

**Aksje- og allmennaksjeselskapers ansvar for
uriktige, villedende og/eller ufullstendige
opplysninger i tegningsgrunnlaget for
kapitalforhøyelser, med særlig fokus på en
vurdering de lege ferenda**

Kandidatnummer: 318

Veileder: Kristin Normann

Leveringsfrist: 25.11.2005

Til sammen 17959 ord

24.11.05

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Temaet	1
1.2	Overordnet om berørte interesser	2
1.3	Kort om det norske aksjemarkedet	4
1.4	Opplegg, avgrensninger og terminologi	5
2	SELSKAPETS ANSVAR DE LEGE LATA	7
2.1	Ansvarsrelasjonene	7
2.2	Rettskildebildet	9
2.3	Erstatningsansvar overfor aksjetegner	11
2.3.1	Lovregulering av ugyldighetsinnsigelser	11
2.3.2	Erstatning på alminnelig grunnlag	15
2.3.3	Ansvar overfor tegner på grunnlag av garanti/skadesløserklæring	18
2.4	Alminnelig regressansvar overfor emisjonsrådgiver	19
2.5	Ansvar på grunnlag av garanti/skadesløserklæring	19
2.6	Oppsummering	26
3	SELSKAPETS ANSVAR DE LEGE FERENDA	27
3.1	Oversikt over den videre fremstillingen	27
3.2	Regulatoriske hovedmålsetninger	27
3.3	Utenlandsk rett	28
3.3.1	Sverige	28
3.3.2	Danmark	29
3.3.3	Tyskland, England, USA m. fl.	30
3.4	Erstatningsansvar overfor aksjetegner	31
3.4.1	Forutsetninger for drøftelsen	31
3.4.2	Konkret avveining mellom kreditor- og investorinteressen	31
3.4.3	Konsekvenser for kapital- og verdipapirmarkedet	44
3.4.4	Utenlandsk rett som kulturell påvirkningsfaktor	49

3.4.5	Prevensjonshensynet	51
3.4.6	Retts tekniske og prosessøkonomiske hensyn	51
3.4.7	JDs lovendringsforslag	55
3.4.8	Konklusjon	56
3.5	Skadesløserklæringer overfor tilrettelegger	58
3.5.1	Innledning	58
3.5.2	Drøftelse	59
3.6	Skadesløserklæringer overfor styremedlemmer	61
3.7	Oppsummering	63
4	LITTERATURLISTE OG REFERANSER	64
5	VEDLEGG	67

Vedlegg 1: Deler av høringsuttalelse fra Handeshøyskolen BI

Vedlegg 2: Høringsuttalelse fra Oslo Børs

1 Innledning

1.1 Temaet

Kapitalforhøyelser der aksjekapitalen øker ved nytegning av aksjer mot innskuddsplikt rommer et mangfold av transaksjoner. I den ene enden av skalaen finnes mindre aksjeselskaper som henter inn egenkapital fra noen utvalgte investorer. I den andre enden finnes kapitalforhøyelsene rettet mot allmennheten i selskaper som har sine aksjer notert på børs.

Felles for slik egenkapitalfinansiering er imidlertid at aksjetegnerne fatter sine investeringsbeslutninger på grunnlag av tilgjengelig informasjon. Mye av informasjonsgrunnlaget stammer fra det utstedende aksje- eller allmennaksjeselskapet (heretter selskapet) i form av prospekter eller mindre formaliserte dokumenter. Dersom opplysningene fra selskapet er feilaktige, villedende eller ufullstendige, kan det lett tenkes at aksjetegneren lider et økonomisk tap som følge av investeringen. Tapet vil primært være kursfallet på aksjene, men også andre tap kan tenkes.

Temaet for oppgaven er selskapets økonomiske ansvar for aksjetegnerens tap. Hovedspørsmålet er om tegnerne kan eller bør kunne holde selskapet erstatningsansvarlig. I tillegg er det nødvendig å vurdere om andre aktører som har hatt en rolle ved kapitalforhøyelsen, og som kan bli erstatningsansvarlig overfor tegneren, kan eller bør kunne gjøre gjeldende regressansvar overfor selskapet. Selskapets regressansvar kan tenkes oppstilt på alminnelig ulovfestet grunnlag, men kan også være basert på avtale.

Selskapets ansvar ved kapitalforhøyelser har vært gjenstand for relativt liten oppmerksomhet i Norge. Temaet har ikke vært helhetlig behandlet på lovgivernivå, og mange av dagens oppfatninger bygger tilsynelatende ukritisk på tenkning fra mellomkrigstiden.¹ Aksjemarkedets utvikling, herunder blant annet internasjonalisering

¹ Med tenkning fra mellomkrigstiden siktes det særlig til Augdahl, Aksjeselskapet etter norsk rett, s. 173 og 61-63 og Rt. 1932 s. 145. Augdahls synspunkter legges til grunn blant annet i Labogasdommen (Rt.

av kapitalmarkedene og sterkere fokus på investorbeskyttelse, skaper foranledning til å foreta en bred gjennomgang av temaet.

1.2 Overordnet om berørte interesser

Hovedfokuset i oppgaven er en rettspolitisk vurdering av et mulig erstatningsansvar for selskapet. Innledningsvis er det derfor grunn til å gi en oversikt over berørte interesser.

Lovregulering av kapitalforhøyelser i aksje- og allmennaksjeselskaper har mange formål. Utgangspunktet for aksjelovgivningen er at den skal tilrettelegge for at risikofylt virksomhet etableres og utvikles på en måte som styrker verdiskapningen i samfunnet. Egenkapitalfinansiering av selskapene er en nødvendig forutsetning for at dette skjer.² Slik finansiering skjer hovedsakelig gjennom kapitalforhøyelser. Følgelig må reglene om kapitalforhøyelser være utformet slik at de bidrar til at virksomheter kan tiltrekke seg risikokapital. I denne sammenhengen er det relevant å stille spørsmålet om muligheten for at selskapet kan holdes erstatningsansvarlig påvirker selskapenes muligheter til å innhente egenkapital (og dermed også fremmedkapital), både i det norske og det internasjonale kapitalmarkedet. Spørsmålet vil bli tatt opp under punkt 3.4.3.

Samtidig skal aksjelovgivningen ivareta blant annet aksjonærenes (både eldre og nye) og selskapskreditorenes interesser. Ikke sjelden vil disse interessene være motstridende. Når det gjelder selskapets erstatningsansvar ved kapitalforhøyelser, vil aksjetegnernes interesser som utgangspunkt stride mot selskapskreditorenes og de eldre aksjonærenes interesser. Et erstatningskrav vil angripe hele eller deler av den kapital som ble skutt inn i selskapet ved kapitalforhøyelsen, og følgelig redusere kreditorenes dekningsmuligheter samt verdien på de eldre aksjonærenes aksjer (verdien etter gjennomført kapitalforhøyelse). Det er særlig avveiningen mellom tegner- og kreditorinteressen som må foretas. En hovedmålsetning med reguleringen av

1996 s. 1463, behandlet i kapittel 2), av Woxholt s. 226, Andenæs s. 408 og Aarbakke "Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar" s. 337.

² NOU 1999:3 s. 21: "Tilgang på risikokapital og fremmedkapital er en forutsetning for et vekstkraftig næringsliv, både i form av finansiering av lønnsomme investeringsprosjekter og for å sikre finansiering av nye virksomheter og fremtidig vekst."

erstatningsansvaret overfor tegnerne må være at de to gruppers interesser er avveid på en rimelig måte.

I den sammenhengen må det spørres om en erstatningsregel virkelig utgjør en trussel mot beskyttelsesverdige kreditorinteresser. Spørsmålet er vanskelig, men kan spaltes opp i fire. For det første må man undersøke hvilke grupper kreditorer som er beskyttelsesverdige. For det andre må man etablere terskelen for når et erstatningskrav krenker de relevante kreditorinteressene. For det tredje kan man spørre hvor ofte berettigede krav fra tegnerne vil oppstå, og hvor store de typisk vil være. For det fjerde må man undersøke om en erstatningsregel kan ha visse positive effekter for selskapet (og dermed indirekte også for selskapskreditorene).

På tegnersiden må man også undersøke i hvilken grad en avskjæring av erstatningskrav krenker deres beskyttelsesverdige interesser.

I punkt 3.4.2 analyseres disse spørsmålene før den konkrete avveiningen mellom tegner- og kreditorinteressen foretas.

Temaet må også knyttes opp mot verdipapirrettslige hensyn. Majoriteten av store kapitalforhøyelser vil være omfattet blant annet av vphl. kapittel 5. En overordnet målsetning med loven er å sikre et velfungerende verdipapirmarked som nyter allmennhetens tillitt. Oppnås det, bidrar verdipapirmarkedet til samfunnsøkonomisk effektiv allokering av oppsparte midler. Lønnsomme prosjekter kan gjennomføres fordi kapital innhentes fra mange aktører.³ En fullstendig rettspolitisk vurdering av selskapets erstatningsplikt kan ikke foretas uten at man trekker inn verdipapirrettslige betraktninger.

