedtatt i Statsråd 22. april 2005 med forbehold om Stortingets samtykke, se <http://odin.no> eller vedlegg nr. 3.



Til Kommisjonenes forslag til endring i Kapitaldirektivet er det utarbeidet en detaljert kommentar til hvert enkelt forslag: "Commision Working Document to proposal COM(2004)final of 21.9.2004".<sup>13</sup> Sammen med Kommisjonens Action Plan og Wintergruppens innstilling som bygger på forslagene fra SLIM-utvalget, danner disse forarbeidene og grunnlaget for forståelsen av endringene. Forarbeider til EØS-avtalens hoveddel er ikke alminnelig tilgjengelige og har tradisjonelt blitt tillagt liten vekt ved tolkning av denne.<sup>14</sup> Forarbeider til forordninger og direktiver er heller ikke like tilgjengelige som forarbeider i nasjonal lovgivning. Av blant annet denne grunn har disse ikke blitt tillagt samme vekt som forarbeider til for eksempel norsk rett. Forarbeidene til direktiver og forordninger kan dog være detaljerte og oppklarende, og de har i noe økende grad blitt vist til i EF-domstolens avgjørelser.<sup>15</sup> I tillegg til ordlyden i den enkelte traktat eller direktiv, er det den tolkning EF-domstolen foretar i sine avgjørelser som er retningsgivende for hvordan fellesskapsretten skal forstås.<sup>16</sup>

Til tolkning av forslaget til endringer i Kapitaldirektivet finnes det nødvendigvis ikke kilder utover forarbeidene og juridisk litteratur. Disse vil derfor stå sentralt i forhold til forståelsen av forslagens innhold.

---

<sup>13</sup> Se vedlegg nr. 2.

<sup>14</sup> Jf. Sejersted, Arnesen m.fl.: EØS-rett s. 212.

<sup>15</sup> Jf. Sejersted, Arnesen m.fl.: EØS-rett s. 212-213.

<sup>16</sup> Jf. Sejersted, Arnesen m.fl.: EØS-rett s. 214.

## 2 Gjeldende regler i Kapitaldirektivet og norsk rett

### 2.1 Innledning

Av preambelen til Kapitaldirektivet fremkommer det at samordning av statenes regler på selskapsrettens område er spesielt viktig for åpne aksjeselskaper da deres virksomhet ofte har forgreninger til flere land, samt at disse selskapene er sentrale for det enkelte lands økonomi.

Kapitaldirektivet er gjennomført i norsk rett først ved endringslov av 22. desember 1995 nr. 80 og videreført ved allmennaksjeloven. Direktivet gjelder kun for allmennaksjeselskap.<sup>17</sup> I norsk lovgivning ble det frem til lovendringen i 1996 ikke skilt mellom ”åpne” aksjeselskap som kan innhente kapitalen fra aksjetegning i et åpent marked, og aksjeselskap med en begrenset deltakerkrets.<sup>18</sup> Selv om de to selskapsformene fikk hver sin lovregulering ved aksjelovene av 1997, anerkjente norske lovgivere behovet for å harmonisere reglene for aksjeselskap og allmennaksjeselskap.<sup>19</sup> Mange av de samme hensyn gjør seg gjeldende for begge selskapsformer. En stor andel av direktivets regler er derfor også innført for aksjeselskap, hvilket har gitt de to lovene store likhetstrekk.<sup>20</sup> Regelverkene vil derfor i fremstilling videre i stor grad bli behandlet sammen.

---

<sup>17</sup> Jf. vedlegg XXII.

<sup>18</sup> Jf. Ot.prp. nr. 4 (1995-96) s. 3.

<sup>19</sup> Jf. aksjeloven og allmennaksjeloven.

<sup>20</sup> Se Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 37.

## 2.2 Hensynene bak dagens regler i kapitaldirektivet

Tittelen og preambelen til kapitaldirektivet angir hovedformålet med direktivet. Direktivet skal samordne medlemslandenes regelverk for stiftelse av åpne aksjeselskap, og koordinere kravene til organisering og beskyttelse av kapitalgrunnlaget og kapitalbevegelsen. Samordningen har som formål å sikre interessene til selskapsdeltakerne, kreditorene og andre tredjemenn.<sup>21</sup> Det enkelte medlemsland skal gjennom selskapslovgivningen sørge for at sikringen av kapitalen i selskapet er mest mulig likeverdige.<sup>22</sup>

En slik samordning av lovgivningen i Europa er i seg selv effektiviserende. Hovedhensikten med kapitaldirektivet er likevel ikke selve fordelene ved å samordne regleverkene, men å legge til rette for effektivisering av det indre marked og grenseoverskridende etableringer av selskaper. Store forskjeller med hensyn til for eksempel kreditorbeskyttelse, fleksibilitet i forming av eierstruktur eller organiseringen av kapitalinnhenting i hvert enkelt medlemsland, kan være hemmende for grenseoverskridende virksomhet.<sup>23</sup> Et samordnet regelverk fungerer som et redskap for å oppnå et effektivt og velfungerende indre marked. EU-avtalens artikkel 94 og artikkel 95 om det indre markeds etablering og virkemåte, danner slik bakgrunnen for bl.a. kapitaldirektivet. Artikkel 44 nr. 2 litra g er hjemmelsgrunnlaget for utstedelse av kapitaldirektivet.<sup>24</sup>

Et alminnelig likhetsprinsipp tilsier også at de aktører som opptrer i samme marked, bør ha like konkurransevilkår. Det bør ikke være avgjørende i hvilket land et selskap er stiftet eller anses å være hjemmehørende. En motvirker således en "Delaware-effekt" hvor selskaper tiltrekkes etablering i enkelte land.<sup>25</sup>

---

<sup>21</sup> Jf. EU-traktaten artikkel 48(2).

<sup>22</sup> Se 2. rådsdirektiv.

<sup>23</sup> Se Werlauff: EU Selskabsret s. 60.

<sup>24</sup> Jf. Romatraktaten av 1957.

<sup>25</sup> Sml. Sundby: TfF nr. 4/2003 s. 430.

Formålene og hensynene bak kapitaldirektivet ivaretas gjennom ulike formregler, saksbehandlingsregler og materielle regler som danner rammeverket for de enkelte staters nasjonale lovgivning. Kapitaldirektivet er et minimumsdirektiv og det enkelte medlemsland står fritt til å innføre strengere krav i sin lovgivning enn det direktivet krever.<sup>26</sup>

### 2.3 Formålet med foreslåtte endringer

I preambelen til forslaget fremkommer det at formålet med endringene springer ut fra det mer overordnede formålet som fremkommer i ”Meddelelse fra Kommisionen til Rådet og Europa-Parlamentet – Om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhetsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem”.<sup>27</sup> Meddelelsen uttrykker behovet for fornyelse av selskapsdirektiv nr. 2 for ”...at øge erhvervslivets effektivitet og konkurrenceevne uden at svække den beskyttelse, som gives til aktionærer og kreditorer,...”.<sup>28</sup> Dette formålet skal nås blant annet ved å lette kapitalrelaterte foranstaltninger gjennom mulighet for medlemsstatene å fjerne enkelte regnskapskrav, enklere gjennomføring av endringer i eierskap, samt harmonisering av rettslig prosedyre for kreditorene ved nedsettelse av aksjekapitalen.

Forslagets artikkel 19 og 23 om henholdsvis erverv og finansiering av erverv av egne aksjer, er valgfrie for medlemslandene å innføre. Men innføres mulighet for erverv av egne aksjer, skal artikkel 19 anses uttømmende. Kommisjonen fraviker ved det preambelen i kapitaldirektivet om at direktivet skal være et minimumsdirektiv. Medlemslandene skal etter forslaget ikke kunne stille ytterligere vilkår for erverv av egne aksjer enn de som fremkommer av direktivet. Kommisjonen ønsker å oppnå likest

---

<sup>26</sup> Jf. preambelen til kapitaldirektivet.

<sup>27</sup> Se Kommisjonsdokument KOM(2003) 284 endelig.

<sup>28</sup> Se Forslaget KOM(2004) endelig punkt 1.1.

mulig spilleregler for selskaper i EU. Forslaget ser også ut til å antyde en sterkere sentral styring av nasjonal lovgivning i Unionen.<sup>29</sup>

Bestemmelsen om finansiell bistand av erverv av egne aksjer i artikkel 23 har ikke uttømmende vilkår som artikkel 19. Denne bestemmelsen setter minimumsvilkår for hva lovgivningen må inneholde av beskyttelse av kapitalen i selskapet.

## 2.4 Gjeldende norske regler

Internasjonalt har hensikten med selskapslovgivningen vært å legge til rette for at selskapene tilstreber en kapitalstruktur som er best egnet for å maksimere selskapets effektivitet.<sup>30</sup> Tanken bak resonnementet er en økt verdi av aksjeeiernes portefølje, økt ”shareholder value”. I Norge ble samme synspunkt lagt til grunn da arbeidet med aksjelovene av 1997 ble igangsatt.

Av mandatet til Aksjelovutvalget (1996) fremkommer det i tillegg at de spesielt skal vurdere behovet for utbygging av vernet av minoritetseiere og kreditorer i aksjelovgivningen.<sup>31</sup> Utvalgets flertall fremhever videre at kravet til vern i noen grad kan være forskjellig for de to selskapsformene, hvilket underbygger argumentet for regulering i hver sin lov. Formålet med den nye aksjelovgivningen opplyses primært å være og sikre at den kapital som skytes inn er reell og at den minst svarer til den aksjekapital som registreres i Foretaksregisteret. Forvaltningen av kapitalen og selskapet skal være forsvarlig slik at vernet av kreditorer og andre tredjemenn opprettholdes. Det betyr at selskapets aktivitet og virksomhet til enhver tid skal tilpasses kapitalgrunnlaget for å sikre at interessene til både kreditorer og aksjeeiere ivaretas tilstrekkelig. Videre skal aksjelovene gi regler for oppbygging av kapital i selskapet, samt regler for utbytte og andre overføringer som kan innvirke på

---

<sup>29</sup> Jf. Working Document paragraph 3(6).

<sup>30</sup> Jf. Bråthen: Selskapsrett s. 40.

<sup>31</sup> Se Innst.O. nr. 45 (1994-95).

kapitalgrunnlaget. Dessuten la utvalget til grunn at det i en del henseender vil være sammenfallende hensyn for sikring av selskapskapitalen for aksjeselskap og allmennaksjeselskap, hvilket tilsier likelydende reguleringer i vesentlig grad for de to selskapsformene.<sup>32</sup>

Det kan imidlertid se ut til at et mer tradisjonelt syn om kapitalbeskyttelse for å verne kreditorer, minoritetsaksjonærer og andre tredjemenn etter hvert er blitt mer fremtredende enn en selskapslovgivning som initierer en kapitalstruktur som maksimerer selskapets effektivitet.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Se NOU 1996:3 s. 40.

<sup>33</sup> Sml. Bråthen: Selskapsrett s. 40.

### 3 Kjøp av egne aksjer

#### 3.1 Endringer i artikkel 19

Kommisjonen foreslår endringer i artikkel 19 om erverv av egne aksjer. Endringene er ikke obligatoriske i den forstand at medlemslandene kan velge å ikke innføre adgang til erverv av egne aksjer i nasjonal lovgivning. Men om de velger å innføre slike regler, utvides tilsynelatende medlemslandenes valgmulighet noe med hensyn til gjennomføringen.

Innfører medlemslandene bestemmelser om erverv av egne aksjer skal forslagets artikkel 19 anses uttømmende.<sup>34</sup> Forslagets ordlyd til ny artikkel 19 punkt 1 1.punktum utelater således ordet ”minst”. Denne delen av forslaget vil berøre norsk lovgivning som har bestemmelser som går utover hva gjeldende regler i kapitaldirektivet krever. Endringen vil i realiteten stramme inn på medlemslandenes valgmuligheter ved gjennomføringen i intern lovgivning.

Kommisjonen forslår at beholdningen av egne aksjer kan begrenses til rammen av den frie egenkapitalen om medlemslandet ønsker en slik utvidelse. Gjeldende begrensning er ti prosent av aksjekapitalen. Medlemslandet kan velge å beholde denne.<sup>35</sup> Videre krever kommisjonen eksplisitt at prinsippet om likebehandling finner sted.<sup>36</sup> Forslaget åpner også for at fullmakten som generalforsamlingen gir styret, kan ha en varighet av inntil fem år av gangen. Denne endringen skal gi større fleksibilitet og enklere

---

<sup>34</sup> Se Working Document paragraph 3(6).

<sup>35</sup> Jf. Forslagets artikkel 19 punkt 1(2).

<sup>36</sup> Jf. Forslagets artikkel 19 punkt 1(1) litra b og d.

saksbehandling ved blant annet å unngå gjentatte fornyelser og godkjenninger av fullmakter fra generalforsamlingen.<sup>37</sup>

Ny bestemmelse i artikkel 19 nr. 1 litra d, uttrykker eksplisitt at prinsippet om likebehandling av aksjonærer kommer til anvendelse. Selv om det ønskes en større fleksibilitet og et større spillerom for ledelsesorganene i selskapene, så ønsker også Kommisjonen å ivareta aksjeeiernes rett til likebehandling og til å få beskyttet sin investering. Kommisjonen foreslår at prinsippet om likebehandling av aksjonærer anses ivaretatt når aksjene kjøpes og selges på et regulert marked som definert i direktiv 2004/39/EF artikkel 4 punkt 1 nr. 14.<sup>38</sup> Men som Kommisjonen fremhever, vil de der nevnte direktiver og forordninger om innsidhandel, kursmanipulasjon, akseptert markedspraksis, tilbakekjøps-programmer og stabilisering av finansielle instrumenter med mer, måtte tas tilbørlig hensyn til for å unngå markedsmisbruk og for å sikre reell likebehandling av aksjeeierne.<sup>39</sup> Det legges ingen nærmere føringer for hvordan prisen skal settes for aksjer i selskap som ikke er børsregistrert. Dette temaet behandles mer utfyllende i kapittel 3.6 om likebehandling.

Ved vurderingen av fullmaktens gyldighet må artikkel 19 også ses i sammenheng med reglene i artikkel 42 om likebehandling av aksjonærer. Det kan på ervervstidspunktet ha inntrådt endringer i selskapets formuesforhold som gjør fullmakten foreldet eller uanvendelig. Fullmakten kan foreldes ved at selskapets kapitalforhold har endret seg slik at selv om aksjene kjøpes for en pris innenfor rammene av fullmakten, kan prisen i realiteten være rettsstridig. Myndighetsoverføringen kan således ikke anses ubetinget, men må vurderes konkret når fullmakten skal benyttes.<sup>40</sup> Dette aspektet blir mer

---

<sup>37</sup> Se Working Document paragraph 3.

<sup>38</sup> Se Working Document paragraph 3(8) og (9).

<sup>39</sup> Se Forslagets preambel punkt 9.

<sup>40</sup> Se Werlauff: EU-Selskabsret s. 263.



fremtredende med mulighet for å gi fullmakt for 5 år av gangen. Det er mulig at forslaget med dette skjerper kravet til aktsomhet fra innehaverne av fullmakten.<sup>41</sup>

I medlemsland hvor begrensningen for erverv settes til fri egenkapital, vil selskap med en økonomisk situasjon som tillater utbytte på over ti prosent av aksjekapitalen, få utvidet adgangen til å erverve egne aksjer. Terskelverdi knyttet til fri egenkapital harmonerer dessuten godt med andre bestemmelser i direktivet slik som reglene om innløsning av tegnet kapital og inndragning og reguleringer av tilbakekjøp av aksjer som er utstedt med dette formål.<sup>42</sup> Erverv av egne aksjer har flere likhetstrekk med disse disposisjonene.

Dagens regler innebærer at beholdningen av egne aksjer ervervet i henhold til artikkel 19 nr. 1 og pant i egne aksjer etter artikkel 24 nr. 1, til sammen ikke må overstige den kvantitative begrensningen.<sup>43</sup> Dette videreføres og forslaget innebærer derfor ingen endringer i artikkel 24.<sup>44</sup> I morselskapets aksjebeholdning skal aksjene datterselskapet har pant i eller eier i morsselskapet også medregnes.<sup>45</sup> Hensynene bak disse reglene endres ikke ved endringene som foreslås i artikkel 19.

Både begrensningen til ti prosent av aksjekapitalen og fullmaktens 18 månedersperiode har vært ansett som for rigide. Dette gjelder spesielt med hensyn til oppkjøpsprogram finansiert av egne fond som skal styrke selskapets egenkapital, og tilbakekjøps-program av aksjer for å redusere overskytende kontantbeholdning i selskapet. Se kapittel 3.5 for nærmere behandling av oppkjøpsprogram.

---

<sup>41</sup> Jf. kapitaldirektivet artikkel 19 punkt 1(1) litra a siste punktum.

<sup>42</sup> Se artikkel 35, 37 og 39.