Foruten de nevnte hensynene, er det relevant å vurdere retts tekniske og prosessøkonomiske hensyn. I tillegg må det påpekes at internasjonaliseringen av kapitalmarkedene innebærer at reguleringen utenfor Norge også bør tillegges vekt de lege ferenda.

³ NOU 1996:2 s. 24 punkt 2.3.

1.3 Kort om det norske aksjemarkedet

Den rettslige reguleringen på området må vurderes i sammenheng med utviklingen av aksjemarkedet. Her vil det bli pekt på visse faktiske utviklingstrekk ved det norske markedet for børsnoterte aksjer.⁴

For det første må det nevnes at det har skjedd en eksplosjonsartet vekst de siste 20 årene i omsetning av aksjer og markedsverdi av børsnoterte selskaper. I 1986 ble det omsatt aksjer på børsen for 29,9 mrd kroner. Omsetningen var i 2004 hele 902 mrd kroner. Justert for inflasjon har omsetningen på atten år økt med 1669 %.⁵ Markedsverdien av børsnoterte selskaper var ved utgangen av 1986 ca. 75 mrd kroner, sammenlignet med ca. 931 mrd ved utgangen av 2004. Justert for inflasjon er dette en økning på ca. 627%.

For det andre må veksten i emisjonsvolum trekkes frem. I 1980 var totalt emisjonsvolum 278 mill kroner (målt i dagens pengeverdi ca 803 mill). I 2005 frem til og med 25. oktober var emisjonsvolumet 24.4 mrd kroner. Selv om det er store svingninger mellom årlige emisjonsvolum, kan det påvises en sterk vekst også på dette området de siste 30 årene.⁶

For det tredje har det skjedd en utvikling av aksjonærsammensetningen. I tillegg til at antallet småsparere i aksjemarkedet de siste 20 årene har økt, har andelen utenlandske aksjonærer steget kraftig. Ved utgangen av oktober 2005 eide utenlandske investorer nesten 37 % av aksjene på Oslo Børs. Tallet illustrerer den sterke internasjonaliseringen av aksjemarkedet.

Det ovennevnte viser at aksjemarkedet har gjennomgått en relativt kraftig utvikling de siste 20-30 årene. I denne sammenhengen er særlig veksten i emisjonsvolum og endring av aksjonærsammensetningen av interesse. Disse to utviklingstrekkene styrker behovet for at det foretas en prinsipiell gjennomgang av ansvarsreguleringen ved kapitalforhøyelser.

⁴ Tallene er hentet fra Oslo Børs, hovedsakelig fra http://www.oslobors.no/ob/aarsstatistikk_aksjer.

⁵ Beregning basert på konsumprisindeksen fra Statistisk Sentralbyrå.

⁶ Tall fra informasjonsavdelingen på Oslo Børs.

1.4 Opplegg, avgrensninger og terminologi

Oppgaven er inndelt i to hoveddeler. I kapittel 2 redegjøres det for gjeldende rett. Konklusjonene her danner grunnlaget for de lege ferenda drøftelsene i kapittel 3. Hovedtyngden av oppgaven ligger i sistnevnte del.

Det må redegjøres kort for oppgavens avgrensninger. For det første er det, som oppgavetittelen signaliserer, kun aksje- og allmennaksjeselskapers ansvar som behandles. Andre selskapsformer holdes utenfor.

For det andre drøftes ikke øvrige rettssubjekters erstatningsansvar overfor tegnerne. Dette innebærer at styremedlemmenes, tilretteleggenes, revisorenes og advokatenes erstatningsansvar kun tas opp der det er relevant for vurderingen av selskapets ansvar.

For det tredje avgrenses det mot ansvar i forbindelse med stiftelse av aksje – og allmennaksjeselskaper.

For det fjerde drøftes ikke annenhåndserververes erstatningskrav mot selskapet. Annenhåndserververe er aksjonærer som erverver aksjer utstedt forrige eller tidligere salgssledd. Oppgaven behandler tegnerens (primærserververens) erstatningsrettslige vern. Fordi det er nær sammenheng mellom de to gruppene aksjonærer, må det sies noe om annenhåndserververe i vurderingen av om tegnerne bør nyte et erstatningsrettslig vern.

For det femte avgrenses det mot andre typer krav fra tegnerne, typisk ugyldighets- og hevingskrav. I fremstillingen av gjeldende rett er det likevel nødvendig å redegjøre nærmere for parallellene mellom hevings- og ugyldighetsinnsigelser og erstatningskrav.

Endelig nevnes det at oppgaven fokuserer på om selskapet kan eller bør kunne holdes økonomisk ansvarlig ved kapitalforhøyelser. Oppgaven avgrenses følgelig mot det materielle innholdet i eventuelle ansvarsregler, herunder blant annet culpanormen og kravet til påregnelig årsakssammenheng. De må riktignok tilføyes at drøftelsene i kapittel 3 ikke kan foretas uten at visse innholdsmessige aspekter vurderes.

Det er også nødvendig å foreta visse presiseringer med hensyn til terminologi.

”Informasjonssvikt” brukes som betegnelse på uriktig, ufullstendig eller villedende informasjon. Videre benyttes ansvarsbegrepet generelt for selskapets økonomiske ansvar for informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget. Ordet ”ansvar” sier følgelig intet om det rettslige grunnlaget for økonomiske krav mot det utstedende selskapet.

”Erstatningsansvar” forstås derimot snevrere, og omfatter kun selskapets ansvar på alminnelig grunnlag (altså uavhengig av garanti el.) overfor tegnerne. Når det tales om ”selskaper”, menes aksje – eller allmennaksjeselskaper. Med uttrykket ”ansvarsrelasjoner” menes mulige ansvarsforhold mellom selskapet og andre rettssubjekter. Endelig nevnes det at ”emisjon” og ”kapitalforhøyelse” anvendes om hverandre.

2 Selskapets ansvar de lege lata

2.1 Ansvarsrelasjonene

Feilaktige og/eller mangelfulle opplysninger i tegningsgrunnlaget for kapitalforhøyelser kan tenkes å utløse ansvar for selskapet i tre relasjoner.

Det mest innlysende er at tegneren holder selskapet erstatningsansvarlig for det økonomiske tapet som er lidt som følge av uriktige eller tilbakeholdte opplysninger forut for tegningen.

Denne ansvarsrelasjonen reiser spørsmålet om hvordan forholdet mellom selskapet og tegneren prinsipielt skal betegnes.

Når investoren tegner seg for et visst antall aksjer i selskapet, oppstår det et gjensidig bebyrdende kontraktsforhold mellom selskapet og aksjetegner. Dermed er det nærliggende at de alminnelige kontraktsrettslige erstatningsreglene gjelder. I nordisk rettsteori har det imidlertid vært diskutert hva slags type rettsforhold som oppstår ved aksjetegning. I svensk doktrine er rettsforholdet beskrevet som kvasikontraktuelt eller kontraktslignende. Erstatning på kvasikontraktuelt grunnlag savner ifølge Göranson en allmenngyldig lære.⁷ Aarbakke anfører på sin side at man i utgangspunktet må anta at en aksjetegning er underlagt alminnelige avtalerettslige og obligasjonsrettslige regler for gjensidig bebyrdende avtaler, men at det gjør seg gjeldende en del hensyn som er spesielle for selskapsforhold sammenlignet med hensyn man møter ved for eksempel en kjøpsavtale.⁸

Det er i denne sammenhengen liten grunn til å diskutere klassifikasjonsspørsmålet nærmere. Det er tilstrekkelig å fastslå at obligasjonsrettslige erstatningsprinsipper er aktuelle for selskapets erstatningsansvar overfor tegneren. I tillegg kan det utenkontraktsrettslige organansvaret komme på tale.⁹ I begge tilfeller vil et eventuelt erstatningsansvar i utgangspunktet være betinget av culpa hos selskapets representanter.

Det kan videre tenkes at tegneren (herunder underwriter, se punkt 2.3.3) holder selskapet ansvarlig på grunnlag av garanterte opplysninger. Prinsipielt står dette

⁷ Göranson s. 133.

⁸ Aarbakke: Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar, s. 335.

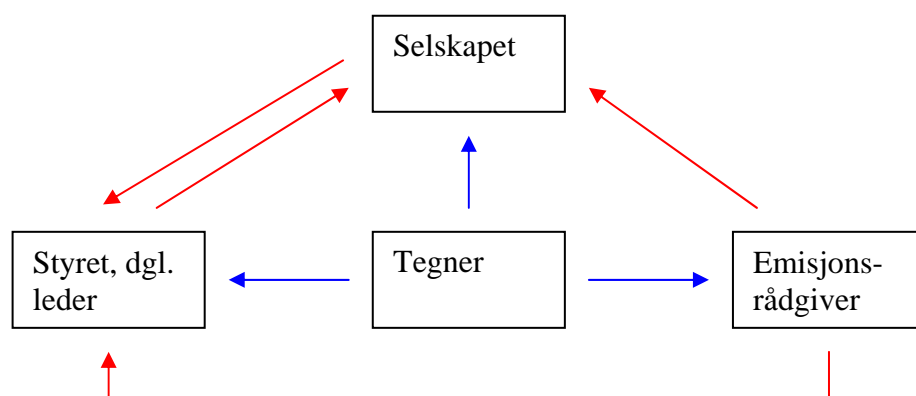
⁹ Normann: Styremedlemmers erstatningsansvar, s. 400.

ansvarsgrunnlaget i en annen stilling enn selskapets alminnelige erstatningsansvar for uriktige eller mangelfulle opplysninger.