<sup>43</sup> Se Werlauff: EU-Selskabsret s. 261.

<sup>44</sup> Se Working Document paragraph 3(10).

<sup>45</sup> Jf. Werlauff: EU-Selskabsret s. 265.

## 3.2 Aksjelovenes kapittel 9

### 3.2.1 Innledning

Begge aksjelovene av 1997 hjemler i kapittel 9 forbud mot erverv og pantsettelse av egne aksjer om ikke aksjekapitalen samtidig nedsettes. I likhet med fellesskapsretten kommer ikke forbudet lenger direkte frem i bestemmelsen.<sup>46</sup> Unntakene ble innført med aksjelovene av 1997.<sup>47</sup> Samtidig ble også avtalepant i egne aksjer likestilt med slike erverv.<sup>48</sup>

Utgangspunktet for Aksjelovgruppen var at bare allmennaksjeselskaper skulle ha adgang til å erverve egne aksjer.<sup>49</sup> Men både departementet og senere Aksjelovutvalget, anerkjente et større behov for slike disposisjoner enn først antatt, og i Ot. prp. nr. 23 (1996-97) ble det lagt til grunn at reglene skulle være like for begge selskapstyper.

I forslaget til endring av kapitaldirektivet er det også foreslått å innføre bestemmelser som tillater finansiell bistand ved erverv av aksjer i eget selskap.<sup>50</sup> Om slik finansiering av aksjer i eget selskap innføres i norsk rett, vil dette medføre endringer i kapittel 8 og kapittel 9 i aksjelovene. Det kan synes ønskelig at denne finansieringen ses i sammenheng med de begrensninger som aksjelovene ellers stiller med hensyn til erverv og pant i egne aksjer. I den grad det er nødvendig for fremstilling av reglene om egne aksjer blir temaet behandlet i kapittel 3. Videre fremstilling i kapittel 4 nedenfor.

---

<sup>46</sup> Jf. asl./asal. § 9-2, se Werlauff: EU-Selskabsret, s. 260.

<sup>47</sup> Jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 190-191.

<sup>48</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(2) 2.punktum.

<sup>49</sup> Jf. NOU 1992:29 s. 110-111.

<sup>50</sup> Se Forslagets artikkel 23 samt ny artikkel 23a og artikkel 23b.

### 3.2.2 Formålet med og hensynene bak bestemmelsene

Hovedbegrunnelsen for et forbud mot erverv av egne aksjer er at slike disposisjoner i realiteten er innløsning av egne aksjer hvor kjøpesummen er innløsningsbeløpet.<sup>51</sup> En slik disposisjon vil reduserer andelen av fremmed kapital i selskapet.<sup>52</sup> Selskapet vil kunne tømmes for reelle verdier om selskapet tillates å kjøpe store andeler av egne aksjer. En tenkt situasjon hvor selskapet kjøper samtlige aksjer i seg selv, er illustrerende. Aksjene ender da opp med å være verdiløse.

Beskyttelse av selskapets kreditorer er forbudets formål i tillegg til at minoritetsiere søkes vernet.

Forarbeidene uttrykker i tillegg mulighet for ulovlig innsidehandel og for kurspleie gjennom oppkjøp av egne aksjer som ytterligere hensyn bak forbudet. Dette kan foregå gjennom oppkjøpsprogram fra selskapets side. Benyttes kapital som ellers kunne vært utdelt som utbytte, kan disposisjonene innebære at det ikke finner sted utbytteutbetaling disse årene. Oppkjøpsprogram av egne aksjer kan benyttes som forebyggelse mot fiendtlige eller uønskede oppkjøp i selskapet. Dette er ikke nødvendigvis et legitimt motiv. Det kan fra det enkelte selskaps ståsted være en fordel å kunne kontrollere hvem som sitter med majoritetsinnhavet i selskapet. Eller å kunne påvirke eierstrukturen slik at fordelingen av eierandeler ikke endres for gjenværende deltakere når noen trekker seg ut av selskapet. Fra samfunnets side er det et ønske om at oppkjøp og muligheter for overtakelse av kontrollen i selskaper, er en del av den nødvendige overvåkingen av næringslivet og dens effektivitet. For de børsnoterte selskapene er dette spesielt fremtredende.<sup>53</sup> De bakenforliggende hensynene til henholdsvis allmennaksjeselskaper med forholdsvis mange eiere og mindre selskaper med et fåtall eiere, vil antakelig stå en del fra hverandre.

---

<sup>51</sup> Se Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 108-109, Andenæs: Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper s. 359.

<sup>52</sup> Jf. NOU 1992:29 s.112, jf. asl./asal. § 12-1, innløsning av aksjer.

<sup>53</sup> Sml. SOU 1997:22 s. 247 flg.

Aksjelovgruppen anerkjente at legitime behov for erverv av egne aksjer kan forekomme. Slike situasjoner kan være ved kapitalnedsettelse eller ved generasjonsskifte i familieselskaper og når selskapet trenger å endre forholdet mellom egenkapital og fremmedkapital relativt hurtig.<sup>54</sup> Behovet for tilbakekjøp av egne aksjer ble også begrunnet med at egne aksjer kan benyttes som vederlag ved fusjon eller annen overtakelse av virksomhet, ved erverv av formuesgjenstander, for tildeling til selskapets ansatte eller som beredskap i forbindelse med nye aksjonærs inntreden.<sup>55</sup> Departementet anfører også harmonisering til annen europeisk lovgivning som argument.<sup>56</sup> Kapitaldirektivets hjemmel for erverv av egne aksjer var nok en av faktorene som utvalget trakk med i vurderingen som ledet frem til forslaget om de nye bestemmelsene. Færre og mindre fleksible muligheter for norske selskaper enn næringslivet ellers i Europa, vil negativt kunne påvirke deres konkurranseevne.<sup>57</sup>

Mulighet for å drive kurspleie er en type disposisjon som også kan anses klanderverdig. Verdipapirhandelloven har ingen spesifikke regler om handel med egne aksjer, men lovens bestemmelser omfatter også slike disposisjoner. Loven har bestemmelser om generelle handelsregler som blant annet skal hindre misbruk av innsideopplysninger, undersøkelsesplikt for blant andre styremedlemmer, urimelige forretningsmetoder og kursmanipulering.<sup>58</sup> Hensynene bak disse er enda mer fremtredende når selskapet handler med egne aksjer. Næringslivets Aksjemarkedsutvalg anbefaler at børsnoterte selskaper for å hindre misbruk, i utgangspunktet bør handle med egne aksjer på børs.<sup>59</sup> Handel utenfor børs kan likevel være akseptabelt om tilbud fremsettes til samtlige

---

<sup>54</sup> Jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 108-109.

<sup>55</sup> Se NOU 1992:29 s. 108.

<sup>56</sup> Jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 108.

<sup>57</sup> Sml. Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2003:2 s. 147-170.

<sup>58</sup> Jf. vphl. kapittel 2.

<sup>59</sup> Se NAU: Egne aksjer (Oslo 1999). Se også Oslo Børs sirkulære nr.2/99.

aksjonærer og at prinsippet om likebehandling respekteres fullt ut.<sup>60</sup> Oslo Børs sirkulære nevner spesielt at aksjeordninger for ansatte kan være en ordning hvor saklig grunn for å handle utenfor børs kan foreligge. Ved å handle med egne aksjer på børs, oppnås også en åpenhet rundt transaksjonene som er ønskelig.<sup>61</sup> Se også kapittel 3.7 nedenfor.

I alminnelighet anses ikke selskapets erverv av egne aksjer å være ulovlig kursmanipulasjon. Selskapets interne viten om egne forhold, kan heller ikke i seg selv være tilstrekkelig for at lovens forbud mot innsidehandel overtredes.<sup>62</sup> Lovens kapitel 2 om blant annet innsidehandel og kurspleie skal i tillegg av avtalelovens § 36 være tilstrekkelig for å hindre uønsket påvirkning på aksjekursen i eget selskap.<sup>63</sup> Skal forbudet i vphl. § 2-1 overholdes, må disposisjonen konkret vurderes. En avveining må foretas mellom selskapets behov og rett til å handle med egne aksjer, og behovet for å hindre misbruk av opplysninger til skade for medkontrahenter og markedet på den annen side.<sup>64</sup>

### 3.2.3 Innholdet av bestemmelsene

Det er ikke tillatt å erverve eller tegne egne aksjer ved stiftelse eller kapitalforhøyelse, jf. § 9-1. Dette i overensstemmelse med forbudet i kapitaldirektivets artikkel 18.

---

<sup>60</sup> Sml. Norske Corporate Governance anbefalinger, <http://www.oslobors.no/ob/cg>.

<sup>61</sup> Sml. Bergo: Børs- og verdipapirrett s. 323.

<sup>62</sup> Sml. Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2002:2 s. 167.

<sup>63</sup> Jf. NOU 1992:29 s. 109-110.

<sup>64</sup> Jf. Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 s. 165.

Se også dansk høyesterettsdom fra 22. desember 2004, sag 384/2004 "Midtbank-dommen" og Kommisjonens forordning (EF) nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om gjennomføringen av Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter. Tema blir ikke behandlet videre her.

Erverv av egne aksjer i er i norsk lov regulert i asal. § 9-2 til § 9-8, med likelydende bestemmelser i aksjeloven. Etter asl./asal. § 9-2(1) 1.punktum kan ikke selskaper i dag erverve aksjer i eget selskap om den pålydende verdien av beholdningen overstiger ti prosent av aksjekapitalen. Aksjekapitalen kan heller ikke etter fradrag av beholdningen av egne aksjer komme under minste tillatte egenkapital.<sup>65</sup> Dette vilkåret går utover hva direktivet krever og har størst betydning hvor selskapet eier egne aksjer fra før. Vilkaeret innebærer at aksjekapitalen etter å ha trukket fra beholdningen av egne aksjer ikke kan være lavere enn NOK 100.000 i aksjeselskap og NOK 1.000.000 i allmennaksjeselskap.<sup>66</sup> Asl./asal. § 9-2(1) siste punktum innebærer også at selskap som er stiftet med minste tillatte aksjekapital ikke kan erverve egne aksjer uansett sin økonomiske stilling for øvrig.<sup>67</sup>

Det er den registrerte aksjekapitalen etter asl./asal. § 10-10 som er avgjørende ved vurdering av om aksjebeholdningen holder seg innenfor ti prosent.<sup>68</sup> I overensstemmelse med kapitaldirektivet inngår også aksjer selskapet har avtalepant i ved beregning av om ervervet holder seg innenfor denne rammen.<sup>69</sup> Ved erverv av avtalepant i egne aksjer regnes fordringen som pantet skal sikre, som vederlag fra selskapets side ved anvendelse av § 9-3 og § 9-4, jf. § 9-5. Grensen på ti prosent er absolutt og uavhengig av om selskapet har overskudd som kan benyttes ut over dette. Det er ervervstidspunktet som er relevant ved beregningen av om ervervet holder seg innenfor den kvantitative begrensningen og innenfor den frie egenkapitalen. Videre blir kjøp i andres navn for selskapets regning ansett som ervervet av selskapet selv til tross for at dette ikke kommer direkte frem av loven.<sup>70</sup> Selskapets erverv for fremmed

---

<sup>65</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(1) siste punktum.

<sup>66</sup> Jf. asl. § 3-1(1) og asal. § 3-1(1).

<sup>67</sup> Jf. Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 642.

<sup>68</sup> Jf. Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 641.

<sup>69</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(2) 1.punktum jf. kapitaldirektivet artikkel 24 nr.1.

<sup>70</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(2), 2.punktum jf. Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 641.

regning er forbudt i henhold til Rt. 1970, s. 329, som antas være relevant også etter innføringen av aksjelovene av 1997.<sup>71</sup>

Ved beregningen av morselskapets beholdning av egne aksjer skal også datterselskapets aksjer i morselskapet medregnes.<sup>72</sup> Til sammen kan disse beholdningene og forpliktelsene ikke overstige grensen på ti prosent av morselskapets aksjekapital. Bestemmelsene i § 9-2 til § 9-7 gjelder tilsvarende for datterselskapet.<sup>73</sup> Temaet behandles mer inngående i kapittel 3.8 nedenfor.

Et ytterligere vilkår for å erverve egne aksjer er at kjøpesummen ikke overstiger selskapets frie egenkapital.<sup>74</sup> Selskapet må dermed påse at kjøpet ikke medfører at beholdningen øker utover rammen av ti prosent av aksjekapitalen, samtidig som disponible midler er store nok til å dekke kjøpesummen. I tillegg må handelen være innenfor normen ”forsiktig og god forretningsskikk”.<sup>75</sup> Bestemmelsen skal beskytte selskapet mot å tømmes for verdier ved å ta tilbørlig hensyn til forhold som fremkommer etter balansedagen, og sikre at regnskapene egenkapitalen fremkommer av gir et realistisk bilde av kapital situasjonen i selskapet.<sup>76</sup>

Overtakelse av aksjer i form av gave, tvangsinn drivelse til dekning av selskapets fordring, aksjer som erverves ved fisjon, fusjon eller annen overtakelse samt innløsning etter asl./asal § 16-19 kan skje uhindret av reglene i § 9-2 til § 9-5.<sup>77</sup> Aksjeloven unntar også erverv etter asl. § 4-24 og § 4-25 fra de restriktive ervervsbestemmelsene. Unntakene innebærer at verken begrensningen etter § 9-2 eller § 9-3, og heller ikke

---

<sup>71</sup> Jf. Aarbakke m.fl.: Kommentarutgave s. 641.

<sup>72</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(2) siste punktum.

<sup>73</sup> Jf. asl./asal. § 9-8.

<sup>74</sup> Jf. asl./asal. § 9-3 jf. § 8-1 jf. kapitaldirektivet artikkel 19 nr.1 litra b og c.

<sup>75</sup> Jf. asl./asal. § 9-3 2.punktum.

<sup>76</sup> Jf. kravet i asl/asal § 3-4 til forsvarlig egenkapital.

<sup>77</sup> Jf. asl/asal § 9-6(1). Lignende bestemmelser i kapitaldirektivet artikkel 20.

kravet om behandling i generalforsamling i § 9-4, kommer til anvendelse ved innløsning eller utelukkelse av aksjonær.<sup>78</sup> Men om egne aksjer blir ervervet på en av de måtene som nevnt og dette medfører at beholdningen av egne aksjer overstiger ti prosent av aksjekapitalen, skal disse overskytende aksjene avhendes eller slettes etter reglene i asl./asal. § 9-6(2). Fusjons- og fisjonssituasjonene kan innebære at problemstillinger rundt erverv og finansiering av slike erverv aktualiseres. Jeg kommer tilbake til dette i kapittel 4.8 nedenfor.

Erverv av aksjer i eget selskap kan kun gjennomføres om styret har fullmakt fra generalforsamlingen. Fullmakten må beslutes med flertall som for vedtektsendringer.<sup>79</sup> Disposisjonens likhet med nedsettelse av aksjekapitalen er noe av bakgrunnen for at beslutningen om kjøp av egne aksjer krever to tredjedelsflertall. Aksjeeiere uten stemmerett sikres også innflytelse på beslutningen gjennom de norske bestemmelsene.<sup>80</sup> Kravet går utover hva kapitaldirektivet krever. Kravet til fullmaktens innhold omtales i kapitel 3.5 nedenfor.

Virkningen av ulovlig erverv eller pant i egne aksjer er ugyldighet, om avtaleparten ikke er i god tro. Er avtalen bindende for selskapet, skal aksjene avhendes innen tre måneder om beholdningen på grunn av ervervet overstiger den kvantitative begrensningen. Styremedlemmer er ikke ansvarlige om de har stemt imot ervervet eller om de kan godtgjøre at de ikke visste eller ikke burde ha visst om det ulovlige ervervet.<sup>81</sup>

---

<sup>78</sup> Se Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 650.

<sup>79</sup> Jf. asl./asal. § 9-4(1).

<sup>80</sup> Jf. asl./asal. § 9-4(1) og NOU 1992:29 s.112.

<sup>81</sup> Jf. asl./asal. § 9-7.



### 3.2.4 Virkningene av Kommisjonens forslag

Den endringen som kan påvirke norsk rett mest, er kravet om at nasjonal lovgivning ikke kan inneholde begrensninger eller vilkår utover de direktivet setter. Aksjelovene av 1997 har bestemmelser som går utover direktivets krav. Disse er: asl./asal. § 9-2(1) om fratrekk av beholdningen av egne aksjer som ikke må medføre at aksjekapitalen kommer under minste tillatte egenkapital, at fullmakten til styret etter § 9-4(1) må besluttes med flertall som for vedtektsendring samt at generalforsamlingens beslutning må registreres i Foretaksregisteret i henhold til § 9-4(4). Det er kun allmennaksjeselskap som direkte omfattes av Kapitaldirektivet og det er bestemmelsene i allmennaksjeloven som må endres om forslaget tas til følge. Men lovgiver kan selvfølgelig velge samme regulering for aksjeselskap dersom dette anses hensiktsmessig.

Jeg kommer tilbake til virkningene av dette ved behandlingen av de enkelte områder.

Medlemslandene kan velge mellom to kvantitative begrensninger av beholdningen av egne aksjer etter forslaget. Aksjebeholdningen kan enten holdes innenfor rammen av hva som kan disponeres som fri egenkapital, eller medlemslandene kan velge å beholde den ytterligere begrensningen til ti prosent av registrert aksjekapital. I beholdningen skal medregnes tidligere ervervede aksjer.<sup>82</sup> Forslaget innebærer at den nasjonale lovgivningen kan utvide adgangen til erverv av egne aksjer i ganske betydelig grad om selskapets kapital situasjon tillater det. Kan ikke kravet i asal. § 9-2(1) 2.punktum til gjenværende egenkapital i selskapet videreføres, vil dette medføre at selskaper som er stiftet med minste tillatte egenkapital også kan erverve egne aksjer innenfor de vilkår som settes.

Forslaget til ny artikkel 19 nr. 1 litra d fremhever viktigheten av likebehandlingsprinsippet. Prinsippet knyttes til den pris som blir satt på aksjer som erverves eller avhendes av selskapet. I følge bestemmelsen anses likebehandlingsprinsippet for overholdt når aksjene omsettes i henhold til den pris som settes på et åpent marked. Likebehandlingsprinsippet er viktig for at ikke enkelte

---

<sup>82</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(1) 1.punktum.

aksjeeiere skal oppnå fordeler på bekostning av andre aksjonærer. Omsettes aksjer til under markedspris kan aksjekapitalen uthules og eierandelen til øvrige aksjeeiere reduseres i verdi. Temaet behandles i kapittel 3.6 nedenfor.

Oppmykning av forbudet mot finansiering av egne aksjer vil medføre endringer i kapittel 8 og kapittel 9 i aksjelovene. Hensynene bak reglene om erverv av egne aksjer tilsier at erverver tredjemann aksjer i selskapet fra selskapet selv på kreditt, så bør disse inngå i den beholdningen som måles mot den kvantitative begrensningen. Inntil kreditten er tilbakebetalt vil aksjene bli behandlet som en del av selskapets beholdning av egne aksjer. Om grensen beholdes til ti prosent av aksjekapitalen vil finansieringsalternativet få snevre rammer, men av hensyn til kapitalbeskyttelsen virker det mest hensiktsmessig.<sup>83</sup> Kreditorenes beskyttelse vil ikke svekkes om beholdningen av egne aksjer, avtalepant i egne aksjer eller kredittstillelse ved salg av aksjer fra selskapet selv ses i sammenheng, og disse til sammen ikke tillates å overstige begrensningen til ti prosent av aksjekapitalen.<sup>84</sup> Den totale beholdningen av disse forblir da innenfor samme ramme som i dag. Velger lovgiver en utvidelse i tråd med forslaget, vil disposisjonene samlet måtte forholde seg til denne.

Følgene for asl./asal. § 9-2(1) 2.punktum ville eventuelt bli at lån eller annen sikkerhetsstillelse som gis, også skal trekkes fra ved beregningen av om minstekravet til aksjekapitalen overholdes. Denne bestemmelsen setter vilkår utover forslagets krav, og vil så langt jeg ser ikke kunne videreføres for allmennaksjeselskap.

At selskapet ønsker å sikre finansiell bistand med avtalepant i aksjene som finansieres, er heller ikke upraktisk. Med hjemmel i asl./asal. § 9-2(2) vil disse aksjene da inngå i beregningsgrunnlaget ved begrensningen til ti prosent av aksjekapitalen.

---

<sup>83</sup> Finansiering av tredjemanns erverv fra andre enn selskapet behandles i kapittel 4.6.3.

<sup>84</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(2).

Konsekvensene av finansieringen av tredjemanns erverv av aksjer i selskapet må videre innebære at de også medregnes i fratrekke i egenkapitalen etter § 8-1(1) nr. 3. Bestemmelsen krever at aksjer i eget selskap samt kreditt og sikkerhetsstillelse etter § 8-7 til § 8-9 fra tidligere regnskapsår skal trekkes fra ved beregningen av fri egenkapital. Slik vil finansiell bistand heller ikke inngå i grunnlaget for beregningen av den frie egenkapitalen som er disponibel for disse formål. Se kapittel 4 for den videre fremstillingen av forslaget om endring i reglene om finansiell bistand.

Kommisjonen foreslår også at fullmaktsperioden utvides fra 18 måneder til fem år. Begrunnelsen er som nevnt å fremme en enklere og mer effektiv saksbehandling. Dessuten har denne tidsbegrensningen blitt ansett for å være litt for stram.<sup>85</sup> Utover dette må fullmaktsreglene endres med hensyn til de vilkår som strekker seg utover forslagets krav. Dette gjelder flertallskravet ved vedtektsendring og kravet til registrering i Foretaksregisteret. Fullmakter i forbindelse med erverv av egne aksjer behandles i kapittel 3.5.

Endringene i forslaget innebærer at en større del av selskapets kapital kan benyttes til å erverve egne aksjer forutsatt at selskapet har disponibel egenkapital utover ti prosent av aksjekapitalen. Et av formålene med den nåværende bestemmelsen er å sikre kreditorene gjennom kapitalen som er igjen i selskapet. Reguleringen av utdelinger fra selskapet skal forhindre at eierne tar større midler ut fra selskapet enn hva som er forsvarlig med hensyn til driftens omfang og risiko.<sup>86</sup> Bestemmelsene i henholdsvis asl./asal. § 9-2(1) siste punktum og § 8-1(1) nr. 3 er regler som er med på å sikre at de verdier som er igjen i selskapet, er tilstrekkelig for at hensynet til kreditorene blir ivaretatt. Fjernes minimumskravet til egenkapitalen i forhold til beholdningen av egne aksjer, kan det se ut til at vernet av kreditorene sammenlignet med gjeldende bestemmelser svekkes. Men minste tillatte aksjekapital sikrer ikke at kapitalen i

---

<sup>85</sup> Jf. Working Document paragraph 3.

<sup>86</sup> Jf asl./asal. § 3-6 jf. § 3-4 se § 3-5.

selskapet er tilstrekkelig etter de krav asl./asal. § 3-4 setter, og beskyttelsen i minimumskravet kan ut fra selskapets forhold ha liten verdi.

Beregningen av egenkapitalen og hva som er fri egenkapital må bygge på reelle tall slik at for eksempel ikke verdien av balanseførte eiendeler er overvurdert. Beskyttelsen av kreditorene kan ellers bli illusorisk. Er den bokførte verdien høyere enn virkelig verdi, vil de materielle skrankene for hva som kan deles ut eller benyttes til erverv, avtalepant og eventuelt finansiell bistand fremstå høyere enn hva de i realiteten er.<sup>87</sup> Regnskaps- og revisjonslovgivningen skal forsøke å hindre at slike uoverensstemmelser oppstår i vesentlig grad.

### 3.3 Fri egenkapital

Asl./asal. § 9-3 1.punktum, jf. § 8-1(3) definerer selskapets frie egenkapital med hensyn til hvilke midler som er disponible til erverv og pantstillelse av egne aksjer. Fri egenkapital er i § 8-1(3) definert som det som kan deles ut som utbytte når vilkårene i 1. og 2.ledd er oppfylt uten at fremgangsmåten i asl./asal. § 12-4 eller § 12-6 må følges.

Bestemmelsen i asl./asal. § 8-1 skal i henhold til Justisdepartementets lovavdeling forstås etter ordlyden.<sup>88</sup> Utbytte kan kun deles ut etter at generalforsamlingen har godkjent årsregnskapene fra siste regnskapsår. Ubytte må være basert på forrige års regnskap og dennes frie egenkapital. Det vil si at utbytte som utspringer av regnskapsåret 2004 må utdeles i 2005, ikke 2006 eller senere.<sup>89</sup>

---

<sup>87</sup> Se for eksempel Rt. 1997 s. 1430.

<sup>88</sup> Jf. tolkningsuttalelse 8. april 2002 (snr.2001/109000 EP TO).

<sup>89</sup> Jf. tolkningsuttalelse av 17.desember 2001 (Snr. 01/8396 EP), jf. Aarbakke m.fl.: Kommentarutgave s.592. Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 156, Ot.prp. nr. 65 (1998-99) kapittel 16.

Atskillig kritikk er reist mot denne tolkningen, men drøftelsen rundt sperreregelen generelt faller utenfor denne oppgaven.<sup>90</sup> Lovavdelingen fulgte opp sin uttalelse fra 2001 med en ny uttalelse datert 8.april 2002. Denne gir mer utfyllende kommentarer til de øvrige disposisjonsformer som er knyttet til begrepet fri egenkapital. Lovavdelingen uttaler her at ved kjøp av egne aksjer kan årsregnskap fra tidligere år legges til grunn frem til godkjenning av siste regnskapsår. Dette begrunnes med ordlyden i § 9-3, 1.punktum. De fremholder videre at denne løsningen gir best sammenheng med kapitaldirektivets artikkel 15 og artikkel 19.<sup>91</sup>

Departementets uttalelser skal dog ikke tillegges større vekt en andre juridiske forfatteres argumenter.<sup>92</sup> Uttalelsen støttes av Matres argumentasjon, mens Berge og Strandberg ikke ser grunnlaget for å velge en annen løsning for erverv av egne aksjer.<sup>93</sup> Se nærmere om utbyttebegrepet i kapittel 4.6.1

Asl./asal § 8-1 setter en generell materiell ramme for erverv av egne aksjer frem til neste balansedag. Dette innebærer at det ikke er det enkelte erverv som skal måles mot den frie egenkapitalen, men alle erverv som foretas i utdelingsperioden. Vederlaget som skal måles mot den frie egenkapitalen, må omfatte selskapets totale kostnader ved ervervet.<sup>94</sup> Det er selve kjøpet av aksjene som måles mot rammen i § 8-1, ikke aksjeinnehavet. Egenkapitalen på ervervstidspunktet er den som da er relevant med hensyn til om kjøpesummen holder seg innefor grensen av fri egenkapital.<sup>95</sup> Asl./asal. § 9-3 siste punktum har en nesten likelydende bestemmelse som asl./asal. § 8-1(4). Bestemmelsene presiserer at erverv av egne aksjer kun kan gjennomføres i den grad det er forenlig med

---

<sup>90</sup> Se blant annet Perland: Tff nr. 4/2004 s. 539 flg.

<sup>91</sup> Jf. tolkningsuttalelse 8 april 2002 (snr.2001/109000 EP TO).

<sup>92</sup> Jf. Giertsen: Rettsgrunnlag og standpunkt s. 205, se Bråthen: Selskapsrett s. 60.

<sup>93</sup> Jf. Matre: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2002:2 s. 171-174. Se Berge og Strandberg: Revisjon og Regnskap 2000 nr. 4 s. 12.

<sup>94</sup> Jf. Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2002:2 s. 155.

<sup>95</sup> Se også Aarbakke m.fl.: Kommentarutgave s. 644-645.

forsiktig og god forretningsskikk. I tillegg skal tap som har oppstått eller som må forutses å oppstå etter at balansen er utferdiget, trekkes fra ved beregningen av fri egenkapital.<sup>96</sup> Motsetningsvis kan ikke eventuelle gevinster eller overskudd legges til ved den samme beregningen. Bestemmelsen må også ses i sammenheng med kravet til forsvarlig egenkapital i asl./asal. § 3-4.

I henhold til Lovavdelingen kan ikke innfrielse av lån til aksjonærer etter gjeldende regler komme utbyttegrunnlaget til gode.<sup>97</sup> Det vil si at lån som innfris etter balansedagen ikke tas hensyn til ved beregningen av fri egenkapital.<sup>98</sup> Matre stiller seg mer tvilende til om dette er gjeldende rett.<sup>99</sup> Departementet har sett behovet for å endre denne bestemmelsen og foreslår i Høringsnotatet om etterkontroll av aksjelovene et nytt femte ledd til asl./asal. § 8-1;

”Ved beregning av fri egenkapital kommer kreditt til en aksjeeier ikke til fradrag etter første ledd nr. 3 i den grad kreditten avvikles ved at det foretas en avregning i utbyttet.”<sup>100</sup>

Etter ordlyden å dømme er det kun innfrielse av lån som foretas ved fratrekk direkte i utbyttet aksjeeieren ellers har krav på, som oppfyller forslaget vilkår. Annen innfrielse av lån til aksjonærer etter balansedagen vil ikke kunne legges til utbyttegrunnlaget. Forslaget til endring i denne bestemmelsen vil dog ikke berøre egenkapitalgrunnlaget for erverv av egne aksjer eller ved nedsetting av egenkapitalen. Asl./asal. § 9-3 og § 12-2 henviser til andre deler av § 8-1 enn det nye femte leddet og endringer i disse bestemmelsene er ikke foreslått.<sup>101</sup> Hensiktsmessigheten ved å differensiere mellom de forskjellige grunnlagene for beregning av ”fri egenkapital” er litt vanskelig å oppdage.

---

<sup>96</sup> Jf. asl./asal. § 9-3 2.punktum.

<sup>97</sup> Jf. asl./asal. § 8-7 og § 8-8.

<sup>98</sup> Jf. Lovavdelingen 17. desember 2001 (snr 01/8396 EP).

<sup>99</sup> Se artikkel i TtF 2003 nr.1 s.12 flg.

<sup>100</sup> Jf. Høringsnotat av 28. juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 20.

<sup>101</sup> Jf. Høringsnotat av 28. juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 19, § 8-1.

Aksjer som selskapet har ervervet eller fått pant i et tidligere regnskapsår, skal trekkes fra ved beregningen av den frie egenkapitalen.<sup>102</sup> Dermed reduseres grunnlaget for hva som kan benyttes til blant annet erverv av aksjer i eget selskap. Egne aksjer eller pantstillelse av disse fra tidligere år blir både regnet med ved beregningen av om grensen på ti prosent overholdes og ved beregningen av om kjøpet holder seg innenfor disponibel egenkapital.<sup>103</sup> Begrunnelsen for regelen er at kapital som benyttes til slike erverv og pantstillelser ikke reduserer egenkapitalgrunnlaget for neste års beregninger slik som andre utdelinger fra selskapet gjør.<sup>104</sup>

Se kapittel 4.6.3 nedenfor for ytterligere fremstilling, samt kapittel 3.7 nedenfor om oppkjøpsprogram kombinert med nedsettelse av aksjekapitalen.

Det enkelte selskaps vedtekter kan utover lovens bestemmelser også sette skranker for hva som regnes som fri egenkapital. For eksempel kan selskaper ha vedtektsbestemmelser om fond som er bundet til spesifikke beløp. Har selskapene slike bestemmelser i vedtektene reduseres den disponible egenkapitalen tilsvarende.

### 3.4 Vederlag i annet enn penger

Selskapets vederlag for aksjer i eget selskap kan bestå av annet enn penger. I så fall skal omsetningsverdien av vederlaget oppfylle kravene om å ligge innenfor selskapets fri egenkapital og innen for ti prosent av registrert aksjekapital.<sup>105</sup> Følger lovgiver endringen i forslaget, kan vederlaget forholde seg til rammen av fri egenkapital.

Justisdepartementets lovavdeling har uttalt om utdelte eiendeler ved utbytte, kapitalnedsetting og fisjon, at bestemmelsen i asl./asal. § 3-6 utover å bestemme hva

---

<sup>102</sup> Jf. asl./asal. § 8-1 nr. 3.

<sup>103</sup> Bestemmelsen ble innført ved endringslov av 2. juli 1999 nr. 59.

<sup>104</sup> Ot.prp. nr. 65 (1998-99) s. 22-25, jf. rskl. § 6-2.

<sup>105</sup> Se NOU 1996:3 s. 153, jf. NOU 1992:29 s. 111.

som kan anses som utbytte, også bestemmer verdien av eiendelen som utdeles. Verdien skal være lik virkelig verdi.<sup>106</sup> Om bokført verdi i en situasjon hvor selskapets vederlag er en balanseført eiendel, er lavere enn omsetningsverdien, reduseres selskapets disponible kapital for erverv av egne aksjer tilsvarende. Andenæs mener det er vanskelig å se noen rasjonell grunn for en slik løsning.<sup>107</sup> I høringsnotatet om etterkontroll av aksjeselskapene stiller også departementet spørsmål ved om den gjeldende regelen er hensiktsmessig og fremmer forslag til nytt tredjeledd til asl./asal. § 3-6:

”Når bestemmelser i denne lov oppstiller begrensninger for adgangen til utdeling fra selskapet, er det en eiendels balanseførte verdi som er bestemmende ved vurderingen av om verdien ligger innenfor begrensningene.”<sup>108</sup>

Gjennomføres endringen vil norsk lovgivning korrespondere med svensk rett som legger den bokførte verdien til grunn.<sup>109</sup>

### 3.5 Fullmakt til styret

Styrets fullmakt til å erverve aksjer i eget selskap hjemles i asl./asal. § 9-4 og gjennomfører direktivets gjeldende bestemmelser. Dersom den nasjonale lovgivningen tillater kjøp av egne aksjer, skal kjøpene gjennomføres og holdes minimum innenfor de retningslinjer Kapitaldirektivets artikkel 19, 21 og 22 setter. Fullmakten skal gis for et bestemt tidsrom og for maksimum 18 måneder. Etter de norske bestemmelsene i asl./asal. § 9-4, kreves det 2/3-dels flertall som ved vedtektsendring ved beslutningen om fullmakt. Flertallskravet i fullmaktsbestemmelsen begrunnes med likheten med

---

<sup>106</sup> Jf. tolkingsuttalelse av 20.2.2004 (snr. 2004/3299 EP).