Den andre ansvarsrelasjonen er mellom selskapet og tilrettelegger eller andre som har ytt rådgivning ved kapitalforhøyelsen (advokater, revisorer, meglerhus mv., heretter kalt emisjonsrådgivere). Emisjonsrådgivere vil hefte overfor tegneren etter det alminnelige ulovfestede culpaansvaret. Det dreier seg om et profesjonsansvar hvor det gjelder en streng ansvarsnorm, jf. høyesterettspraksis.¹⁰ Dersom et slikt ansvar gjøres gjeldende, er det aktuelt for emisjonsrådgiveren å holde selskapet regressansvarlig etter ulovfestede prinsipper. Dersom selskapet har avgitt en skadesløserklæring overfor tilrettelegger, vil dette kunne være et selvstendig grunnlag for regresskrav.

For det tredje kan det oppstå en ansvarsrelasjon mellom selskapet og styremedlemmene/daglig leder. Tegneren kan tenkes å holde disse personene ansvarlige for det økonomiske tapet som er lidt. Som følge av denne risikoeksponeringen, kan det være aktuelt for styremedlemmene/daglig leder å innhente skadesløserklæringer fra selskapet som kan danne grunnlag for regresskrav.

Det ovennevnte kan skisseres i en figur der pilene representerer ulike aktørers krav. Blå piler illustrerer tegnerens krav, mens røde piler illustrerer sekundære (eller tertiære) krav.



¹⁰ Se for eksempel Rt. 2003 s. 400 og Rt. 2002 s. 286.

I denne delen oppgaven vil det bli drøftet om gjeldende rett åpner for at selskapet kan holdes økonomisk ansvarlig i de tre ovennevnte relasjonene. Selv om drøftelsene i utgangspunktet foretas separat for de tre gruppernes krav, er det viktig å fremheve at det er en nær sammenheng mellom spørsmålene. Emisjonsrådgivernes og styremedlemmenes/daglig leders krav overfor selskapet vil typisk tilsvare det krav tegneren har gjort gjeldende overfor dem. Den økonomiske realiteten bak de to sekundære kravene vil dermed som utgangspunkt være den samme for selskapet som om tegner hadde fremmet direkte krav mot dette. Konklusjonen på spørsmålet om selskapet kan holdes erstatningsansvarlig overfor tegneren vil følgelig få betydning for de andre drøftelsene.

2.2 Rettskildebildet

Før rettsspørsmålene drøftes de lege lata, kan det være nyttig å gi en oversikt over de relevante rettskildene på området.

Først må det bemerkes at det er påfallende at lovgivningen savner regulering av selskapets ansvar for informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget for kapitalforhøyelser. Derimot har både asl., asal. og vphl. bestemmelser om tegnerens anledning til å gjøre ugyldighetsinnsigelser gjeldende. Fra disse bestemmelsene kan det trekkes visse slutninger for de spørsmål som drøftes her. Dette behandles i punkt 2.3.1.

Aksjelovgivningen har bestemmelser om at det i generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse blant annet skal inntas opplysninger dersom noen skal få særskilte rettigheter overfor eller fordeler av selskapet (asl./asal. § 10-2 første ledd 3.) Bestemmelsene får betydning for spørsmålet om selskapet gyldig kan utstede garantier eller skadesløserklæringer i forbindelse med kapitalforhøyelsen.

Forarbeidene til asl., asal. og vphl. bidrar lite til avklaring av de her aktuelle rettsspørsmål.

Lov om garantistillelser fra Statoil ASA 18. mai 2001 nr. 22 (heretter Statoiloven) er imidlertid av interesse. Loven åpnet for at Statoil kunne utstede garantier og skadesløserklæringer i forbindelse med emisjonen ved børsintroduksjonen. Betydningen av loven og dens forarbeider kommenteres nærmere under punkt 2.5.

I tillegg er det foreslått en lovendring i asal, som innebærer at allmennaksjeselskaper generelt skal kunne utstede skadesløserklæringer overfor tilretteleggere ved kapitalforhøyelser. Dersom endringen blir vedtatt, får den betydning for spørsmålet under punkt 2.5.¹¹

Labogasdommen inntatt i Rt. 1996 s. 1463 må trekkes frem som en sentral rettskildefaktor for drøftelsene som skal foretas. For øvrig finnes det noen eldre høyesterettsdommer som ved siden av Labogasdommen har mindre betydning.

I tillegg til at det finnes en del rettsteori på området, gjør det seg gjeldende et bredt spekter av reelle hensyn. En behandling av disse hensynene utsettes til oppgavens kapittel 3.

Utenlandsk rett har liten betydning for de her aktuelle spørsmålene de lege lata. Derimot må rettsstilstanden i andre land tillegges betydelig vekt for de lege ferenda drøftelsene i kapittel 3.

Det EU/EØS-rettslige prospektregelverket overlater til de nasjonale rettssystemene å regulere selskapets økonomiske ansvar for informasjonssvikt i prospekt, og er følgelig av liten interesse for de spørsmålene som her tas opp.¹²

Oversikten viser et rettskildebilde som bærer preg av at temaet ikke har vært underkastet et helhetlig lovgivningsarbeid. Likevel finnes det en del rettskildefaktorer som bidrar til løsningen av de aktuelle spørsmålene.

¹¹ Foreslått i høringsnotatet fra JD "Etterkontroll av lov om aksjeselskaper og allmenaksjeselskaper", 28.06.2004, pkt. 5.2.

¹² Jf. Prospektdirektivet 2003/71/EF artikkel 6.

2.3 Erstatningsansvar overfor aksjetegner

2.3.1 Lovregulering av ugyldighetsinnsigelser

Det er sammenheng mellom ugyldighets- og erstatningsspørsmålet. Som jeg kommer nærmere tilbake til i dette avsnittet, kan de økonomiske konsekvensene for selskapet langt på vei bli de samme når tegneren krever erstatning som når det gjøres gjeldende ugyldighetsinnsigelser. Derfor er det nødvendig å gi en oversikt over lovreguleringen av ugyldighet samt drøfte betydningen av lovreguleringen for erstatningsspørsmålet. Det siste er interessant også i et metodisk perspektiv.

Asl. og asal. har likelydende bestemmelser om adgangen til å fragå aksjetegning ved kapitalforhøyelser som følge av ugyldighet. Asl./asal. § 2-10 annet ledd, som også gjelder ved kapitalforhøyelser gjennom henvisningen i § 10-7 tredje ledd annet pkt., lyder:

”Bestemmelsene i første ledd tredje punktum gjelder tilsvarende når aksjetegningen er ugyldig etter alminnelige regler for formuerettslige disposisjoner. Registreringen gjør likevel ikke tegningen bindende når den er falsk, forfalsket, foretatt under grov tvang eller i strid med vergemålsloven.”

Bestemmelsens henvisning til første ledd innebærer at registreringstidspunktet avskjærer tegnerens ugyldighetsinnsigelser, med unntak for visse sterke ugyldighetsgrunner som ikke er særlig praktiske. Registrering av kapitalforhøyelsen skjer normalt raskt etter tegning (senest tre måneder etter tegningsfristens utløp, jf. asl./asal. § 10-9 første ledd). Dermed vil aksjetegnerne meget sjelden kunne nå frem med ugyldighetsinnsigelser grunnet uriktige og/eller mangelfulle opplysninger fra selskapet.

Asl./asal. §2-10 er i hovedsak begrunnet ut ifra hensynet til selskapets kreditorer. Disse skal kunne bygge på at de registrerte opplysningene om aksjekapitalen er korrekte.¹³ Synspunktet er at dersom loven åpnet for ugyldighetssøksmål også etter registreringstidspunktet, ville selskapskreditorenes posisjon blitt for usikker. Lovgiver har med dette prioritert kreditorinteressen foran aksjetegnernes rettsbeskyttelse.

¹³ Høringsnotatet ”Etterkontroll av asl./asal.” punkt 5.2: ”Det er av sentral betydning at den registrerte aksjekapitalen er troverdig, og det vil innebære et innhugg i denne troverdigheten om det i større grad åpnes for ugyldighetsinnsigelser etter registreringene.”

Vphl. § 5-13 annet ledd henviser til asl./asal. § 2-10, og medfører at registrering avskjærer ugyldighetsinnsigelser også der vphl.'s regler kommer til anvendelse på kapitalforhøyelsen.