<sup>107</sup> Se Andenæs: Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper s. 367.

<sup>108</sup> Jf. Høringsnotat av 28.juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 20. Se Perland: TFF nr.4/2004 s. 560.

<sup>109</sup> Jf. NJA 1996 s. 742.



kapitalnedsettelse. Bestemmelsen vil antakelig ikke kunne videreføres om forslaget gjennomføres. Selskapets vedtekter kan likevel inneholde ytterligere krav til stemmeflertallet ved fullmaktsbeslutningen.

Videre må det fremkomme av fullmakten i hvilket omfang styret kan erverve aksjer samt høyeste og laveste pris for aksjene. Det er det totale volumet som må fremgå av fullmakten og denne angis med et bestemt beløp. Generalforsamlingen skal også angi hvilke måter aksjer kan kjøpes og selges på. Beslutningen skal meldes og registreres i Foretaksregisteret før fullmakten kan benyttes. Fullmaktsperioden anses dog for å begynne å løpe allerede fra beslutningstidspunktet.<sup>110</sup> Kravet om registrering i Foretaksregisteret går også utover hva endringene i kapitaldirektivet krever. Både flertallsbestemmelsen og vilkåret om registrering i Foretaksregisteret er gyldighetsvilkår for fullmakten og vil derfor antakelig ikke kunne videreføres for allmennaksjeselskap. Formålet med vilkåret om registrering i Foretaksregisteret er beskyttelse av kreditorene.<sup>111</sup> Vilkåret har i tillegg den virkning at medkontrahtenten vanskeligere kan påberope seg god tro.<sup>112</sup> Det kan innenfor direktivets rammer kanskje være mulig å beholde bestemmelsene om registrering i Foretaksregisteret som en saksbehandlingsregel slik at kreditorvernet og god tro-ekstinksjonen videreføres. Virkningen av at reglene ikke overholdes blir i tilfelle ikke ugyldighet, men at fullmakten eventuelt kan påberopes som bristende forutsetning eller at tredjemann må sies å ha vært i god tro. På den annen side kan en slik løsning være å anse som et forsøk på omgåelse av direktivet.<sup>113</sup>

Asl./asal. § 9-4, tredje ledd om hvordan aksjene skal erverves og avhendes, skal i henhold til forarbeidene først og fremst sikre at generalforsamlingen tar stilling til spørsmålet om likebehandling av aksjeeierne. Det er likevel ikke noe i veien for at

---

<sup>110</sup> Se Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 s. 157.

<sup>111</sup> Jf. NOU 1996:3 s. 153.

<sup>112</sup> Sml. Aarbakke m.fl.: Kommentarutgave s. 648 jf. fregl. § 10-1(1).

<sup>113</sup> Sml. Werlauff: EU-Selskapsret s. 6 jf. Centros, dom av 9.3.1999, sak C-212/97.

fullmakten overlater til styret å sørge for at prinsippet om likebehandling blir ivarettatt.<sup>114</sup> Styret kan etter alminnelige regler delegere utnyttelse av fullmakten og ansvaret for gjennomføringen til selskapets administrasjon, men vil ha et selvstendig ansvar for at alle lovbestemte vilkår for slike erverv oppfylles.<sup>115</sup>

Fullmakten kan i prinsippet omfatte hele aksjekapitalen. Grensen på ti prosent i asl./asal. § 9-2 gjelder hvor mange aksjer selskapet til enhver tid kan eie og legger ikke begrensninger på fullmakten. Fullmakten kan benyttes flere ganger innenfor fullmaktsperioden til erverv opp til ti prosents grensen.<sup>116</sup>

Selskapets vedtekter kan inneholde bestemmelser som setter ytterligere krav til fullmakten eller generalforsamlingen kan beslutte ytterligere vilkår for at fullmakten skal kunne benyttes etter gjeldende regler. Foreslåtte endringer vil ikke gripe inn i det enkelte selskaps eventuelle ønske om strammere forvaltning av sin egen kapital. Fullmakten kan trekkes tilbake etter samme prosedyre som den ble gitt så lenge den ikke har skapt rettigheter for tredjemann.

Virkningen av at styret har handlet uten fullmakt eller på annen måte i strid med reglene i § 9-2 til § 9-5 fremkommer av asl./asal. § 9-7. Virkningen er ugyldighet.

Forslaget til endring i artikkel 19 nr. 1 innebærer at nåværende asal. § 9-4 kan endres slik at fullmaktsperioden utvides med inntil 5 år. Bakgrunnen for gjeldende regel er at Aksjelovutvalget anså en beslutning om fullmakt til styret om erverv av egne aksjer for å være av en slik viktighet at beslutningen burde prøves av generalforsamlingen årlig. De foreslo derfor at den bare skulle vare frem til neste årsmøte.<sup>117</sup> Aksjelovgruppens innstilling var en fullmaktsperiode på 18 måneder som er i overensstemmelse med

---

<sup>114</sup> Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 102-103.

<sup>115</sup> Se Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskapsret 2000:2 s. 156.

<sup>116</sup> Se Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 647.

<sup>117</sup> Jf. NOU 1996:3 s. 153.

kapitaldirektivet.<sup>118</sup> I Ot. prp. nr. 23 (1996-97) foreslår departementet at bestemmelsen endres i tråd med Aksjelovutvalgets vurdering fra 1996. De setter likevel fullmaktsperioden til 18 måneder av hensyn til registreringen i Foretaksregisteret og for å unngå at det oppstår perioder hvor erverv ikke kan foretas.<sup>119</sup>

Lignende vurderinger er blitt foretatt med hensyn til styrets fullmakt ved kapitalforhøyelse.<sup>120</sup> Etter Aksjeloven av 1976 kunne generalforsamlingen gi styret fullmakt for inntil 5 år. Dette ble endret ved aksjelovene av 1997 til to år. Endringen fra fem til to år inneholder en klar innstramming først og fremst for allmennaksjeselskaper. Forarbeidene begrunner kortere fullmaktsperiode med at aksjeeierne hyppigere kan vurdere fullmakten. Innstrammingen anses i forarbeidene også å være forsvarlig med begrunnelse i innføringen av det som senere ble aksjelovens § 5-7. Denne hjemler generalforsamlingens adgang til å foreta beslutninger utenfor møte i aksjeselskap med færre enn 20 aksjeeiere. Denne bestemmelsen ivaretar den ønskede fleksibilitet ved forenkling av saksbehandlingen for aksjeselskapene.<sup>121</sup> Argumentasjonen må kunne ha gyldighet også for fullmakt etter asl./asal. § 9-4.

Norske lovgivere har sett behovet for å stille strengere krav enn kapitaldirektivet krever til bestemmelsene om fullmakt. Flertallsbestemmelsen og kravet om at fullmakten skal registreres i Foretaksregisteret er slike vilkår. Sett i sammenheng med uttalelsene fra Aksjelovutvalget, tyder mye på at norske lovgivningsmyndigheter anser beslutningen om denne type fullmakt for å ha stor betydning både for aksjeeierne og for kreditorene. Det er ingenting som trekker i retning av at det ønskes en oppmykning med lengre fullmaktsperiode enn dagens bestemmelser. At kravene om registrering og om 2/3-dels flertall eventuelt ikke kan videreføres, er heller ikke forhold som taler for en lenger fullmaktsperiode, uttalelsene over tatt i betraktning. Næringslivets Aksjemarkedsutvalg

---

<sup>118</sup> Jf. NOU 1992:29 s. 112.

<sup>119</sup> Jf. Ot.prp. nr. 23 s. 102-103 jf. s. 157.

<sup>120</sup> Jf. asl./asal. § 10-14.

<sup>121</sup> Jf. NOU 1996:3 s. 169.

understreker også at forslaget som styret fremsetter til generalforsamlingen, bør inneholde en begrunnelse for behovet for tilbakekjøp, hvilken betydning kjøpet har for egenkapitalsituasjonen og opplysninger om hendelser etter siste balansedag dersom generalforsamlingen skal behandle årsregnskapet samtidig. Oslo Børs sirkulære nr.2/99 inneholder lignende uttalelser.<sup>122</sup> At informasjon til generalforsamlingen bør være såpass detaljert, peker heller ikke i retning av at en lengre fullmaktsperiode synes ønskelig.

En fullmaktsperiode på fem år vil kunne innebære noe besparelse ved at generalsforsamlingen ikke behøver å behandle fullmakten på hver generalforsamling. Dette hensynet synes å være av liten vekt sammenlignet med hensynet til beskyttelsen av aksjeeierne. På den annen side kan som sagt fullmakten trekkes tilbake med samme type beslutning som den ble gitt. For mindretallsaksjonærene kan det dog være vanskeligere å få gjennomslag for en slik tilbaketrekking enn å bli hørt i et ønske om å få begrenset omfanget i en ny fullmakt. Fjernes kravet til 2/3-dels flertall for fullmaktsbeslutningene, vil minoritetseiernes innflytelse minske ytterligere om ikke vedtektene har stemmebegrensninger. For nye aksjeeiere som tiltrer i løpet av en femårs periode, vil det kunne ta forholdsvis lang tid før de får innflytelse over denne delen av selskapets forvaltning av egen kapital og eierstruktur.

Det er også et spørsmål om lovgiver ønsker en utvikling mot at selskaper i større grad styres av selskapets ledelse eller om det er eierne som bør ha størst mulig kontroll med selskapets ivaretagelse av dens kapital. På den annen side kan det sies at avveiningen kan eller bør ligge hos det enkelte selskaps eiere. Om fullmaktsperioden utvides, kan aksjeeierne velge gjennom generalforsamlingens beslutning eller i vedtektene å begrense fullmakten til en kortere periode enn loven tillater.

En utvidelse av grensen for hvor lenge en fullmakt kan vare, vil i mange tilfeller også innebære at fullmaktens beløpsmessige omfang vil utvides. Kombineres dette med at den kvantitative begrensningen på ti prosent fjernes, vil selskapets styre få en større og

---

<sup>122</sup> Se Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 s. 156-157.

langt mer fleksibel handlefrihet enn de har i dag. Bortfaller bestemmelsen om at egne aksjer kun kan erverves så lenge aksjebeholdningen overstiger minstekravet, øker handlefriheten ytterligere.<sup>123</sup> En vesentlig del av kontrollen med selskapets kapitalforvaltning vil således kunne skyves over på styret dersom generalforsamlingen ønsker dette.

I konsernforhold skal datterselskapets beslutninger om fullmakt til everv av aksjer i morselskapet, treffes i datterselskapets generalforsamling.<sup>124</sup> Her vil normalt morselskapet ha stemmemajoriteten. I realiteten vil da styret i morselskapet kunne beslutte om datterselskapets erverv av aksjer i morselskapet.<sup>125</sup>

Finner lovgiver dagens regler unødig rigide, men at fullmakten bør vurderes oftere enn hvert femte år, kan en mellomløsning være å sette en grense et sted mellom 18 måneder og fem år. Forslaget setter ingen hindringer for dette.<sup>126</sup> Det kan også være hensiktsmessig for at ikke norsk lovgivning skal ha for restriktive rammer sammenlignet med andre nordiske og europeiske selskaper på sikt.

Se også kapittel 3.6 nedenfor om fullmakten og likebehandlingsprinsippet.

### 3.6 Likebehandling av aksjonærer

Forslaget til artikkel 19 nevner spesielt at prinsippet om likebehandling av aksjonærer kommer til anvendelse og at dette prinsippet anses for overholdt om selskapet erverver eller selger aksjer på et regulert og åpent marked.<sup>127</sup>

---

<sup>123</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(1) 2.punktum.

<sup>124</sup> Jf. asl./asal. § 9-8 sml. § 9-4(1).

<sup>125</sup> Jf. Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 s. 162.

<sup>126</sup> Jf. Forslagets artikkel 19 nr.1 litra a.

<sup>127</sup> Jf. Forslagets artikkel 19 nr.1 litra d.

Prinsippet om likebehandling av aksjonærer er fremtredende i norsk aksjelovgivning. Asl./asal. § 5-21 og § 6-28(1) hjemler det materielle likhetsprinsipp. Det formelle likhetsprinsipp fremkommer i asl./ asal. § 4-1; ”..*alle aksjer gir lik rett i selskapet.*”<sup>128</sup> Selskapets erverv av egne aksjer må vurderes på bakgrunn av disse og andre alminnelige børs- og selskapsrettslige regler. Kjøp eller salg av egne aksjer anses i alminnelighet ikke å komme i konflikt med disse bestemmelsene.<sup>129</sup> Unntaket fra dette likhetsprinsippet er adgangen til å vedtektsfeste forskjellige aksjeklasser med ulike rettigheter. Asl./asal. § 4-1 danner også utgangspunktet for lovenes § 5-20(1) 4.punkt om endring av rettsforholdet mellom likestilte aksjer.

Jeg antar at direktivet ønsker å fremheve at verdifastsettelsen av aksjene innenfor samme aksjeklasse, skal fremkomme og settes likest mulig. Dette skal hindre at ikke enkelte oppnår uforholdsmessige fordeler på bekostning av andre deltakere. Hensynet ønskes nok også fremhevet fordi forslaget vil innebære en utvidelse av retten til å handle egne aksjer, samt at styrets rådighet over slik handel blir forenklet og mer fleksibel.<sup>130</sup> Det er den reelle verdien av aksjene som skal legges til grunn når vederlaget for aksjene skal settes. Betales det for mye for aksjene, kan dette være et fordekt utbytte eller en gaveoverføring, og da skal lovens regler om gave- og utbytteoverføringer følges. Om ikke kan en tilbakebetalingsplikt etter asl./asal. § 3-7 foreligge.<sup>131</sup>

Når prisen settes lik den som aksjene handles for på børs, er hensikten at verdien på alle aksjene på det gitte tidspunktet skal være lik. Prisen på aksjene skal tilsvare det hver aksje i selskapet på dette tidspunktet er verdt. Dette forutsetter at verdipapirhandelloven overholdes slik at ikke kursen på aksjene påvirkes utilbørlig. Slik unngås en uthuling av

---

<sup>128</sup> Jf. NOU 1992:29 s. 93.

<sup>129</sup> Se Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2002:2 s. 159-160.

<sup>130</sup> Se Working Document, paragraph 3(8).

<sup>131</sup> Se Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2000:2 s. 155.

aksjekapitalen som følge av at deler av aksjene avhendes til under markedspris, og prinsippet om likebehandling opprettholdes.

Omsetningen av aksjer som ikke er børsnotert, skal også sikres en pris som er rimelig og som ivaretar samtlige aksjonærs interesser. Problemstillingen er aktuell for allmennaksjeselskaper som ikke er børsnotert, og for aksjeselskap dersom norske lovgivere følger opp linjen med å regulere aksjeloven i mest mulig overensstemmelse med allmennaksjeloven. Når selskapets aksjer ikke omsettes på et åpent marked, vil det ikke nødvendigvis være åpenbart hva som er markedspris eller rimelig pris for aksjene. Begrensninger i vedtektene med hensyn til omsetteligheten kan vanskeliggjøre prissettingen ytterligere.<sup>132</sup> En pris som beregnes ut fra hva selskapets aksjer normalt kan omsettes for basert på selskapets resultat og stilling, virker hensiktsmessig for en standard om ”rimelig pris”.<sup>133</sup>

Forarbeidene til asl./asal. § 9-4(3) viser at denne delen av bestemmelsen har som formål å sørge for at generalforsamlingen tar hensyn til prinsippet om likebehandling når fullmakten gis.<sup>134</sup> Det er mulig denne ikke fremhever likebehandlingsprinsippet tydelig nok til å tilfredsstille forslaget krav. Bestemmelsene om erverv av egne aksjer bør antakelig inneholde en klargjøring av innholdet i begrepet ”rimelig pris” og at likebehandlingsprinsippet anses overholdt når aksjer erverves til denne prisen.

Den høyeste og laveste pris som kan gis for hver enkelt aksje må fremkomme av fullmakten. Foretaksregisteret krever at rammene i fullmakten om høyeste og laveste pris for aksjene skal angis som et nominelt beløp. Det er antakelig ingen grunn til at dette skal endres om kravet til foretaksregistrering ikke kan videreføres. Aksjeeierne vil gjennom fullmakt bestemme hva de anser som en rimelig pris å betale for aksjene. En

---

<sup>132</sup> Jf. asl./asal. § 4-15 flg.