Det kan oppstilles samme skjæringspunkt for rett til å heve avtalen om aksjetegning. Et tilbakesøkningskrav ved heving av avtalen kan utgjøre tilsvarende trussel overfor kreditorene som ved ugyldighet. Løsningen følger av høyesterettspraksis, se blant annet Rt. 1937 s. 501, samt juridisk teori.¹⁴

Det sentrale spørsmålet blir etter dette hvilken betydning lovgivningens regulering av ugyldighet (samt rettstilstanden for hevingsretten) har og bør ha for spørsmålet om selskapet kan holdes erstatningsansvarlig overfor aksjetegnerne som følge av informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget. For å svare på dette er det nødvendig å vurdere forholdet mellom erstatning og ugyldighet/heving nærmere.

Høyesterett uttalte i Lagobasdommen, som blant annet gjaldt kommandittisters krav om tilbakebetaling av selskapsinnskudd, på s. 1469:¹⁵

”Når det gjelder kravet på erstatning, bemerker jeg at de hensyn som medfører at kommandittistene ikke kan fragå tegningen, og således heller ikke kreve fritakelse for videre innskuddsplikt eller tilbakebetaling av innskudd, tilsier at de heller ikke kan vinne frem med et erstatningskrav mot selskapet. ... Om kommandittistene skulle gis medhold i et slikt krav, ville de ved å gå veien om erstatning svekke det dekningsgrunnlag som selskapskreditorene skulle sikres gjennom registreringen.”

Dommen gjaldt et kommandittselskap, men, som jeg kommer tilbake til under 2.3.2, er det ingen grunn til Høyesterett ville ha betraktet forholdet mellom ugyldighet og erstatning i aksjeselskaper annerledes.

Høyesterett går lite grundig til verks når de overfører hensynene bak avskjæring av ugyldighetsinnsigelse til erstatningsspørsmålet. Uttalelsen om at selskapskreditorenes dekningsgrunnlag svekkes er selvsagt riktig, men det kan hevdes at dette ikke alene

¹⁴ Aarbakke: Mislighold i aksjeselskap, s. 607.

¹⁵ Dommen er mer inngående behandlet i punkt 2.3.2.

begrunner sammenfallende regulering. Høyesteretts slutning finner støtte blant annet hos Andenæs og Woxholt.¹⁶

Etter min mening er det grunn til å nyansere bildet noe. Det er ikke innlysende at erstatning bør underkastes lik regulering som ugyldighet.

Det sentrale vurderingstemaet er om en rett til erstatning vil innebære at kreditorinteressene blir tilsvarende skadelidende som ved ugyldighet/heving. For å ta stilling til dette er det nødvendig å sammenligne vilkår og rettsvirkninger.

Grunnvilkåret for erstatning vil være culpa hos selskapets representanter. Det kan antas at culpa ofte vil ligge til grunn også for en ugyldighetsinnsigelse, blant annet der avtl. §33 eller illojalitet anføres. Derimot er culpa ingen betingelse for et hevningskrav eller et krav om bortfall som følge av avtl. §36 eller bristende forutsetninger. Ugyldighets- eller heving/bortfallsinnsigelser dekker dermed til dels andre situasjoner enn erstatningskravene. Likevel tilsier ikke denne forskjellen at trusselen for selskapskreditorene ved ugyldighet/heving er nevneverdig større enn ved erstatningskrav. Til støtte for dette kan det blant annet vises til at hevningsretten forutsetter vesentlighet.¹⁷

Regelsettenes rettsvirkninger er muligens mer forskjelligartede. Tilbakesøkingsskravet som følge av ugyldighet/heving/bortfall (heretter tilbakesøkingsskravet) vil tilsvare innskuddet pluss renter. I forhold til kreditorer som har stolt på den registrerte kapitalforhøyelsen, representerer slike krav en trussel.

Dersom man følger alminnelige erstatningsregler, må erstatningssummen utmåles i tråd med prinsippet om et påregnelig økonomisk tap som står i årsakssammenheng med den ansvarsbetingede handling eller unnlattelse. Dette beløpet kan tenkes å være både høyere (indirekte tap) og lavere enn tilbakesøkingsskravet. Det mest praktiske er nok at det relevante tapet tilsvarer kursfallet på aksjene. Erstatningskravet vil i så fall være lik hovedstolen av tilbakesøkingsskravet dersom aksjene, som følge av at et eller flere

¹⁶ Andenæs s. 408 og Woxholt s. 226.

¹⁷ Sæbø s. 589.

forhold var mangelfullt beskrevet i tegningsgrunnlaget, har falt like mye i verdi som innskuddet. Dette kan tenkes, men jeg antar at for det fleste tilfellene vil erstatningskravet begrense seg til deler av innskuddet. Dersom dette er korrekt, vil rett til erstatning i utgangspunktet utgjøre en mindre trussel for selskapskreditorene enn tilbakesøkingskravet. Aarbakke uttaler seg i motsatt retning, men begrunner ikke sitt standpunkt.¹⁸

Det kan argumenteres for at konsekvensene for selskapet ved heving av tegningsavtalen blir de samme som ved erstatningsutbetaling til tegneren. Hevning av tegningsavtalen forutsetter at aksjene leveres tilbake til selskapet og deretter videreselges. Når de selges videre til en lavere pris enn opprinnelig salgsvederlag, vil selskapets tap tilsvare en eventuell erstatningsutbetaling. Dersom aksjene er blitt verdiløse som følge av informasjonssvikten, påføres selskapet også tilsvarende tap ved heving som ved erstatning. Disse betraktningene innebærer at hevingskrav neppe truer kreditorinteressene i større grad enn erstatningskrav.

Det er vanskelig å fastslå med sikkerhet om erstatningskrav kvantitativt i de fleste tilfellene vil være lavere eller høyere enn det/de relevante innskudd. Det er derimot sikkert at en eventuell erstatning fyller en annen funksjon og utmåles etter helt andre prinsipper enn et tilbakesøkingskrav som følge av ugyldighet. Dette innebærer blant annet at mens tilbakesøkingskrav på grunnlag av ugyldighet alltid vil omfatte innskuddet i sin helhet, vil erstatningsbeløpet kunne være langt lavere. Et erstatningsbeløp som overstiger innskuddet med renter antas å være upraktisk. Denne forskjellen trekker i retning av at kreditorinteressene ikke blir tilsvarende skadelidende ved en regel som åpner for erstatningskrav som ved en regel som tillater ugyldighetskrav.

Bergo peker på en annen relevant forskjell. Erstatningskrav vil i motsetning til ugyldighetskrav ikke gi separatistrett i selskapets konkursbo. Dette trekker også i retning av at erstatning i mindre grad enn ugyldighet truer kreditorinteressene.¹⁹

¹⁸ Aarbakke: Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar, s. 337.

¹⁹ Bergo s. 221. Etter gjeldende konkursrett avhenger synspunktet av om innbetalingen er tilstrekkelig atskilt fra selskapets øvrige midler. Bergo kommenterer ikke dette. Asl/asal § 10-13 første ledd bestemmer at innskuddet skal holdes på særskilt konto inntil registreringstidspunktet. Etter registreringen

Hevingskrav har derimot ikke separatistrett i selskapets konkursbo, jf. dl. § 7-7 annet ledd annet punktum.

Basert på dette må det fastslås at en rett til erstatning et stykke på krenker de samme kreditorinteressene som retten til å gjøre ugyldighets- og hevingsinnsigelser gjeldende. Det kan likevel hevdes at erstatning ikke utgjør den samme trusselen overfor kreditorene som ugyldighet. Etter min mening kan dermed ikke asl./asal. § 2-10 alene avskjære tegneres rett til erstatning. Bestemmelsene gir imidlertid uttrykk for at lovgiver i stor grad prioriterer kreditorinteressene foran investorbekyttelsen. Lovreguleringen er følgelig et sterkt argument de lege lata for at erstatningskrav utelukkes.

Høyesterett synes på sin side å avskjære et erstatningskrav utelukkende gjennom en henvisning til ugyldighetsregelen. På bakgrunn av det ovennevnte, mener jeg det kan rettes en viss kritikk mot Høyesterett for ikke å ha behandlet spørsmålet om erstatningsansvar mer inngående.²⁰

Forut for registreringen åpner loven for at svake ugyldighetsinnsigelser kan gjøres gjeldende. Dermed bør tegnerne, innenfor samme tidsgrense, også kunne gjøre erstatningskrav gjeldende overfor selskapet dersom erstatningsbetingelsene er oppfylt. Problemstillingen er svært lite praktisk.²¹ Når jeg videre i fremstillingen bruker uttrykk som ”innføring av erstatningsrettslig vern” eller lignende, menes i realiteten at dagens avskjæringsregel endres slik at tegneren også etter registreringen kan gjøre erstatningskrav gjeldende mot selskapet.