<sup>133</sup> Se Balkendommen, NJA 1996 s. 293. Dommen behandler en tvangsinnløsningssituasjon, men prisfastsettelsen av aksjene i ikke-børsnoterte selskaper beregnes på lignende måte.

<sup>134</sup> Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 102-103 jf. s. 157.

lenger fullmaktsperiode nødvendiggjør kanskje et større spenn i hva som settes som laveste og høyeste pris for aksjene. Samtidig vil en lenger periode gjøre at det i større grad kan variere i løpet av fullmaktsperioden hva som er rimelig pris. Kjøper selskapet aksjer til en pris som ligger under hva markedet er villig til å betale, vil som sagt dette kunne uthule aksjekapitalen i selskapet. Kjøper selskapet til over markedspris, kan selskapet være pådriver i at selskapets aksjer blir vurdert høyere i markedet enn hva det reelt er dekning for.

Innholdet av fullmakten og situasjonen som den blir gitt i, må også ivareta prinsippet om likebehandling. Generalforsamlingens beslutninger kan ha et innhold som strider mot likebehandlingsprinsippet. Likeledes kan styrets bruk at fullmakten komme i konflikt med prinsippet. Fullmaktens gyldighet og rekkevidde må derfor vurderes ved hver anvendelse. Dette hensynet blir som sagt mer fremtredende om fullmaktsperioden utvides fra atten måneder til fem år, og utvidelsen vil kanskje kreve større aktsomhet både fra fullmaktshaver og fullmaktsgiver. Styret har et selvstendig ansvar både med hensyn til at prinsippet om likebehandling overholdes og for at ervervet i seg selv er lovlig.<sup>135</sup>

Kan ikke vilkåret om 2/3-dels flertall ved fullmaktsbeslutningen videreføres, vil dette svekke minoritetens vern. På den annen side styrkes beskyttelsen for denne gruppen gjennom det eksplisitte kravet om at likebehandlingsprinsippet skal overholdes gjennom blant annet markedspris på aksjene som erverves. Jeg vil likevel tro at flertallsvilkåret gir et mer effektivt vern enn bestemmelsen om likebehandlingsprinsippet.

### 3.7 Oppkjøpsprogram

Slik asl./asal § 9-2 lyder i dag, hindrer den ikke utnyttelse av oppkjøpsprogram for å skape økning i "share-holder value", det vil si vekst i aksjenes børsverdi. Et slikt oppkjøps- eller tilbakekjøpsprogram kan være å utnytte grensen på ti prosent av

---

<sup>135</sup> Jf. asl./asal. § 6-28.



aksjekapitalen maksimalt og kombinere dette med et forslag til aksjekapitalnedsettelse på hvert års ordinære generalforsamling. De oppkjøpte aksjer annulleres slik at grensen på ti prosent av aksjekapitalen igjen kan benyttes til erverv. Etter kapitalnedsettelsen vil det på den annen side være færre å dele overskudd og utbytte fra selskapet med, og de enkelte aksjonærs beholdning av aksjer i selskapet vil kunne øke i verdi. I tillegg vil et slikt program innebære at aksjonærer som ønsker å realisere sine aksjer, lettere vil kunne gjøre dette da selskapet stadig er i kjøperposisjon.

Ved å knytte grensen til fri egenkapital kan selskaper med en solid kapital situasjon kunne utnytte denne muligheten mer effektivt ved at en større andel aksjer enn tidligere kan kjøpes innenfor perioden. Fjernes gjeldende bestemmelsen i asal. § 9-2(1) 2.punktum, vil også dette medføre mulighet for økt utnyttelsesgrad av denne type disposisjoner.

Det er generalforsamlingen og således aksjeeierne selv som setter rammene for hvor langt de ønsker å utnytte muligheten. Generalforsamlingen bestemmer i hvilken grad de er villige til å avstå fra eget utbytte for å initiere en vekst i aksjenes børsverdi eller oppkjøp av egne aksjer begrunnet i andre formål. Et slikt formål kan være å plassere overskuddslikviditet som selskapet på et senere tidspunkt kan ha behov for, i et presumptivt godt investeringsobjekt, selskapet selv, inntil likviditetsbehovet melder seg.<sup>136</sup> Det ligger her en mulighet for at minoritetsaksjonærene ikke får gjennomslag for sine synspunkter som ellers. Grensen går selvfølgelig ved myndighetsmisbruk fra enten majoritetseiere eller styrets side.

Aksjer som selskapet selv eier er ikke stemmeberettiget på generalforsamlingen.<sup>137</sup> Selskapets oppkjøp av egne aksjer kan derved gi større reell makt til andre aksjonærer som etter ervervet vil inneha en større andel av generalforsamlingens stemmer om ikke vedtektene bestemmer noe annet. Det kan her oppstå situasjoner som grenser mot

---

<sup>136</sup> Sml. Berge: Børs- og verdipapirrett s. 313.

<sup>137</sup> Jf. § 5-4(3), jf. kapitaldirektivet artikkel 22 nr.1 litra a.

myndighetsmisbruk og disposisjonen kan etter forholdene rammes av asl./asal. § 5-21 eller § 6-28.

Tilbakekjøp av egne aksjer kan i enkelte situasjoner gi mer effektiv utnyttelse av selskapets kapital, samt gi eierne høyere avkastning på sine investeringer enn ved ordinær utdeling. Dette kan oppnås ved at selskapet gjennom oppkjøp av egne aksjer gir signaler til markedet og aksjeeiere om at det ønsker en langsiktig og jevn utdelingspolitikk. Motsatsen er en mer temporær og kortsiktig økning i utdelingene ved likviditetsoverskudd som kan gi markedet et ukorrekt bilde av utdelingspolitikken. Selskapet vil dessuten som en aktiv kjøper i markedet kunne legge forholdene til rette for eiere som ønsker å avhende og realisere en gevinst raskt. Samtidig får eiere med mer langsiktige perspektiver et incitament til å beholde sine eierandeler.<sup>138</sup> I motsetning til utdelingsalternativet kan kjøp av egne aksjer foretas når som helst forutsatt at de materielle og kvantitative skrankene i lovgivningen ivaretas.

### 3.8 Konserner

Datterselskaps adgang og begrensninger til erverv av aksjer i morselskapet fremkommer av asl./asal. § 9-8. Ervervet og eventuelle avtalepant må holde seg innenfor datterselskapets ti prosent av aksjekapitalen.<sup>139</sup> Beholdningen av aksjer i morselskapet må da inngå i beregningen av datterselskapets aksjer og avtalepant i sine egne aksjer ved beregningen av ti prosents begrensningen.<sup>140</sup> Datterselskapets fri egenkapital er bestemmende for om selskapet har kapital til å foreta kjøpet.<sup>141</sup> Bestemmelsen begrunnes med at morselskapet ellers kan omgå lovens begrensninger ved å plassere

---

<sup>138</sup> Sml. SOU 1997:22 s. 247 flg.

<sup>139</sup> Jf. NOU 1992:29 s. 112, NOU 1996:3 s. 155, Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 158.

<sup>140</sup> Jf. Andenæs: Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 370, Bråthen: Nordisk Tidsskrift for Selskapsret 2000:2 s. 162, motsatt Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 657.

<sup>141</sup> Jf. asl./asal. § 9-3.

egne aksjer i datterselskapet.<sup>142</sup> I konsernsammenheng betyr dette at lovens krav må oppfylles både i forhold til morselskapet og i forhold til datterselskapet.

I konsernforhold vil erverv av aksjer i morselskapet slik begrenses både av den kvantitative begrensningen i datterselskapet og i morselskapet. Den av selskapene som har lavest aksjekapital vil sette rammen for hvor mange aksjer som kan kjøpes i morselskapet.

---

<sup>142</sup> Jf. NOU 1996:3 s. 155.

## 4 Finansiell bistand til erverv av egne aksjer

### 4.1 Endringer i artikkel 23 nr. 1

Forbudet mot finansiering av kjøp av selskapets egne aksjer har som formål å forhindre omgåelse av forbudet mot erverv av egne aksjer og uthuling av aksjekapitalen.<sup>143</sup> Et selskapsfinansiert aksjeerverv hvor erververen misligholder lånet til selskapet, vil i realiteten kunne ha samme virkning som et erverv av egne aksjer; en verdioverføring fra selskapet til tredjemann. Forbudet har også til hensikt å beskytte mindretallsaksjeeiere og kreditorer mot myndighetsmisbruk fra majoritetsaksjonærer eller selskapets ledelse.<sup>144</sup>

Av ”Commission Working Document” fremkommer det at i enkelte tilfeller kan være i selskapets interesse å yte slik finansiell bistand.<sup>145</sup> En forutsetning for at dette skal kunne skje, er at mindretallsaksjonærer og kreditorer gis adekvat sikkerhet. På denne bakgrunn gis medlemsstatene mulighet for å innføre unntak fra det generelle forbudet mot å gi forskudd, lån eller annen sikkerhetsstillelse til tredjemann for ervervelse av aksjer i selskapet. Medlemslandene er ikke forpliktet til å innføre slike bestemmelser.<sup>146</sup> Det er bestemte saksbehandlingsregler som må følges og transaksjonene skal kun komme i stand etter initiativ fra ledelsen eller styret og på deres ansvar. Generalforsamlingens beslutning må vedtas med 2/3-dels flertall eller eventuelt med simpelt flertall når minst halvparten av aksjekapitalen er representert.

---

<sup>143</sup> Jf. kapitaldirektivet artikkel 19, se kapittel 3.1 over.

<sup>144</sup> Se Working Document paragraph 4(2).

<sup>145</sup> Jf. paragraph 4(3).

<sup>146</sup> Jf. preambelen til forslaget punkt 2.3.

Generalforsamlingen kan ikke under noen omstendighet gi en forhåndstillatelse eller tillatelse uten at behørig redegjørelse er fremlagt.<sup>147</sup>

Den finansielle bistanden skal ytes til markedsbetingelser hva gjelder renter og sikkerhet. Kredittverdigheten til den eller de som ønsker å erverve aksjer, skal undersøkes i tilstrekkelig grad. Selskapet må kunne opprettholde nødvendig likviditet og solvens i de neste fem årene for at finansieringen skal tillates. Detaljert kontantstrømsanalyse skal utarbeides på tidspunktet for når godkjennelsen blir gitt for å dokumentere selskapets likviditets- og solvenssituasjon.

Den finansielle bistanden behandles av generalforsamlingen etter at styret eller ledelsen har lagt frem skriftlig redegjørelse for selskapets interesse i og beveggrunnene for en slik transaksjon. Videre må betingelsene for transaksjonen, samt hvilken risiko den eventuelt utgjør for selskapets likviditet og solvens og kursen som erververen skal betale fremgå av redegjørelsen. Redegjørelsen skal offentliggjøres i overensstemmelse med direktiv 68/151/EØF, artikkel 3.

Den finansielle bistanden må samlet holde seg innenfor rammene av den frie egenkapitalen. Dette innebærer at transaksjonen ikke skal måles mot den frie egenkapitalen enkeltvis. Det er den til enhver tid totale summen av utestående kreditt, lån eller annen sikkerhet knyttet til erverv av selskapsaksjer, som ikke kan overstige de midler selskapet har til disposisjon.<sup>148</sup>

Om tredjemann erverver aksjer i selskapet fra selskapet selv eller aksjer som er utstedt etter en aksjeutvidelse, skal "en rimelig kurs" legges til grunn slik at "eksisterende aktiebeholdninger ikke udvandes".<sup>149</sup> Det påpekes viktigheten av at det enkelte lands

---

<sup>147</sup> Jf. Working Document paragraph 4(8).

<sup>148</sup> Se Working Document paragraph 4(10).

<sup>149</sup> Se Forslagets artikkel 23 nr.1(5).

lovgivning sørger for at det ved slike salg blir satt en rimelig pris på aksjene.<sup>150</sup> På den annen side gis det ingen direkte veiledning i hvordan prisen skal settes. Forslaget til endring i artikkel 19 fremhever at markedspris på et marked som regulert i direktiv 2004/39/EF, vil være å anse som likebehandling av aksjonærene. Inneforstått vil en slik verdifastsettelse være å anse som riktig og rimelig pris for aksjene. Foreslåtte endringer i artikkel 29 setter også som vilkår for forenklet saksbehandling ved tilsidesettelse av fortrinnsretten, at aksjene utstedes til markedspris. De samme hensyn må kunne sies å være gjeldende ved finansiering av kjøp av aksjer i eget selskap og derved finansiering av egne aksjonærer. Jeg vil tro at kravet om en rimelig pris i hvert fall vil være oppfylt om prisen blir satt til ovennevnte markedspris. Henvisningen til betydningen av "egne aksjer" i artikkel 19, ser ut til å underbygge denne argumentasjonen.<sup>151</sup> Artikkel 23 punkt 1(5) omfatter også aksjer som er utstedt ved en kapitalutvidelse og en verdifastsettelse som korresponderer med artikkel 29 nr. 5a om tilsidesettelse av fortrinnsretten, virker hensiktsmessig.

En verdifastsettelse til markedskurs på et åpent marked vil kun gjelde for selskaper som er børsnotert. I selskaper som ikke har aksjer tilgjengelig på et slikt marked, vil det kunne legges samme verdivurdering til grunn som behandlet over i kapittel 3.7 om likebehandling.

Kravet til "rimelig kurs" omfatter så langt jeg kan se, kun aksjer som erverves fra selskapet selv. Det må være hensynet til likebehandling av aksjeeierne som først og fremst skal fremmes med bestemmelsen. En viss beskyttelse av kapitalen i selskapet vil kravet dog også gi. Selskapet kan finansiere tredjemanns erverv av aksjer fra andre hvor prisen ikke oppfyller dette kravet. Beslutningsprosedyren med blant annet krav om kvalifisert flertall i generalforsamlingen og spesifisering av betingelsene for finansieringen, ivaretar aksjeeiernes interesser og beskyttelsen av selskapskapitalen.

---

<sup>150</sup> Se Working Document paragraph 4 siste ledd, jf. sjette ledd.

<sup>151</sup> Jf. Forslagets artikkel 23 punkt 1(5).

## 4.2 Nye artikkel 23a og artikkel 23b

Artikkel 23a og artikkel 23b er nye regler som spesielt skal ivareta interessen til mindretallsaksjonærer og kreditorer dersom finansiell bistand ytes av selskapet som beskrevet i artikkel 23 nr. 1. Artikkel 23a gir alle aksjonærer rett til å bestride transaksjoner etter artikkel 23 gjennom å få prøvet transaksjonenes lovlighet administrativt eller rettslig.<sup>152</sup>

Artikkel 23b pålegger medlemslandene å innføre sikkerhetsforanstaltninger for å unngå avtaler som strider mot selskapets interesser om noen medlemmer av ledelsen eller styret skulle være part i en slik transaksjon som nevnt i artikkel 23. Morselskapets tilsvarende personer eller organer og morselskapet selv, omfattes også av bestemmelsen.

## 4.3 Norske bestemmelser

### 4.3.1 Innledning

Behovet for å kunne yte finansiell bistand kan oppstå i ulike situasjoner. Situasjoner hvor en relativt stor aksjepost ønskes solgt, og selskapet anser det hensiktsmessig å beholde den eierfordelingen som de gjenværende representerer, kan være illustrerende. Aksjeovergang ved arv eller gavetilfeller kan også være situasjoner hvor dette aktualiseres. I tillegg kan selskapet anse det hensiktsmessig at enkelte eiere eller grupper kjøper seg opp i selskapet eller at selskapet eller dets eiere ønsker å forhindre uønskede oppkjøp. I dagens bestemmelser i allmennaksjeloven er det som sagt mulig å dispensere for lån og sikkerhetsstillelse hvor ansatte ønsker å kjøpe aksjer, denne gjennomføringen vil forenkles ved å lovregulere unntak fra forbudet.

---

<sup>152</sup> Se Working Document paragraph 5.

### 4.3.2 Formål og bakgrunn for reglene

Forbudsbestemmelsen er plassert i kapittel 8 med kapiteloverskriften: ”Utdeling av utbytte og disponering av annen anvendelse av selskapets midler”. Plasseringen av forbudet indikerer at det primært er vern av selskapskapitalen med tanke på aksjeeiere og kreditorer som har vært formålet med forbudet.<sup>153</sup> Bestemmelsen er således et ledd i kapitalvernet.

Forbudets kjerne er å unngå at kapitalforhøyelser finansieres med utlån av selskapets egne midler.<sup>154</sup> Finansieres aksjekapitalen med lån fra selskapet, vil aksjekapitalen i stedet for å bli innbetalt heller være en mer usikker fordring. Ved utforming av reglene la man i tillegg stor vekt på å hindre omgåelse av forbudet mot erverv og omgåelse av bestemmelsen selv.<sup>155</sup> Bestemmelsen skal hindre selskapet i å foreta økonomiske disposisjoner som kan antas ikke å fremme selskapets interesser.<sup>156</sup>

Bestemmelsen bidrar videre til at majoritetsaksjonærer eller andre i selskapets ledelse, ikke mottar lån som finansierer en forrykkelse av eierkontrollen ved hjelp av selskapets egne midler. Bestemmelsen fungerer i denne henseende som en effektivisering av styrets lojalitetsplikt og det generelle likhetsprinsippet i aksjelovgivningen. Minoritetseiere nyter samtidig en viss beskyttelse fra myndighetsmisbruk fra de samme.

Begrunnelsen og formålet med forbudet mot finansiering av egne aksjer var i utgangspunktet svært vid.<sup>157</sup> Forarbeidene til aksjelovene av 1997 viser i tillegg til at hensyn av mer samfunnsmessig karakter kan begrunne forbudet. Faren for spekulasjonsoppkjøp samt hensynet til ”arbeidstakere og andre interessegrupper”

---

<sup>153</sup> Se Giertsen: Revisjon & Regnskap 2002 nr. 6 s. 19.

<sup>154</sup> Se Giertsen: Regnskap & Revisjon, 2002 nr. 6 s. 18.

<sup>155</sup> Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 49, jf. NOU1992:29 s. 174-175, Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerverv s. 25-26.

<sup>156</sup> Se Høringsnotat av 28. juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 14.3.

<sup>157</sup> Jf. Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 192.



nevnes som interesser som bør ivaretas ved aksjelovgivningen.<sup>158</sup> En overtakelse finansiert av selskapet kan få uønskede samfunnsmessige konsekvenser, men selskapslovgivningen er ikke nødvendigvis rette stedet for å ivareta disse hensynene.<sup>159</sup> Lov om verdipapirhandel skal sørge for en ordnet, sikker og effektiv handel med verdipapirer.<sup>160</sup> Denne inneholder blant annet bestemmelser som regulerer overtakelsessituasjoner og hjemler forbud mot innsidehandel, kursmanipulering og urimelige forretningsmetoder. Ytterligere bestemmelser for å forhindre selskapets finansiering av spekulasjonkjøp kan eventuelt reguleres her.

Arbeidstakeres rettigheter og interesser blir i stor grad ivaretatt gjennom arbeidsmiljølovens regelverk om blant annet oppsigelsesvern, medbestemmelse og rettigheter ved virksomhetsoverdragelse. Samtidig er aksjelovens bestemmelser om arbeidstakernes deltakelse i styret og i bedriftsforsamling, arenaer hvor arbeidstakere kan ha en langt mer direkte påvirkning på selskapets virksomhet. En utvidelse av rettigheter for arbeidstakere forbundet med de styrende organene i selskapet kan gi et mer effektivt vern for arbeidstakere. Bestemmelsene om selskapets organisasjon hører hjemme i aksjelovgivningen. Regler om saksbehandlingen og de materielle krav til avtaler mellom selskapet og dets ansatte likeså. Vilkår og krav til avtaler om lån eller annen sikkerhet ved kjøp av aksjer i selskapet hører under disse.

Konsesjonslovgivningen er godt egnet til å beskytte interesser som er knyttet til mer samfunnsmessige hensyn og ikke til den rettslige organiseringen av aksjeselskap. Denne lovgivningen kan bidra til å unngå uheldige vridninger av konkurransesituasjonen i enkelte markeder hvor eierstrukturen står i fare for å konsentreres om enkelt personer eller selskaper.<sup>161</sup>

---

<sup>158</sup> Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 48.

<sup>159</sup> Se Kaasen: TFF 2000 nr. 3 s. 281. Jf. Giertsen: Revisjon & Regnskap 2002 nr. 6 s. 19.

<sup>160</sup> Jf vphl. § 1-1.

<sup>161</sup> Sml. Giertsen: Revisjon & Regnskap 2002 nr. 6 s. 19.

I forbindelse med tilpasning av norsk rett til EØS-avtalen og EU-lovgivningen ble forbudet mot selskapsfinansiering av aksjer i eget selskap utvidet i 1996 og videreført ved innføring av 1997-lovene.<sup>162</sup> Forbudet i aksjeloven av 1976 ble i 1996 utvidet til et generelt forbud mot å ”stille midler til rådighet”.<sup>163</sup> Denne formuleringen bygger på kapitaldirektivets artikkel 23s norske oversettelse og ble beholdt ved innføringen av aksjelovene i 1997 til tross for at departementet ønsket ordlyden ”annen finansiell bistand”.<sup>164</sup> Jeg kommer tilbake til dette i kapittel 4.3.4 nedenfor.

### 4.3.3 Forbudets virkeområde

Forbudet rammer både situasjoner hvor selskapet stiller seg i en kreditorposisjon overfor erververen, og tilfeller hvor mottakeren ikke har tilbakebetalingsplikt til selskapet for den finansielle bistanden.<sup>165</sup> Det er ikke nødvendig at transaksjonen innebærer en kapitaloverføring. En garanti fra selskapet om at kjøperen ikke skal lide tap ved et senere salg rammes også av forbudet. Høyst varierende typer økonomisk medvirkning til erverv av egne aksjer omfattes av bestemmelsen. Eksempler på slike er opsjoner, tegning av aksjer og tegningsretter. Også finansiell bistand som gaveoverføring og tilførsel av egenkapital til aksjekjøpende selskap eller stiftelse, rammes av forbudet.<sup>166</sup> Likestilt med erverv er avtaler om rett til slike erverv.<sup>167</sup>

Bestemmelsen er mer omfattende enn det någjeldende regler i kapitaldirektivet krever, ettersom forbudet også rammer erverv av aksjer og andeler i andre selskap i samme konsern. Det antas at direktivet ikke er til hinder for et slikt mer vidtgående forbud.<sup>168</sup>

---

<sup>162</sup> Jf. asl.1976 § 12-10(6) jf. asl/asal. § 8-10.

<sup>163</sup> Jf. endringslov av 22.12.1995 nr. 80.

<sup>164</sup> Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 49.

<sup>165</sup> Sml. Giertsen: Regnskap & Revisjon 2002 nr. 6 s. 18-23.

<sup>166</sup> Jf. NOU 1996:3 s. 150, NOU 1992:29 s. 180.

<sup>167</sup> Jf. asl./asal. § 8-10(1) siste punktum.

<sup>168</sup> Jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 21.

Likeledes faller etterfinansiering av erverv av aksjer i eget selskap innunder bestemmelsens formulering ”i forbindelse med”.<sup>169</sup> Temaene behandles nærmere i kapittel 4.3.4 nedenfor.

Aksjelovens § 8-10(2) hjemler en relativ vid mulighet for å dispensere fra forbudet. Dispensasjonsmuligheten etter allmennaksjeloven er langt snevrere og hjemler kun unntak for ansattes erverv av aksjer i selskapet. Begrunnelsen for forskjellen er at bare allmennaksjeselskap direkte omfattes av kapitaldirektivet. I aksjeselskaper kan det også tas hensyn til at det finnes andre situasjoner hvor dispensasjon fra forbudet kan være et legitimt behov.<sup>170</sup> Dispensasjonspraksis viser at unntak fra forbudet i aksjeloven har vært gitt ved generasjonsskifte og når ledende ansatte overtar selskapet. Dispensasjon er likeledes blitt gitt når selskapet har ønsket en generell finansieringsordning som gir arbeidstakere mulighet for å erverve aksjer i selskapet og når samarbeidsproblemer har ført til uttredelse fra selskapet.<sup>171</sup> Dispensasjonsadgangen i aksjeloven omfatter også dispensasjon fra § 8-7 til § 8-9. De alminnelige begrensninger etter disse må overholdes for allmennaksjelovens del. Etter begge lover kan dispensasjoner gis i form av enkeltvedtak eller forskrift. Forskriftshjemmelen er foreløpig ikke benyttet. Unntaksbestemmelsen i asl./asal. 8-10(2) er ikke begrenset til de materielle og kvantitative rammene som gjelder for erverv av aksjer i eget selskap.

Dersom det åpnes for finansiering av egne aksjer i norsk lovgivning, kan det være hensiktsmessig å differensiere mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap i lovgivningen. Dispensasjonspraksis viser at et slikt behov kan være tilstede. Adgangen til finansiering av egne aksjer vil bli mer tilgjengelig ved å lovfeste den enn hva dagens ordning er.<sup>172</sup>

---

<sup>169</sup> Jf, Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 48.

<sup>170</sup> Se NOU 1996:3 s. 151.

<sup>171</sup> Se Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerverv s. 137 flg.

<sup>172</sup> Se Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerverv s. 198.

Forbudet mot finansiering av aksjeerwerb kan også ses som en effektivisering av andre bestemmelser i aksjelovene.<sup>173</sup> Utbyttebegrepet i asl./asal. § 3-6 og forbudene mot henholdsvis aksjetegning og erwerb av aksjer i eget selskap i kapittel 9, er slike bestemmelser. Disse må igjen vurderes på bakgrunn av kravene i aksjelovens § 3-4 om forsvarlig egenkapital ut fra virksomhetens omfang og risiko. Hensynene bak disse reglene vil sette betingelser for vurderingen av om en eventuell tillatelse til å finansiere egne aksjer er hensiktsmessig og ønskelig i norsk rett. Det taler mot en lovendring om hensynene bak disse bestemmelsene ikke kan ivaretas tilstrekkelig ved utformingen av de eventuelle reglene. På den annen side kan det vise seg at disse bestemmelsene sammen med reglene i kapitel 8 allerede beskytter selskapets kapital og likebehandlingsprinsippet slik at en oppmykning av forbudet kan forsvares. Dette behandles nærmere nedenfor.

#### 4.3.4 Ordlyden i asl./asal. § 8-10(1)

Ordlyden i bestemmelsen har vært gjenstand for en del diskusjon i juridisk litteratur. Dette gjelder først og fremst problemstillinger vedrørende ”stille midler til disposisjon”, ”i forbindelse med” samt rekkevidden bestemmelsen har i konsernforhold.<sup>174</sup>

Vedrørende ordlyden ”stille midler til rådighet” har problemstillingen i hovedsak vært om bestemmelsen også omfatter lovlig utbytte når dette benyttes til finansiering av aksjeerwerb, eller om det i lovteksten i kan innfortolkes en mindre vidtrekkende forståelse.<sup>175</sup> Diskusjonen har i stor grad dreiet seg om forståelsen og tolkingen av

---

<sup>173</sup> Jf. Giertsen: Revisjon & Regnskap 2002 nr. 6 s. 18.

<sup>174</sup> Se Giertsen: Regnskap og Revisjon 2002 nr. 6 s. 22, Selskapsfinansierte aksjeerwerb s. 27 flg., også Matre: Lov og Rett 2000 s. 165, Bråthen: Lov og Rett 2000 s. 389 angående ”stille midler til disposisjon”.

<sup>175</sup> Se bl.a. Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerwerb, Hugo P. Matre: Lov og Rett 2000 s. 165 flg., 2001 s. 113 flg., Tore Bråthen: Lov og Rett 2000 s. 387 flg., 2001 s. 116 flg., Inge Kaasen: Tff 2000 nr.3 s. 287.

forarbeidene til bestemmelsen.<sup>176</sup> Justisdepartementet har vurdert spørsmålet i forbindelse med høringen om etterkontroll av aksjelovene.<sup>177</sup> Departementet fremholder at de presiserende forklaringer som er gitt i forarbeidene må tillegges betydelig vekt. Disse definerer innholdet av begrepet ”finansiell bistand” til ikke å omfatte lovlig utdeling av utbytte, konsernbidrag eller utbetaling ved kapitalnedsettelse.<sup>178</sup> Departementet ser ingen grunn til å endre lovteksten for å slå fast at lovlige utdelinger fra selskapet ikke omfattes av bestemmelsen. Uttalelsen støtter i hovedsak opp om synspunktene til flertallet av de som har behandlet temaet i juridisk litteratur, og ser ut til å avklare problemstillingen og innholdet av forarbeidene hva gjelder utbyttefinansiert erverv.<sup>179</sup>

Bestemmelsens rekkevidde i konsernforhold har også vært gjenstand for kritikk i juridisk teori. Det har vært hevdet at bestemmelsen går lenger enn hva vernet av kreditorer og øvrige aksjeeiere krever og at bestemmelsen derfor bør tolkes innskrenkende. Er disposisjonen forretningsmessig velfundert og ikke til skade for aksjonærer og kreditorer i det selskapet som yter finansieringen, bør finansieringen tillates når partene er selskaper i samme konsern.<sup>180</sup> Ved vurderingen av om ordlyden bør tolkes innskrenkende har det betydning om vederlaget for finansieringen tilfaller konsernet eller en utenforstående tredjeperson.<sup>181</sup> Ordlyden rammer også tilfeller hvor erververen av aksjer i datterselskapet er et annet selskap enn morselskapet i samme konsern. Departementet er åpne for at kritikken kan være berettiget, og at hensynene bak reglene og de formål bestemmelsen skal ivareta ikke nødvendigvis svekkes ved at bestemmelsens virkeområde snevres inn. Departementet foreslår derfor en endring i

---

<sup>176</sup> Se Bråthen: Lov og Rett 2000 s. 388.

<sup>177</sup> Se Høringsnotat av 28.juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 14.

<sup>178</sup> Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 155 og NOU 1996:3 s. 150.

<sup>179</sup> Jf. Bråthen: Selskapsrett s. 60 og Nygaard s. 205 om slike uttalelsers rettskildemessige vekt.

<sup>180</sup> Se bl.a. Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerverv s. 92-93.

<sup>181</sup> Jf. Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerverv s. 95.

bestemmelsen som innebærer at den kun skal omfatte erverv i eget selskap eller morselskapet.<sup>182</sup>

Det at den norske bestemmelsen også omfatter etterfinansiering av aksjer, har i tillegg vært kritisert i juridisk litteratur.<sup>183</sup> Kapitaldirektivets artikkel 23 inkluderer ikke refinansiering i forbudet. De alminnelige reglene om aksjonærlån skal kunne verne kreditorer og andre aksjeeiere tilstrekkelig ved finansieringsavtaler som inngås senere enn selve ervervet. Vilkårene for å yte slike lån er at lånene må holdes innenfor rammen av fri egenkapital og at betryggende sikkerhet stilles.<sup>184</sup> Reglene om utbytte og andre utdelinger, med tilsvarende tilbakeføringsplikt om utdeling har blitt foretatt i strid med reglene, vil i tillegg gi betydelig beskyttelse av de samme interessegruppene.<sup>185</sup> De legislative hensynene bak refinansieringsforbudet veier ikke tungt, og bestemmelsen burde eventuelt kun ramme misbrukstilfeller hvor disposisjonen fremstår som uforsvarlig overfor kreditorer og aksjonærer.<sup>186</sup>

#### 4.4 Andre lands lovgivning

Norge har til dels langt strengere regler på dette område enn de øvrige nordiske land og Europa for øvrig. England benytter begrepet ”financial assistance”, men her er lovteksten bygget ut med en liste over hvilke disposisjoner som faller utenfor, blant annet lovlig utbytte. Frankrike og Tyskland har begrenset forbudet til forskudd, lån og sikkerhetsstillelse i sin nasjonale lovgivning. Svensk rett benytter kun begrepene ”lämna penninglån” og ”ställande av säkerhet”.<sup>187</sup> Men i Sverige foreslås også innført

---

<sup>182</sup> Jf. Høringsnotat av 28. juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 20 jf. avsnitt 14.3.

<sup>183</sup> Jf. Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerverv s. 196-197.

<sup>184</sup> Jf. asl./asal. § 8-7.

<sup>185</sup> Jf. asl./asal. § 3-6 og § 3-7.

<sup>186</sup> Jf. Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerverv s. 197.

<sup>187</sup> Jf. Aktiebolagslagen kap.12 § 7.

uttrykkelig forbud mot "förskott" i ny aksjelovgivning.<sup>188</sup> Ordlyden i den norske lovteksten er hentet fra dansk rett, men i likhet med i Norge er også dennes virkeområde blitt kritisert.<sup>189</sup> Bestemmelsen i aktieselskabsloven § 115 stk. 2 er ansett for ikke å omfatte utbytte og dette har blitt benyttet til å underbygge argumentasjonen for at norsk rett heller ikke har et forbud mot utbyttefinansiert aksjeerwerb i selskapet.<sup>190</sup>

I forarbeidene til gjeldende regler om erwerb av egne aksjer trekker departementet fram at hensynet til harmonisering med annen europeisk lovgivning tilsier en liberalisering. Kreditorernes interesser blir tilstrekkelig ivaretatt ved de strenge begrensingene til at ervervene må holde seg innenfor rammene av fri egenkapital og ti prosent av tegnet aksjekapital.<sup>191</sup> Tilpasning og harmonisering til andre europeiske og kanskje nordiske lands lovgivning spesielt, har betydning for norske selskapers konkurransedyktighet. Kommissjonens forslag om finansiering av egne aksjer er frivillige for medlemslandene å innføre, og de innebærer endringer som er i strid med gjeldende kapitaldirektiv. Det kan derfor gå noe tid før virkningen av forslaget fremkommer. På den annen side kan det skape et konkurransefortrinn for norske bedrifter om norsk lovgivning ligger i forkant av utviklingen på dette området og ved erwerb av egne aksjer.