2.3.2 Erstatning på alminnelig grunnlag

Ut ifra dagens rettskildebilde, er Lagobasdommen (Rt. 1996 s. 1463) den sentrale rettskildefaktoren for løsningen av spørsmålet om selskapet på alminnelig grunnlag,

kan beløpet disponeres fritt. Dersom selskaper i praksis holder beløpet på kontoen også etter registreringen, kan synspunktet om separatistrett fastholdes.

²⁰ Kritikken støttes av Bergo s. 221.

²¹ Ibid. s. 217-219, blant annet: ”I realiteten innebærer løsningen i labogasdommen at forledede investorer for alle praktiske formål er nokså rettsløse i forhold til selskapet og selskapets kreditorer”.

etter registreringen av kapitalforhøyelsen, kan holdes erstatningsansvarlig overfor tegnerne som følge av informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget.

Saken gikk i korthet ut på at visse kommandittister i kommandittselskapet Labogas IX KS nektet å betale selskapsinnskudd til selskapet som følge av uriktig informasjon om selskapsaktiva. Kommandittistene hevdet at de var ubundet av tegningen, og krevde å få tilbakebetalt hele eller deler av innskuddet, enten som tilbakesøkningskrav eller erstatning. Subsidiært krevde de uttreden av selskapet. Det siste er ikke aktuelt i aksjeselskaper. Høyesterett kom til at kommandittistenes rett til å gjøre gjeldende ubundethet på avtalerettslig grunnlag ble avskåret ved registreringen. Selskapet kunne heller ikke holdes erstatningsansvarlig.

Dommen gjaldt i realiteten krav fra erververe i annenhåndsmarkedet. Førstvoterende drøftet imidlertid bindings- og erstatningsspørsmålet under forutsetning av at kommandittistene ble likestilt med de opprinnelige tegnerne.

Etter at Høyesterett på ulovfestet grunnlag kom frem til den samme rettsregel som nå følger av asl/asal 2-10 (2), ble muligheten for å holde selskapet erstatningsansvarlig vurdert. Høyesterett uttalte blant annet:

”Om kommandittistene skulle gis medhold i et slikt krav, ville de ved å gå veien om erstatning svekke det dekningsgrunnlag som selskapskreditorene skulle sikres gjennom registreringen. Et erstatningsansvar må i tilfelle rettes mot personer som eventuelt er ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget.”

Høyesterett konkluderer med bred penn at erstatningsansvar for selskapet overfor tegnerne er utelukket. Dommen må dermed oppfattes som et prejudikat for at kommandittselskaper ikke kan holdes erstatningsansvarlig i denne sammenhengen.

Spørsmålet blir hvilken vekt dommen har for aksje- og allmennaksjeselskaper. Høyesteretts egen rettskildebruk i dommen gir god veiledning. På side 1470 i dommen drøftes muligheten til å gjøre avtalerettslige ugyldighetsinnsigelser gjeldende for kommandittselskaper. Førstvoterende trekker her ikke overraskende inn rettstilstanden for aksjeselskaper. Det konkluderes:

”De hensyn som ligger bak regelen i aksjeloven, gjør seg også gjeldende i kommandittselskap hvor kommandittistenes ansvar er begrenset og hvor komplementaren er et aksjeselskap.”

På denne bakgrunn er det ingen grunn til at det som uttales i dommen om erstatningsansvar for kommandittselskaper ikke også skal gjelde for aksje- og allmennaksjeselskaper. Dommen må følgelig ha tilnærmet like stor rettskildemessig verdi for aksje- og allmennaksjeselskaper som den har for kommandittselskaper.

Vekten av dommen styrkes ytterligere ved at den er på linje med en eldre Høyesterettsdom.²²

Som følge av Labogasdommens rettskildemessige vekt, er det etter mitt skjønn unødvendig å drøfte spørsmålet de lege lata nærmere. Denne vurderingen av Labogasdommens betydning har solid støtte i juridisk teori.²³ Rettstilstanden må følgelig anses klarlagt inntil aksjelovgivningen eventuelt endres eller Høyesterett modererer sine uttalelser.

Konklusjonen er dermed at selskapet etter registreringstidspunktet ikke kan holdes erstatningsansvarlig på alminnelig grunnlag overfor tegneren som følge av informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget for kapitalforhøyelsen. Fordi det er høyst upraktisk at tegneren gjør gjeldende et krav før registreringen, innebærer denne konklusjonen at tegnerens erstatningsrettslige vern overfor selskapet i realiteten er avskåret.

I punkt 3.4 drøftes denne rettstilstanden de lege ferenda.

²² Rt. 1932 s. 145, som avviste erstatningskrav ved en henvisning til byrettens begrunnelse. Her het det: ”Visstnok optreder selskapets styre ved ny-emisjon paa selskapets vegne, men rettsstridige handlinger fra selskapets styre kan ikke bevirke, at de nye aksjonærer erhverver noget erstatningskrav mot selskapet, da et saadant erstatningskravs anerkjennelse vil medføre, at aktiekapitalen ikke i sin helhet vil komme til at tjene selskapskreditorene til satisfaksjonsobjekt, (...)”

2.3.3 Ansvar overfor tegner på grunnlag av garanti/skadesløserklæring

I forbindelse med kapitalforhøyelser kan det være behov for at selskapet utsteder garantier, herunder skadesløserklæringer, overfor tegner som innebærer at tegneren kan velte tap som er lidt som følge av informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget over på selskapet. I utgangspunktet vil selskapets ansvar i slike tilfeller være objektivt. Dette skiller seg fra det alminnelige kontraktsrettslige culpaansvaret som er redegjort for over i punkt 2.3.2. Forskjellen innebærer at ansvaret basert på garanti/skadesløserklæring utgjør en større trussel overfor selskapskreditorene enn det alminnelige culpaansvaret.

Garantier/skadesløserklæringer vedrørende opplysningers riktighet og/eller fullstendighet utstedt til fordel for tegner i forbindelse med kapitalforhøyelser er en uensartet gruppe rettstiftelser. For det første kan det tenkes at selskapet utsteder garantier for opplysningers riktighet overfor investoren som tegner seg for aksjer i emisjonen.

En annen mer praktisk variant er at selskapet utsteder skadesløserklæring overfor tilrettelegger som innehar egenskapen som ”underwriter”. Slik skadesløserklæring kreves ofte av tilretteleggeren.²⁴ En såkalt ”underwriting agreement” er en avtale mellom tilrettelegger og selskapet som gjerne inngås i internasjonale forhold i forbindelse med større emisjoner eller salg av aksjer. Tilrettelegger er da forpliktet til å kjøpe aksjene i selskapet for deretter umiddelbart selge dem videre til investorer som har inngått avtale om kjøp av aksjene.²⁵ Formelt er tilrettelegger i slike situasjoner tegner av aksjene. Skadesløserklæringene utstedt overfor underwriter skal dekke et eventuelt erstatningsansvar tilrettelegger pådrar seg overfor kjøperne av det emitterende selskapets aksjer.

Basert på dagens rettskildetilstand, må rettstilstanden antas å være lik enten det er tale om å utstede garantier/skadesløserklæringer overfor tegner i egenskap av investor, tegner i egenskap av tilrettelegger (underwriter), emisjonsrådgiver (ikke underwriter) eller styremedlemmer/daglig leder. Det er naturlig å drøfte gjeldende rett på dette punktet

²³ Se blant annet Bergo s. 221 og Knudsen s. 4-5.

²⁴ Jf. Høringsnotatet ”Etterkontroll med aksjelovene”, punkt 5.2

²⁵ Ot.prp. nr 47, 2000-2001, s. 1

under 2.5 etter at selskapets alminnelige regressansvar overfor emisjonsrådgiver er behandlet.

2.4 Alminnelig regressansvar overfor emisjonsrådgiver

Forskjellige aktører (her kalt emisjonsrådgivere) kan ha bidratt ved utformingen av tegningsgrunnlaget for kapitalforhøyelsen. Tegneren kan tenkes å holde en eller flere av disse ansvarlige for økonomisk tap på culpagrunnlag. Spørsmålet her blir om emisjonsrådgiverne prinsipielt kan kreve regress av selskapet på alminnelig ulovfestet grunnlag (uten avtale, herunder garanti/skadesløserklæring).

Som nevnt i punkt 2.1, er det nær sammenheng mellom dette spørsmålet og spørsmålet om selskapets alminnelige erstatningsansvar overfor tegneren. Dersom det var mulig for emisjonsrådgiverne å kreve regress av selskapet, ville det økonomiske resultatet for selskapet kunne bli det samme som om tegneren ble tilkjent erstatning av selskapet.²⁶

Av denne grunn fremstår regressmuligheten som en uthuling av regelen om at selskapet ikke kan holdes erstatningsansvarlig overfor tegneren. Rettstilstanden må følgelig være at emisjonsrådgivere ikke kan kreve regress av selskapet etter alminnelige ulovfestede prinsipper.²⁷

2.5 Ansvar på grunnlag av garanti/skadesløserklæring

Spørsmålet er nå om tegnerne, emisjonsrådgiverne eller styremedlemmer/daglig leder kan holde selskapet ansvarlig for tap i forbindelse med kapitalforhøyelse på grunnlag av selskapets utstedte garantier/skadesløserklæringer.