#### 4.5 Selskapets formål

Selskapets formål slik disse fremkommer av selskapets vedtekter, skal også ivaretas når lån eller sikkerhetsstillelse ytes fra selskapets side. Andre vedtektsbestemmelser kan også stå i veien for å yte lån, stille sikkerhet eller midler til rådighet.<sup>192</sup>

---

<sup>188</sup> Jf. SOU 1997:22 s. 400.

<sup>189</sup> Se Giertsen: Selskapsfinansierte aksjeerwerb s. 195-196.

<sup>190</sup> Se Bråthen: Lov og Rett 2000 nr. 7 s. 390.

<sup>191</sup> Se Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 109.

<sup>192</sup> Jf. Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 191, se Aarbakke m.fl.: Kommentarutgave s. 614.

Uttalelsene i forarbeidene gjelder lån og sikkerhetsstillelse som nå er regulert i asl./asal. § 8-7 flg., men må ha relevans også for den type finansiering som her behandles.

## 4.6 Beskyttelse av selskapets kapital

### 4.6.1 Utdelinger fra selskapet

Om det innføres unntak fra forbudet mot finansiering av egne aksjer i norsk rett, så er det naturlig å ta utgangspunkt i bestemmelsene om utbytte som setter rammer for hva som kan deles ut og hva som anses som fri egenkapital. Det er disse midlene som eventuelt kan benyttes til finansiell bistand.<sup>193</sup>

Utbyttebegrepet er i § 3-6(2) definert som *”enhver overføring som direkte eller indirekte kommer aksjeeieren til gode”*. I aksjelovene er hva som kan deles ut som utbytte til aksjeeierne regulert i asl./asal. § 8-1. Den frie egenkapitalens rammer fremkommer av 3. ledd.

Utdelinger fra selskapet kan ikke gjennomføres om det ikke er forenlig med forsiktig og god forretningsskikk. Kravet innebærer at tap etter balansedagen skal bli tatt hensyn til ved beregningen.<sup>194</sup> Selskapet kan også ha vedtektsfestede bestemmelser som binder egenkapitalen utover de lovfestede kravene. Vilkårene skal sikre den grunnleggende kapitalplattformen i selskapet til beskyttelse for kreditorene. Reglene er supplert med materielle regler i § 3-4 og § 3-5 som skal påse at kapitalen i selskapet er tilstrekkelig i forhold til selskapets virksomhet og risiko, og at forholdet mellom selskapets egenkapital og fremmedkapital er forsvarlig. Det inntreer en handleplikt etter § 3-5 om egenkapitalen synker under akseptert nivå. Bestemmelsene om egenkapitalen i § 3-1 til § 3-5 danner således utgangspunktet for vilkårene om utdeling fra selskapet.

---

<sup>193</sup> Jf. asl./asal. § 3-6 jf. § 8-1.

<sup>194</sup> Jf. asl./asal. § 8-1(4).



Aksjeeierne kan i egenskap av å være eiere i prinsippet råde over selskapets midler til fordel for seg selv. Men aksjeeiere hefter i utgangspunktet ikke for selskapets gjeld lenger enn sitt eget innskudd.<sup>195</sup> Derfor beskyttes kreditorene gjennom blant annet den begrensede mulighet for utdeling i asl./asal. § 3-6 og gjennom kapittel 8. For at denne beskyttelsen skal bli reell og i minst mulig grad forsøkt omgått, så er bestemmelser om erverv av egne aksjer og begrensninger for lån og sikkerhetsstillelse til fordel for aksjonærer, ansatte og tillitsvalgte innført i lovgivningen.<sup>196</sup>

Det må vurderes om de hensyn og formål som søkes ivaretatt ved forbudet som det lyder i dag, er nødvendige og mulige å videreføre i en mindre absolutt form. Vurderingen vil bli om en kombinasjon av utdelingsbegrensningene og de krav til sikkerhet, tilbakebetaling og selskapets likviditet som direktivet krever ved, ivaretar hensynene til kreditorer og aksjonærer i tilstrekkelig grad.

#### 4.6.2 Krav til tredjemanns og selskapets forhold

Direktivet setter vilkår om at selskapet må undersøke tredjemanns kredittverdighet i tilstrekkelig grad. Dette bidrar til å beskytte selskapets kapital. Selskapet skal forsikre seg om at den som handler aksjer ved hjelp av lån eller annen kreditt fra selskapet, har mulighet til å gjøre opp for seg. Det kan være en fordel om den nasjonale lovgivningen setter mer konkrete krav til innholdet av undersøkelsesplikten, samt kriterier for vurderingen av kredittverdigheten.

De som ytes finansiell bistand må sørge for adekvat og tilstrekkelig sikkerhet for selskapet. Sikkerheten skal være i henhold til hva som er vanlig i markedet og til de betingelser som markedet opererer med. Ved kjøp av aksjer vil jeg anta at en adekvat sikkerhetsstillelse kan være pant i aksjene. Om dette er tilskrekkelig må vurderes i hvert

---

<sup>195</sup> Jf. asl./asal § 1-2.

<sup>196</sup> Jf. asl./asal. kapitel 9 og § 8-7.

enkelt tilfelle. At kreditt eller lån sikres med pant i aksjene som erverves, kan være betenkelig. Lån som misligholdes kan redusere egenkapitalen og uthule aksjekapitalen i selskapet slik at verdien av den enkelte aksje reduseres. Pantet blir da mindre verdt, og den som har misligholdt lånet kan direkte forårsake at pantet reduseres i verdi. De krav som stilles til både lånetakers kreditverdighet og selskapets egen likviditets- og solvenssituasjon skal forebygge et slikt scenario.

Selskapets egen likviditet og solvens for de neste fem årene må kunne opprettholdes og dokumenteres. Jeg forstår dette kravet slik at selskapet må kunne vise at den kreditten eller sikkerhetsstillelsen som gis ikke vil gå utover selskapets øvrige likviditetsbehov.

#### 4.6.3 Materielle og kvantitative begrensninger

Utover utdelingstilfellene som er begrenset til rammen av fri egenkapital, er også en rekke andre disposisjoner nødt til å holde seg innenfor denne rammen.<sup>197</sup> Transaksjonene kan kun foretas om de i sum ligger innenfor den frie egenkapitalen det enkelte regnskapsår.<sup>198</sup> Ved avslutning av regnskapsåret vil foretatte utdelinger redusere egenkapitalen og grunnlaget for neste års beregning av fri egenkapital. Beholdningen av egne aksjer samt lån og kreditt etter § 8-7 til § 8-9 reduserer ikke egenkapitalen tilsvarende.<sup>199</sup> Asl./asal. § 8-1(1) nr. 3 har derfor bestemmelser om at aksjebeholdningen i eget selskap samt lån og sikkerhetsstillelse gitt etter § 8-7 til § 8-9, skal trekkes fra ved beregningen av fri egenkapital.<sup>200</sup>

Forslaget i artikkel 23 innebærer at lån eller sikkerhetsstillelse kun kan gis innenfor den fri egenkapitalen på lik linje med sistnevnte regler. Til sammenligning kan lån og

---

<sup>197</sup> Jf. asl./asal. § 8-5, § 8-6(3), § 8-7, § 8-8, § 8-9 og § 9-3.

<sup>198</sup> Jf. Ot.prp. nr. 65 (1998-99) s. 33.

<sup>199</sup> Jf. Ot.prp.nr. 65 (1998-99) s. 32.

<sup>200</sup> Jf. endringslov av 2.7.1999 nr. 59.

sikkerhetsstillelse etter gjeldende dispensasjonsregler i asl./ asal. § 8-10(2) gis på fritt grunnlag uten at den finansielle bistanden har kvantitative begrensninger. De samme hensyn til kreditorer som de foran nevnte bestemmelsene må ta, er nødvendig om adgang til finansiering blir gitt. Lån eller forskudd til tredjemann vil bokføres som en fordring i selskapets balanse.<sup>201</sup> Annen sikkerhetsstillelse vil fremkomme av note til regnskapene.<sup>202</sup> En slik benyttelse av hva som ellers kunne vært utdelt som utbytte, vil derved ikke påvirke neste års grunnlag for beregning av hva som er fri egenkapital. Likheten med disposisjonene i asl./asal. § 8-1(1) nr. 3 underbygger argumentet for at denne type finansiell bistand også bør inkorporeres i bestemmelsen. Holdes disse disposisjonene til sammen innenfor rammen av fri egenkapital, kan jeg ikke se at dette i vesentlig grad er mer risikofylt for kreditorene.

Finansiering og erverv av egne aksjer samt annen kreditt etter asl./asal. kapittel 8, må kunne tilpasses hverandre. Denne tilpasningen kan bli noe forskjellig avhengig av hvilken kvantitativ begrensning lovgiver velger for erverv av egne aksjer. Velges en utvidelse etter Kommisjonens forslag, vil alle de tre disposisjonsformene forholde seg til rammen av fri egenkapital. Disse kan i sum uansett ikke overstige denne, og en samordning bør være praktisk enkel. Velger lovgiver å beholde begrensningen i gjeldende § 9-2(1), blir det antakelig nødvendig å differensiere.

Det kan være problematisk for lån og sikkerhetsstillelse å forholde seg til en begrensning på ti prosent av tegnet kapital.<sup>203</sup> En slik løsning vil betydelig snevre inn den fleksibiliteten som ønskes oppnådd ved forslaget, men er ikke nødvendigvis vanskeligere å praktisere enn en begrensning til fri egenkapital. Finansiell bistand av egne aksjer ligger i grenseland mellom bestemmelsene om erverv av egne aksjer og kreditt og sikkerhetsstillelse etter asl./asal. § 8-7 til § 8-9. Det er mange likhetstrekk med begge regelsettene og hensynene bak.

---

<sup>201</sup> Jf. rskl. § 6-2.

<sup>202</sup> Jf. rskl. § 7-28.

<sup>203</sup> Sml. Andenæs: Aksjeselskap og allmennaksjeselskap s. 374.

Avhender selskapet sine egne aksjer på kreditt til tredjemann, virker det naturlig at disse behandles som en del av beholdningen av egne aksjer frem til kreditten er innfridd. Da vil beskyttelsen som grensen på ti prosent ivaretar, forbli reell. Finansierer selskapet tredjemanns erverv fra andre, vil likheten med kreditt til aksjonærer etter asl./asal. § 8-7 være mest fremtredende. Det virker hensiktsmessig at disse disposisjonene behandles likt med reglene i § 8-7. Rammen av fri egenkapital vil da sette begrensningen for omfanget. Sikres kreditten eller lånet med pant i aksjene, vil de uansett omfattes av bestemmelsene i henholdsvis asl./asal. § 8-1(1) og § 9-2(2).

Det må likevel gjøres et forbehold. Misligholdes lånet eller kreditten, kan det innebære at selskapet i realiteten erverver sine egne aksjer. I så fall kan bestemmelsene i asl./asal 9-6 komme til anvendelse. Denne gjør i 1.ledd unntak fra de øvrige bestemmelsene i kapitel 9 for blant annet tilfeller hvor aksjer overtas som følge av *”tvangsinn drivelse til dekning av selskapets fordring”*. Unntaket innebærer at verken den kvantitative begrensningen i § 9-2 eller at kravet til fri egenkapital etter § 9-3 kommer til anvendelse. Styret trenger heller ikke fullmakt fra generalforsamlingen for å gjennomføre ervervet.<sup>204</sup> Hva gjelder de selskapsfinansierte aksjene, er det mulig at en slik fullmakt kan innfortolkes i den godkjennelse som kreves ved finansieringstransaksjonen. Om ervervet medfører at den kvantitative begrensningen overstiges, må aksjene selges eller aksjekapitalen nedsettes innen to år.<sup>205</sup> Virkningen av ulovlig erverv fremkommer i asl./asal. § 9-7, mens ulovlig kreditt og sikkerhetsstillelse reguleres av asl./asal. § 8-11. Rekkevidden til sistnevnte vil jeg anta kan utvides til også å omfatte ulovlig bistand ved erverv av aksjer i eget selskap.

Aksjer som er selskapsfinansiert kan ved mislighold som nevnt medføre at selskapet erverver aksjer utover den kvantitative begrensningen. I dette ligger det en mulighet for

---

<sup>204</sup> Se Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 650.

<sup>205</sup> Jf. asl./asal. § 9-6(2).

at aksjekapitalen uthules om disse igjen selges til under markedspris. Dette har kravet om markedskurs i artikkel 19 punkt 1 litra d til hensikt å motvirke.

Kommisjonens forslag setter til dels meget strenge vilkår for at finansiering av erverv av egne aksjer kan gjennomføres. Sammen med gjeldende bestemmelser som beskytter selskapskapitalen, ser det ut til at hensynet til aksjeeiere og kreditorer kan ivaretas i tilstrekkelig grad samtidig som behovet for mer fleksibel organisering av kapitalen etterkommes.

Finansiering av egne aksjer reiser også spørsmål rundt grunnlaget for beregningen av den frie egenkapitalen. Det ville ikke være upraktisk at departementets forslag til endring i beregningsgrunnlaget for fri egenkapital ved tilbakebetaling av lån som motregnes i utbytte, også innlemmer lån til finansiering av egne aksjer. På den annen siden ønsker ikke departementet at endringen skal gjøres i grunnlaget for hva som kan disponeres til erverv av egne aksjer eller til kapitalutvidelse. Som nevnt vil den såkalte sperreregelen ikke omfatte alle disposisjoner som er knyttet til begrepet "fri egenkapital". En avklaring i forhold til finansiering etter artikkel 23 bør eventuelt gjøres.

#### 4.7 Mindretallsaksjonærers beskyttelse og likebehandling

Kravene til fremgangsmåten for beslutninger om finansiell bistand ved erverv av aksjer fremmer en ryddig, kontrollerbar og betryggende fremgangsmåte for aksjonærer og selskapets kreditorer. Mindretallseierne beskyttes blant annet av beslutningens utvidede flertallskrav. I tillegg ivaretas minoritetseierne interesser gjennom artikkel 23a. Medlemslandene må sørge for at den enkelte aksjonær gis mulighet til å bestride generalforsamlingens beslutning ved å få den prøvet av et administrativt eller rettslig organ. Artikkel 23a vil sammen med forslaget til artikkel 23b ivareta det generelle likhetsprinsippet for aksjeeierne samt forhindre myndighetsmisbruk fra henholdsvis majoritetseiere eller selskapets styre og ledelse. Medlemmer av disse organene i morselskapet, morselskapet selv og personer som handler på vegne av disse, omfattes også av bestemmelsen.

Reglene skal kunne ivareta de delene av forbudet som i dag skal sikre målsettingene om aksjonærenes likebehandling og beskyttelse. Betingelsene etter forslaget stiller nok større krav til lovgiver om eksplisitt å regulere hensynene og fremheve formålene bak reglene, enn aksjelovens gjeldende bestemmelser gjør.<sup>206</sup> Artikkel 23b gir på den annen side ingen veiledning i hvordan aksjeeierne skal beskyttes mot slike interessekonflikter. Kommisjonens arbeidsdokument inneholder heller ingen nærmere redegjørelse for dette.<sup>207</sup> Verdipapirhandelloven har blant annet reguleringer av innsidehandel, urimelige forretningsmetoder og kursmanipulering i kapittel 2. Disse bestemmelsene kan eventuelt spesifiseres nærmere for situasjoner som her nevnt.

Prinsippet om likebehandling fremkommer også i vilkåret om ”en rimelig kurs”. Når selskapet finansierer tredjemanns erverv av aksjer fra selskapet selv, skal det skje til en rimelig kurs. Kravet gjelder både aksjer selskapet har ervervet etter artikkel 19 og aksjer som er utstedt i forbindelse med en kapitalutvidelse.<sup>208</sup> Ved å legge til grunn markedspris som den fremkommer for børsnoterte selskaper eller som beskrevet for ikke-børsnoterte selskaper i kapittel 3.6, er hensikten at både ”gamle” og ”nye” aksjeeiere skal få satt aksjene til lik verdi på dette tidspunktet. Dette skal som nevnt, bidra til at aksjekapitalen ikke uthules.

Den finansielle bistanden må gis til betingelser som er basert på rimelige markedsbetingelser. Dette er med på å fremme likebehandling av aksjeeierne slik at en forfordeling av enkelte aksjeeiere unngås. Samtidig vil et slikt vilkår minske mulighetene for majoritetseieres eller styrets misbruk av egne posisjoner i selskapet.