Den alminnelige kontraktsfriheten skulle tilsi at selskapet fritt kunne påta seg et slikt garantiansvar. Det må imidlertid undersøkes om preseptorisk rett sperrer for denne muligheten.

²⁶ Knudsen s. 8.

Reglene om at selskapet ikke kan pådra seg erstatningsansvar overfor tegnerne eller alminnelig regressansvar overfor emisjonsrådgiverne er begrunnet i kreditorinteressen. De må dermed anses preseptoriske.²⁸ Garantier/skadesløserklæringer som er utstedt til fordel for tegnere eller emisjonsrådgivere må på denne bakgrunn i utgangspunktet anses virkningsløse etter norsk rett. Når det gjelder erklæringer avgitt til fordel for styremedlemmer/daglig leder, må det påpekes at ansvaret basert på disse langt på vei vil tilsvare tegnerens krav overfor selskapet. Dermed tilsier konsekvenshensyn igjen at slike rettsstiftelser også må anses ugyldige. Synspunktet støttes av Birkeland som skriver:

”Det må videre være klart at selskapet ikke kan påta seg et ansvar gjennom en forpliktelse ved slike erklæringer som utvider det ansvar selskapet selv ville hatt dersom de angjeldende krav ble rettet direkte mot selskapet selv.”

Senere konkluderer Birkeland med at erstatningskrav mot selskapet fra tegnerne er utelukket.²⁹

Knudsen drøfter i sin artikkel om selskapet skal kunne påta seg å holde tilretteleggeren skadesløs så langt tilretteleggerens krav ikke fører til at selskapet blir insolvent og selskapets bundne egenkapital heller ikke blir angrepet.³⁰ Det kan hevdes at ingen kreditorinteresser i slike tilfeller blir skadelidende. Knudsen stiller seg avvisende til denne løsningen, blant annet på bakgrunn av at reglene på området er av positivrettslig karakter hvor det ”er lite rom for skjønsmessige betraktninger av denne typen”. Dette må etter min mening være korrekt. I tillegg til Knudsens nevnte argument, kan det også påpekes at Høyesterett fullstendig avviser erstatningsansvar overfor tegneren. Dommen gjaldt riktignok kommandittselskaper, men også for denne selskapsformen gjelder krav om bundet egenkapital, jf. selskapsloven § 3-1 annet ledd. Når unntak er utelukket for erstatningsansvar overfor tegneren, kan det hevdes at dette også må gjelde for ansvar basert på skadesløserklæring overfor tilrettelegger. Argumentet om at kreditorinteressene ikke vil være skadelidende ved et krav som ikke angriper selskapets bundne egenkapital, gjør seg også gjeldende ved tegnerens krav overfor selskapet.

²⁷ Støtte hos Knudsen s. 7-9 og Bergo s. 221-222.

²⁸ Knudsen s. 7 og Normann: Prospektansvaret – behov for nytenkning, s. 266

²⁹ Birkeland, punkt 4.4 og 4.6.2. Tilsvarende Normann op. cit. s. 268.

³⁰ Knudsen s. 8.

Videre kan Statoiloven og den eventuelle endringen av asal. tenkes å være argumenter som trekker i retning av at de her aktuelle garantier/skadesløserklæringer ikke er gyldige etter norsk rett. Disse relevante rettskildefaktorene behandles i forbindelse med det spesielle tolkingsspørsmålet som tas opp nedenfor i dette avsnittet.

Utgangspunktet må etter dette være at preseptorisk rett sperrer for utstedelsen av garantier/skadesløserklæringer.

Spørsmålet er imidlertid om utgangspunktet må modifiseres på bakgrunn av asl./asal. § 10-2 første ledd 3. Bestemmelsen lyder:

”Generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse skal inneholde enhver avtale eller bestemmelse om

...

3. at selskapet skal bli part i en avtale, eller at noen skal ha særskilte rettigheter overfor eller fordeler av selskapet. Det skal i så fall angis hvilke vilkår som skal gjelde, og navn og adresse på den som er tilgodesett”

Langseth hevder at denne bestemmelsen er hjemmel for at selskapet gyldig kan utstede skadesløserklæringer dersom de inntas i generalforsamlingsbeslutningen. Han fremhever at en skadesløserklæring må betraktes som en betinget forpliktelse som selskapet pådrar seg i forbindelse med kapitalforhøyelsen. Forpliktelsen reduserer innskuddets verdi, og det er følgelig ikke naturlig å anse dekning av forpliktelsen som tilbakebetaling av innskutt kapital. Kreditorernes interesser ivaretas ved at de gjennom den registrerte kapitalforhøyelsesbeslutningen varsles om den forpliktelse skadesløserklæringen representerer. Som følge av forbudet mot å tegne aksjer til underkurs, mener Langseth at ansvaret under skadesløserklæringen trolig må være begrenset oppad til et bestemt beløp som ikke kan være høyere enn overkursen aksjeselskapet mottar ved kapitalforhøyelsen.³¹

Synspunktet om at asl/asal § 10-2 (1) 3. åpner for at selskapet utsteder skadesløserklæringer i forbindelse med kapitalforhøyelser må kommenteres nærmere.

³¹ Langseth s. 77-80

Lovens ordlyd omfatter rett nok etter en naturlig forståelse også garantier/skadesløserklæringer avgitt av selskapet, jf. ”noen skal ha særskilte rettigheter overfor...”. Det er imidlertid grunn til å påpeke at § 10-2 (1) 3. stiller krav til hvilken informasjon som skal inntas i generalforsamlingsbeslutningen i forbindelse med en kapitalforhøyelse. Generalforsamlingen (og senere aksjetegnerne) gis derved en viss mulighet til å kontrollere grunnlaget og vilkårene for kapitalforhøyelsen. Dette må sees i sammenheng med prinsippet i § 2-6 fjerde ledd om at eiendelene som selskapet skal overta minst har en verdi som svarer til det avtalte vederlaget. Meningen med bestemmelsen er på den annen side ikke å regulere hva slags type avtaler selskapet skal kunne inngå.³²

Videre er det grunn til å fremheve at bestemmelsen er meget vidt formulert, og at de her aktuelle rettsstiftelsene i forarbeidene ikke er berørt.

Etter min mening har man dermed et tynt grunnlag for å fravike det preseptoriske vernet. Et mer nærliggende tolkningsalternativ er at bestemmelsen krever informasjon om rettigheter som kan tilstås tegnere og andre innenfor den preseptoriske retten.

Det kan imidlertid hevdes at Langseths oppfatning er å foretrekke dersom hensynet bak det preseptoriske vernet ikke gjør seg gjeldende og heller ikke andre tungtveiende argumenter taler imot.

Langseth peker blant annet på at kreditorenes interesser ivaretas ved at de varsles om forpliktelsen gjennom den registrerte kapitalforhøyelsesbeslutningen. Dette er korrekt. Kreditorne vil ha full tilgang på informasjonen, og er i utgangspunktet ikke beskyttelsesverdig dersom de ikke har basert sin kredittgivning på at forpliktelsen kan inntre.

Argumentet kan likevel imøtegås. Utgangspunktet for det preseptoriske vernet er at lovgiver, gjennom avskjæring av ugyldighets/hevingsinnsigelser (samt erstatningskrav, jf. Labogasdommen), har prioritert kreditorinteressen. Konsekvensen av dette er at

³² Det fremgår flere steder i forarbeidene at hovedformålet med bestemmelsen er kontroll med tingsinnskudd. Se NOU 1996:3 s. 166 og henvisninger til blant annet Ot prp nr 36 (1993-1994) s. 219-

kredittgivere i sine kredittvurderinger ikke behøver trekke inn risikoen for krav fra tegnerne på grunnlag av informasjonssvikt ved kapitalforhøyelsen. Dersom loven åpner for at selskapet skal kunne utstede garantier/skadesløserklæringer, blir konsekvensen nettopp at aktuelle kredittgivere må ta i betraktning at den betingede forpliktelsen kan bli reell. Dette er etter mitt skjønn i strid med lovens ordning. Basert på dette kan argumentet om at kreditorenes interesser ivaretas ikke tillegges vekt.

Langseth trekker til slutt frem den foreslåtte lovendringen i asal., men konkluderer med at en mulig vedtakelse neppe vil ha betydning for vurderingene. Han støtter sin konklusjon på at høringsnotatet ikke omtaler situasjonen der skadesløserklæringen inntas i generalforsamlingsbeslutningen.³³

Langseth kommenterer ikke Statoilloven. Etter min mening er det grunn til å vurdere denne lovens betydning for tolkingsspørsmålet før Justisdepartementets lovendringsforslag behandles. Statoilloven åpnet direkte for at selskapet kunne utstede de nødvendige garantier i forbindelse med emisjonen i Statoil, herunder skadesløserklæringer. Lovens § 2 bestemmer at:

”krav etter garantier avgitt i medhold av § 1 kan gjøres gjeldende mot Statoil uten hinder av ellers gjeldende selskaps- og verdipapirrettslige prinsipper og regler.”