Likebehandling av aksjonærene er et grunnleggende viktig prinsipp som fremheves i forslaget. Utover at hver aksje og deres eiere skal ha samme rettigheter, beskyttes også

---

<sup>206</sup> Sml asl./asal. § 8-10, jf. § 5-21 og § 6-28.

<sup>207</sup> Se Working Document paragraph 5.

<sup>208</sup> Jf. Forslagets artikkel 23 punkt 1(5).

selskapets aksjekapital mot uthuling ved å sette krav til en rimelig pris på aksjene som finansieres. Ved beskyttelsen av aksjeeierne og spesielt minoriteten, er de nye bestemmelsene i artikkel 23a og artikkel 23b sentrale og meget viktige. Disse skal ivareta den enkelte aksjeeiers muligheter for å beskytte sin investering og for å få prøvet riktigheten av de beslutninger som styret, ledelse og majoritetseiere fatter.

#### 4.8 Konserner

Å hindre utdeling fra selskapet hvor det ikke blir tatt tilbørlig hensyn til utbyttereglene, er et av formålene bak både forbudet mot erverv og forbudet mot finansiering av egne aksjer. Departementet har som nevnt fremmet forslag om at dagens forbud mot finansiering av egne aksjer snevres inn til kun å gjelde aksjer i eget selskap og i morselskapet.. Dette anser departementet å være tilstrekkelig for å ivareta bestemmelsens formål.<sup>209</sup> Finansiering av aksjer som kjøpes i søster eller datterselskap i samme konsern vil derved tillates.

Forslaget til artikkel 23b om beskyttelse mot interessekonflikter, skal gjøres gjeldende også for medlemmer av styret og ledelsen i morselskapet eller morselskapet selv. Den nasjonale lovgivningen skal sørge for passende ”sikkerhedsforanstaltninger” slik at transaksjonene ikke strider mot selskapets interesser.

I bestemmelsene om erverv av egne aksjer så inngår også eventuelle datterselskaps beholdninger av egne aksjer i beregningen av de kvantitative begrensningene.<sup>210</sup> Bestemmelsen i asl./asal. § 9-8 gjør likeledes reglene i § 9-2 til § 9-7 tilsvarende gjeldende for datterselskap. Reguleringen av kreditt til aksjeeiere i § 8-7 inkluderer også aksjeeiere i andre selskaper i samme konsern samt andre nærstående.<sup>211</sup> Kreditt eller sikkerhetsstillelse til fordel for morselskap eller annet selskap i samme konsern er dog

---

<sup>209</sup> Se Høringsnotat av 28. juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 20 § 8-10 jf. avsnitt 19.

<sup>210</sup> Jf. asl./asal. § 9-2(2) 2.punktum.

<sup>211</sup> Se også asl./asal. § 8-8 og § 8-9.

unntatt.<sup>212</sup> Likhetstrekkene mellom erverv og finansiering av erverv av egne aksjer er nok de mest fremtredende i dette tilfelle.<sup>213</sup> Disponeringer nedover eller sidelengs i et konsern er å anse som mindre problematiske og er derfor unntatt fra gjeldende finansieringsforbud. Det kan synes hensiktsmessig å innta en begrensning i loven hvor finansiering av egne og av morsselskapets aksjer ses under ett.

Forarbeidene nevner den situasjonen som oppstår når et selskap kjøper aksjemajoriteten i et selskap som det senere fusjonerer med.<sup>214</sup> Begge forarbeidene påpeker at hver situasjon må vurderes konkret. Overføringen må dekkes av ordlyden ”*stille midler til disposisjon*” og den må skje ”*i forbindelse med*” ervervet av aksjer. Videre må disposisjonen være velbegrunnet og forretningsmessig. Vurderingen av overføringen må gjøres i forhold til om disposisjonen i realiteten er et forsøk på å etablere en situasjon som er i strid med formålet til asl./asal. 8-10. Da vil disposisjonen være en omgåelse av forbudet. Innføres unntak fra forbudet, vil problemstillingen fortsatt være aktuell med hensyn til de materielle og kvantitative begrensningene. Er disposisjonen i realiteten et forsøk på omgåelse, kommer fremgangsmåten og vilkårene i artikkel 23 flg. til anvendelse.

I annen juridisk litteratur blir utbetalinger i forbindelse med fusjon eller fisjon antatt å ikke omfattes av forbudet i likhet med utbytte, konsernbidrag og utbetaling ved kapitalnedsettelse.<sup>215</sup>

Ved innføring av bestemmelsene om erverv av egne aksjer var en av begrunnelsene at beholdningen av egne aksjer kan benyttes som vederlag ved fusjoner eller annen overtakelse og derved forenkle prosessen.<sup>216</sup> Åpner norsk lovgivning for finansiell

---

<sup>212</sup> Jf. asl./asal. § 8-7(3) punkt 2.

<sup>213</sup> Jf. Høringsnotat av 28. juni 2004 (snr 200405676 EP) avsnitt 14.3.

<sup>214</sup> Se Ot.prp.nr.23(1996-97) s. 155 og NOU 1992:29 s. 180.

<sup>215</sup> Se Aarbakke m.fl.: Kommentartutgave s. 629.

<sup>216</sup> Se NOU 1992:29 s.108.



bistand for tredjemannserverv kan dette forenkle en fusjon, fisjon eller annen overtakelse ytterligere. Denne finansieringsmuligheten kan ha en side mot Rådets direktiv 2004/25/EF av 21.april 2004 om overtakelsestilbud. Direktivet er ikke formelt vedtatt.<sup>217</sup> Eventuelle problemstillinger vil ikke bli behandlet i denne fremstillingen.

---

<sup>217</sup> Direktivet ble vedtatt i Statsråd 22. april 2005 med forbehold om Stortingets samtykke.

Se <http://odin.no> eller vedlegg nr. 3.

## Avslutning

En oppmykning av bestemmelsene om erverv av egne aksjer og selskapsfinansiering av disse, vil medføre større fleksibilitet for selskapenes forvaltning av egen kapital. En utvidelse av mulighetene kan som drøftet over i kapittel 3 og kapittel 4 kunne gjennomføres slik at hensynene til kreditorene og til minoritetsaksjonærene i tilstrekkelig grad ivaretas. Forslagene innebærer forholdsvis store endringer, men innenfor områder hvor dagens bestemmelser anses for å være rigide og lite hensiktsmessige. Spesielt i norsk rett er dette gyldig da de norske aksjelovene er mer restriktive enn hva EU-direktivet krever. Men samtidig må det påpekes at lovgivers intensjon nettopp har vært å fremheve hensynet til kreditorer og mindretallsaksjonærer.

Forslaget til endringer i artikkel 19 og artikkel 23 er antakelig de to forslagene hvor endringene er mest omfattende og inngripende. De påvirker i vesentlig grad de hensyn og formål som gjeldende bestemmelser ivaretar.

Forslaget må ses i sammenheng dersom en skal kunne danne seg et fullstendig bilde av om endringene innebærer en forskyvning i selskapsretten som er mulig og ønskelig å harmonisere med norsk rett. Forslaget utover de to artiklene som her er behandlet, åpner på sine områder for enklere saksbehandling og i noen grad en større frihet for styret og ledelsen av selskapet til å påvirke organiseringen rundt selskapskapitalen. Forslaget til endring i artikkel 32 er på den annen side ment å styrke vernet av kreditor.

I dette bildet er det naturlig og nødvendig å ta med de hensynene som ligger til grunn for lovgivningen rundt Corporate Governance og for bekjempelsen av økonomisk kriminalitet. Å ivareta selskapenes behov for fleksibilitet og omstillingsevne som ofte innebærer større ansvar og myndighet til ledelsen, kan komme i motsetning til eiernes behov og ønske om selv å kontrollere viktige endringer i selskapet. Overføring av myndighet og ansvar til styret og ledelse kan også komme i konflikt med mer samfunnsmessige behov for sterkere kontroll og oppfølging av næringslivet. Behov som

har blitt forsterket gjennom de siste års skandaler i store selskaper og konserner både innenlands, i Europa og verden forøvrig. Disse skandalene kan i stor grad tilskrives dårlig selskapsforvaltning. Blant annet kan manglende kontrollrutiner ha satt enkeltpersoner og deler av selskapets ledelse i posisjon til å misbruke sine stillinger. Bekjempelsen av økonomisk kriminalitet av denne typen har en klar side til hvordan forvaltningen av selskaper organiseres og til hvilke muligheter lovreguleringen åpner for hva gjelder disposisjoner rundt selskapets kapital.

Åpenhet rundt de forhold som berører denne type disponeringer gjennom blant annet krav til offentliggjøring, tvinger selskaper til å gi større innsyn i hvordan selskapet forvaltes. Det vil kunne virke preventivt med hensyn til nevnte problemstillinger. Åpenhet og tilgjengelig informasjon er kanskje i stor grad nøkkelord hva gjelder bekjempelse av økonomisk kriminalitet.

På det mer praktiske plan vil endringer som behandlet over, kunne nødvendiggjøre endringer og utfylling også i bestemmelsene om verdipapirhandel og i børsregler for å klargjøre og forhindre misbruk av de muligheter forslaget kan åpne for.

## Litteraturliste

Bøker og artikler i tidsskrifter

Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper*, 2.oppl., Oslo, 1998, ISBN: 82-91064-12-1.

Berge og Strandberg *Årsregnskapet som ramme for utdeling av utbytte, kapitalnedsettelse mv.* Stig Berge og Bjørn E. Strandberg.

I: Revisjon og Regnskap 2000 nr. 4, s. 8 flg.

Bergo Knut *Børs- og verdipapirrett*, Oslo, 2004, ISBN:82-02-21851-9.

Bråthen, Tore. *Selskapsrett*, Oslo, 2002, ISBN: 82-592-0037-6.

Bråthen, Tore. *Finansiering av aksjeerverv med aksjeutbytte.*

I: Lov og Rett. 2000, s. 387-411.

Bråthen, Tore. *Finansiering av aksjeerverv med aksjeutbytte – duplikk til Hugo P. Matre.* I: Lov og Rett. 2001, s. 116-118.

Bråthen, Tore. *Selskapers kjøp og salg av egne aksjer etter norsk rett.*

I: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret. 2000:2, s.147-170.

Bråthen, Tore. *Om 1990-årenes norske aksjelovreform.* I: Paul Krüger Andersen: *Selskabers organisation.*

København, 1997, s. 220-263.

Giertsen, Johan. *Selskapsfinansierte aksjeerverv.* Bergen, 1996, ISBN: 82-00-22763-4.

Giertsen, Johan. *Selskapsfinansierte aksjeerverv. Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10.*

I: Revisjon og Regnskap. 2002 nr. 6, s. 18-23.

Kaasen, Inge. *Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10, om utdelinger og forholdet til EØS-retten.*

I: Tidsskrift for Forretningsjus. 2000 nr. 3, s. 278-298.

Matre, Hugo P. *Utbyttefinansierte aksjeerverv.*

I: Lov og Rett. 2000, s. 165-174.

- Matre, Hugo P.            Utbyttefinansierte aksjeerverv – replikk til Tore Bråthen. I: Lov og Rett. 2001, s. 113-116.
- Matre, Hugo P.            Årsregnskapet som skranke for utdeling av utbytte og tilknyttede disposisjoner.  
I: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret. 2002:2, s. 161 flg.
- Matre, Hugo P.            Motregning av aksjonærlån med utbytte.  
I: Tidsskrift for Forretningsjus. 2003 nr. 1, s. 12-25.
- Nygaard, Nils.            *Rettsgrunnlag og standpunkt*. 2.utg, Bergen, 2004, ISBN 82-15-00632-9.
- Næringslivets  
Aksjemarkedsutvalg.        *Egne aksjer*. Oslo, 1999.  
Oslo Børs.                    Sirkulære. 1999 nr. 2.
- Perland, Olav Fr.            Kapitalbeskyttelse for enhver pris?  
I: Tidsskrift for Forretningsjus. 2004 nr. 4, s. 526-580.
- Sejersted, Arnesen m.fl.    Fredrik Sejersted, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyn og Olav Kolstad.  
*EØS-rett*. 2.utg., Oslo, 2004, ISBN: 82-15-00127-0
- Sundby, Anne Cathrine.    EUs arbeid med modernisering av selskapsretten.  
I: Tidsskrift for Forretningsjus. 2003 nr. 4, s. 427-471.
- Werlauff, Erik.            *EU-Selskabsret*, 3.utg., København, 2002, ISBN: 87-574-0861-0.
- Aarbakke m.fl. 2004. Magnus Aarbakke, Jan Skåre, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Asle Aarbakke.
- Aksjeloven og allmennaksjeloven. Kommentartutgave ved. 2.utg., Oslo, 2004, ISBN: 82-15-00536-5.

Forarbeider til norsk og svensk lovgivning

- NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper
- NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning
- Ot. prp. nr. 19 (1974-75) Om lov om aksjeselskaper
- Ot. prp. nr. 36 (1993-94) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)
- Ot. prp. nr. 4 (1995-96) Om lov om endringer i lov av 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper m.v.(EØS-tilpasning)
- Ot. prp. nr. 23 (1996-97) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
- Ot. prp. nr. 39 (1996-97) Om lov om endringer i annen lovgivning som følge av ny aksjelovgivning m.v.
- Ot. prp. nr. 65 (1998-99) Om lov om endringer i aksjelovgivningen m.v.
- Innst.O. nr. 45 (1994-95) Innstilling fra justiskomiteen om lov om aksjeselskap (aksjeloven)
- Innst.O. nr. 80 (1996-97) Innstilling frå justiskomiteen om aksjeselskap (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskap (allmennaksjeloven), og endringar i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgivning m.m.
- SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital

Etterarbeider til norsk lovgivning

- Tolkningsuttalelse av 17. desember 2001 (snr. 01/ 8396 EP)
- Tolkningsuttalelse av 8. april 2002 (snr. 2001/ 109000 EP TO)
- Tolkningsuttalelse av 20.februar 2004 (snr. 2004/3299 EP).
- Se <http://www.odin.dep.no/jd/tolkningsuttalelser/sammenslutning/012041-990013>

Justis- og politidepartementets

- høringsnotat av 28.juni 2004 (snr. 2004 05 676 EP)
- ”Etterkontroll av lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper”
- Se [http://www.odin.no/jd/dok/hoeringer/under\\_behandling/012041-080098/dok-bn.html](http://www.odin.no/jd/dok/hoeringer/under_behandling/012041-080098/dok-bn.html)

EU og EØS-relevante dokumenter

Vedlegg XXII. Selskapsrett Vedlegg til EØS-avtalen

Liste i henhold til artikkel 77.

Kapitaldirektivet

Annet rådsdirektiv 77/91/EØF av 13. desember 1976 om samordning av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper som definert i traktatens artikkel 58 annet ledd for å verne selskapsdeltakeres og tredjemanns interesser når det gjelder stiftelsen av åpne aksjeselskaper og sikring og endring av deres kapital, med det formål å gjøre slike garantier likeverdige.

Forslaget til endringer

i kapitaldirektivet 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, Brussels, 21.9.2004.

KOM (2004) endelig.

Commission Working Document: Detailed explanation (by article) of Proposal COM(2004).

Se: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/capital/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/capital/index_en.htm)

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

Se <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/da/repert/1710.htm>

Nr. 32005H0162.

Børsdirektivet Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2004/39/EF af 21.april 2004 om markeder for finansielle instrumenter.

Se: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/da/repert/0620.htm>

Nr. 32004L0039

Action Plan Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward, COM (2003) 284 final, Brussels, 21.5.2003.

Winther-gruppens utredning Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 4 November 2002.

Se [http://europe.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/modern/index.htm](http://europe.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/index.htm)



## **Domsregister**

Rt. 1970 s. 329

Rt. 1997 s. 1430

NJA 1996 s. 742, Balkendommen, Svenska Högsta Domstolen

Centros, dom av 9.3.1999, sak C-212/97, EF-domstolen

22. desember 2004, sag 384/2004, Midtbank-dommen, Danmarks Højesteret

## **Vedlegg**

### Vedlegg nr. 1

Forslag av 21.9.2004 ”om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt besvarelsen af ændringer i dets kapital”, KOM(2004) endelig av 21.9.2004

### Vedlegg nr. 2

Commission Working Document:

Detailed explanation (by article) of Proposal COM(2004) final of 21.9.2004 for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC.

### Vedlegg nr. 3

Offisielt fra Statsråd 22. april 2005

Vedlegg nr. 1

Forslag av 21.9.2004 ”om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt besvarelsen af ændringer i dets kapital”, KOM(2004) endelig av 21.9.2004

Se: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/capital/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/capital/index_en.htm)

Vedlegg nr. 2

Commission Working Document:

Detailed explanation (by article) of Proposal COM(2004) final of 21.9.2004  
for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council  
Directive 77/91/EEC.

Se: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/capital/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/capital/index_en.htm)

Vedlegg nr. 3

Offisielt fra Statsråd 22. april 2005

<http://odin.no/odin/norsk/aktuelt/offstatsraad/bn.html>