Loven har direkte sammenheng med aksjelovgivningen. I stedet for å endre asl./asal. generelt, valgte lovgiver å vedta en spesiallov som uttrykkelig ble gitt forrang i forhold til blant annet aksjelovene. Spørsmålet blir for det første hvilken rettskildemessig betydning slutninger fra Statoilloven eller dens forarbeider om den generelle rettsstilstanden skal ha. Selv om det er vanskelig å si noe om en rettskildefaktors vekt uten å trekke inn andre faktorer, kan det pekes på ett prinsipielt forhold av betydning.

Eventuelle forutsetninger som ligger til grunn for spesialloven har vært gjennom Stortingets lovgivningsprosess. Dette trekker klart i retning av at slutninger om den generelle rettsstilstanden i spesialloven eller dens forarbeider må tillegges betydelig vekt.

220. Se også Ot prp nr 23 (1996-1997) s. 159 og s. 37-39.

³³ Høringsnotatet ”Etterkontroll av asl./asal.”.

Det kan i denne sammenhengen trekkes en parallell til annen lovtolking. Ved lovregelkollisjoner mellom for eksempel ny og gammel lov avgjør forutsetninger i den nye loven eller dens forarbeider i utgangspunktet eventuell tolkingstil.³⁴ Situasjonen kan være at ny lov innskrenker rekkevidden av den gamle. I vårt tilfelle kan det tenkes at spesialloven eller dens forarbeider inneholder klare forutsetninger om hvordan rettsstilstanden generelt er på området, for eksempel fordi spesialloven gjør unntak fra det som ellers gjelder. Etter mitt skjønn kan slike forutsetninger sammenlignes med eksempelet over om lovregelkollisjoner. I begge tilfeller har lovgiver tatt standpunkt til hvordan en annen lovregel, som har direkte sammenheng med den nye lovreguleringen, skal forstås. Forskjellen ligger i at ved lex posterioreksempelet avgjør lovgivers forutsetninger den nye lovens anvendelsesområde direkte, mens i vårt tilfelle klargjør loven kun det legislative grunnlaget for spesialloven.

Spørsmålet blir deretter om hva som kan sluttes fra Statoiloven og dens forarbeider om det her aktuelle tolkingsspørsmålet. Lovens § 2 tyder isolert sett på at loven gjør unntak fra ellers gjeldende regler. Forarbeidene³⁵ er imidlertid meget kortfattede, og tar ikke klart standpunkt til gjeldende rett. I kapittel 3 heter det:

”Etter dagens rettsstilstand er det reist tvil om tilretteleggerne kan gjøre krav gjeldende mot selskapet etter dette tidspunkt.”

Forarbeidene inneholder ikke andre uttalelser om gjeldende rett vedrørende skadesløserklæringer. På denne bakgrunn kan man ikke hevde at lovgiver, gjennom Statoiloven, klart har forutsatt hvordan rettsstilstanden etter aksjeloven generelt er. Enda mindre gjelder dette for det spesielle tolkingsspørsmålet som er reist i forbindelse med asl./asal § 10-2 første ledd 3. Spesialloven har dermed liten betydning for spørsmålet om asl./asal. § 10-2 første ledd 3 er hjemmel for at selskapet gyldig kan utstede skadesløserklæringer.

Dernest kan man stille spørsmål om den foreslåtte lovendringen i asal. får betydning for tolkningen av asl./asal. § 10-2 dersom den blir vedtatt. Langseth hevder som sagt at den neppe vil ha betydning fordi høringsbrevet ikke omtaler situasjonen der skadesløserklæringen er inntatt i generalforsamlingens beslutning. Synspunktet fortjener en kommentar.

³⁴ Eckhoff s. 356.

³⁵ Ot. prp. nr 47 (2000-2001).

Rettskildemessig kan en eventuell lovendring i asal. minne om vedtakelsen av Statoilloven. Lovendringen innebærer på samme måte en oppmykning i forhold til hva som i dag gjelder. En sentral forskjell er imidlertid at lovendringen inntas generelt i aksjelovgivningen. Dermed må slutninger fra lovteksten og forarbeidene ha vanlig fortolkningsinteresse for gjeldende aksjerett.

Høringsbrevet fra Justisdepartementet utgjør sentrale forarbeider for en eventuell lovbestemmelse.³⁶ Heller ikke her finnes klare uttalelser om gjeldende rett i forhold til skadesløserklæringer. I kapittel 5.2 syvende avsnitt heter det likevel at departementet finner grunn til å foreslå at det ”innføres” en adgang til å avgi skadesløserklæringer. I dette ligger en forutsetning om at slike erklæringer etter gjeldende rett ikke er gyldige.

På den annen side er det korrekt, som Langseth hevder, at forarbeidene ikke diskuterer § 10-2 første ledd 3.-problematikk. Dermed kan det hevdes at lovendringen (inkludert forarbeidene) ikke har betydning for vårt tolkingsspørsmål. Etter min mening er dette en for enkel tilnæringsmåte. Bare det forhold at forarbeidene ikke nevner muligheten for at § 10-2 første ledd 3. kan være en tilstrekkelig hjemmel, indikerer at problemstillingen er noe søkt. Viktigere er at det ligger som forutsetning for en eventuell lovendring at det bare er i allmennaksjeselskaper det skal være mulighet til å avgi skadesløserklæringer. I forarbeidenes kapittel 5.2 niende avsnitt heter det:

”Formålet med bestemmelsen er å legge til rette for at selskapet kan hente inn kapital i det internasjonale kapitalmarkedet. Den er derfor bare foreslått i allmennaksjeloven. For aksjeselskaper antas det ikke å være et tilsvarende behov siden aksjeselskapene ikke kan invitere allmennheten til tegning, (...)”

Det sentrale er i denne sammenhengen at Langseths synspunkt innebærer at også aksjeselskaper skal kunne utstede skadesløserklæringer. Dersom lovendringen vedtas, har imidlertid lovgiver gitt tilslutning til forarbeidenes standpunkt om at det kun er allmennaksjeselskaper som har behov for å utstede skadesløserklæringer. På denne måten får forarbeidene betydning for tolkingsspørsmålet selv om det spesielle tolkingsspørsmålet ikke uttrykkelig nevnes.

³⁶ En Ot. prp. ventes å komme før utgangen av 2005.

Det må også nevnes at et relevant hensyn ved lovtolkingsspørsmålet er sammenhengen i lovverket. Dersom Stortinget åpner for skadesløserklæringer i asal. ved en særskilt lovbestemmelse, ville det vært svært dårlig harmoni i lovverket om man i tillegg kunne avgi de samme typer garantier med hjemmel i asl/asal § 10-2 første ledd 3. For øvrig har det formodningen mot seg at Stortinget vedtar en lovendring med såpass liten realitet.

Samlet mener jeg dermed, i motsetning til Langseth, at vedtakelse av endringen i asal. må tillegges vekt for tolkingsspørsmålet som her drøftes.

Spørsmålet var om asl./asal. § 10-2 første ledd 3. åpner for at selskapet utsteder garantier/skadesløserklæringer i forbindelse med kapitalforhøyelser. Etter mitt skjønn bør det kreves en temmelig klar lovbestemmelse for å fravike det preseptoriske vernet. § 10-2 første ledd 3. er vidt formulert, og har et annet siktemål enn å regulere hva slags avtaler selskapet kan inngå. Videre taler som nevnt hensynet bak det preseptoriske vernet for at spørsmålet besvares negativt. Når endringen i asal. vedtas, vil dette også være et argument som trekker i samme retning.

På denne bakgrunn mener jeg selskapet ikke kan omgå det preseptoriske vernet med hjemmel i § 10-2 første ledd 3. Konklusjonen er følgelig at gjeldende rett ikke åpner for at selskapet gyldig kan utstede den type garantier/skadesløserklæringer som her er aktuelle til fordel for tegnere, emisjonsrådgivere eller styremedlemmer/daglig leder.

2.6 Oppsummering

På bakgrunn av det ovennevnte må det fastslås at gjeldende rett stenger for at tegneres økonomiske tap ved kapitalforhøyelser som følge av informasjonssvikt kan veltes over på utstedende selskap. Tegneren nyter ikke erstatningsrettslig vern overfor selskapet etter registreringstidspunktet, og emisjonsrådgivere kan ikke gjøre alminnelig regressansvar gjeldende. Garantier/skadesløserklæringer avgitt av selskapet i forbindelse med emisjonen overfor tegnere, emisjonsrådgivere eller styremedlemmer er ikke gyldige etter norsk rett.

3 Selskapets ansvar de lege ferenda

3.1 Oversikt over den videre fremstillingen

Siktemålet med den videre fremstillingen er å drøfte rettstilstanden de lege ferenda. Hovedspørsmålet er om selskapet prinsipielt sett bør kunne pålegges et erstatningsansvar også etter registreringstidspunktet overfor tegnerne som følge av informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget. Det samme spørsmålet stilt fra en annen synsvinkel er om total avskjæring av erstatningskrav fra tegnerne etter registreringstidspunktet har en tilstrekkelig god legislativ begrunnelse. Fremstillingen under punkt 3 vil bli konsentrert rundt denne overordnede problemstillingen. Dermed tas det ikke endelig stilling til hvordan en eventuell erstatningsregel bør utformes, herunder avgrenses. Det er likevel ikke mulig å besvare det prinsipielle hovedspørsmålet uten at utformingsproblematikk og retts tekniske spørsmål berøres.

De tilgrensende problemstillingene som vil bli drøftet, er om selskapet bør kunne utstede garantier, herunder skadesløserklæringer, overfor tilretteleggere og styremedlemmer. Det alminnelige regressansvaret samt spørsmålet om særskilte garantier overfor tegner som ikke er tilrettelegger, behandles ikke.

3.2 Regulatoriske hovedmålsetninger

Drøftelsen de lege ferenda må foretas på bakgrunn av visse regulatoriske målsetninger. Disse kan etableres på bakgrunn av aksje- og verdipapirlovgivningens hovedformål. Om hovedformålene henvises det til punkt 1.2. På bakgrunn av det som der er sagt, kan det hevdes at målsetningene med det her aktuelle regelverket i hovedsak er (i) at norske virksomheters muligheter til å innhente risikokapital ikke reduseres i nevneverdig grad og (ii) at hensynet til selskapskreditorene og aksjetegnerne avveies på en rimelig måte. Disse to utgangspunktene har nær sammenheng med hverandre ved at oppnåelse av (i) vanskeliggjøres dersom selskapskreditorene tilgodeses på en urimelig måte i forhold til aksjetegnerne.

Hovedspørsmålet under punkt 3.4 drøftes på bakgrunn av de to nevnte hovedmålsetninger. For de tilgrensende spørsmål under punkt 3.5 og 3.6 må det gjøres visse nyanseringer. Blant annet trer preventive hensyn mer i forgrunnen.

3.3 Utenlandsk rett

I dette punktet vil det kort bli redegjort for gjeldende rett i blant annet Danmark, Sverige, Tyskland, Storbritannia og USA. Fra et norsk rettspolitisk ståsted er det naturlig å trekke paralleller til svensk og dansk rett. Rettssystemene her har betydelige likhetstrekk med det norske. De tre andre landene er sentrale hovedsakelig som følge av deres betydning på det internasjonale kapitalmarkedet. Det legges hovedvekt på det prinsipielle spørsmålet om tegneren nyter erstatningsrettslig vern overfor selskapet.

Først og fremst har andre lands rett økonomisk betydning fordi norske virksomheter møter internasjonal konkurranse om risikokapital. I tillegg kan paralleller til andre land få betydning som kulturell påvirkningsfaktor. Betydningen av utenlandsk rett kommer jeg nærmere tilbake til under punktene 3.4.3 og 3.4.4.

3.3.1 Sverige

Gjeldende svensk rett tilsvare rettstilstanden i Norge. Dette gjelder både selskapets erstatningsansvar overfor tegnerne og gyldigheten av garantier/skadesløserklæringer.³⁷

I Sverige er det imidlertid sannsynlig at det snart skjer en betydelig endring av regelverket. To regjeringsnedsatte utvalg har vurdert rettstilstanden, og konkludert med at det bør åpnes for erstatningskrav mot selskapet som følge av informasjonssvikt i prospekt.³⁸ I utredningen om prospektansvar foreslås det innført nye ansvarsbestemmelser i lagen om handel med finansiella instrument (1991:980).

Forslaget lyder:

”Om någon tillfogats skada genom att innehållet i ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt, skall den som upprättat prospektet eller genom prospektet lämnat ett

³⁷ Sandeberg s. 268 og s. 298.

³⁸ Aktiebolagskommittén SOU 2001:1 og utvalget som avga utredningen ”Prospektansvar” SOU 2005:18.

erbjudande att teckna eller köpa finansielle instrument erstätta skadan. För ansvar förutsetts uppsåt eller oaktsomhet. Skyldighet att erstätta en uppkommen skada skall även föreligga vid fell eller brister i en sådan erbjudandehandling som upprättas vid ett uppköpserbjudande.”³⁹

En konsekvens av en slik lovendring må være at garantier/skadesløserklæringer i samme utstrekning rettsgyldig kan utstedes. Utredningen overlater til domstolene å vurdere om ansvar kan komme på tale også i de tilfellene det ikke må utferdiges prospekt.⁴⁰

Hovedbegrunnelsen for lovendringen følger av utredningens s. 64 flg. Det heter blant annet:

”Det faktum att den svenska lagstiftningen inte ger den som lidit skada till följd av fell eller brister i ett prospekt en uttrycklig möjlighet att erhålla skadestånd av den juridiske person som emitterat de finansiella instrumenten kan på ett negativt sätt påverka förtroendet för den svenska kapitalmarknaden.”

Kretsen av erstatningsberettigede foreslås ikke avgrenset til kun å omfatte tegnerne. Dersom erververe på sekundærmarkedet har lidt tap som følge av feil eller brister i prospektet, skal disse også kunne gjøre gjeldende krav. Krav må gjøres gjeldende innen to år fra offentliggjøringen av prospektet. Foreldelsesfristen er altså kort.

3.3.2 Danmark

I dansk rett finnes heller ingen uttrykkelig regulering av tegnerens muligheter til å gjøre krav gjeldende mot selskapet som følge av informasjonssvikt i tegningsgrunnlaget. Det er likevel sikker rett at tegneren kan gjøre ugyldighetsinnsigelser gjeldende også etter registreringen av kapitalforhøyelsen.⁴¹ Mer tvilsomt er det om tegneren kan nå frem med et erstatningskrav. Spørsmålet savner avklaring i rettspraksis. I teorien er meningene delte.⁴² Krüger Andersen og Clausen uttaler følgende om informasjonsansvar for selskapet:

³⁹ SOU 2005:18 s. 64.

⁴⁰ Ibid. s. 66.

⁴¹ Se blant annet Gomard s. 91.

⁴² En del standpunkter i teorien er oppsummert hos Normann, op. cit, fotnote 56.

”Der er ikke hindringer i dansk erstatningsrettslig teori eller praksis, der udelukker et ansvar. Domstolene kan uden hindringer give dansk rets almindelige erstatningsregel, culpareglen, en udforming, som imødekommer et sådant behov. Hafnia-dommen kan dog vanskelig ses som en strømpil, der peger i retning af et udvidet prospektansvar, heller ikke i forhold til selskabet selv.”⁴³

På denne bakgrunn kan erstatningsansvar for selskapet overfor tegneren i hvert fall ikke utelukkes.

3.3.3 Tyskland, England, USA m. fl.

Det fremgår av BörsG § 44 at tyske selskaper kan holdes erstatningsansvarlig for feil eller brister i prospekt. Etter § 47 må krav gjøres gjeldende innen seks måneder etter erververen fikk kjennskap til opplysningssvikten, og senest tre år etter offentliggjøringen av prospektet.

Etter engelsk rett følger det av section 79 (3) i Financial Services and Markets Act av 2000, jf. section 6 (1) i Official Listing of Securities Regulations 2001, at det utstedende selskapet kan bli erstatningsansvarlig for informasjonssvikt i prospekt. Section 111A i Companies Act (1985) åpnet for at selskapet generelt kunne bli erstatningsansvarlig overfor tegnerne for informasjonssvikt.

I henhold til section 11 i Securities Act av 1933, kan selskapet etter amerikansk rett blant annet pålegges erstatningsansvar for informasjonssvikt ved kapitalforhøyelser i selskaper med registrerte verdipapirer. Bestemmelsen suppleres av andre føderale og delstatlige reguleringer om informasjonsansvar for selskapet. Investorbeskyttelsen er generelt sterk i amerikansk rett.⁴⁴

I andre kontinentaleuropeiske land som Frankrike, Nederland og Sveits, kan aksjetegnerne kreve erstatning fra selskapet som følge av informasjonssvikt i prospekt.⁴⁵

⁴³ Andersen og Clausen s. 189.

⁴⁴ SOU 2005:18 s. 36 flg.

⁴⁵ SOU 2001:1, s. 262 flg.

3.4 Erstatningsansvar overfor aksjetegner

3.4.1 Forutsetninger for drøftelsen

Den grunnleggende forutsetningen for drøftelsen er at erstatningsansvar kun er aktuelt der selskapets representanter eller kontraktsmedhjelpere har utvist culpa med hensyn til informasjonssvikt om forhold som har påvirket selskapets aksjekurs. I tillegg forutsettes det at et erstatningskrav kun kommer på tale der informasjonssvikten har eller presumeres å ha virket motiverende på kjøpers tegningsbeslutning.

3.4.2 Konkret avveining mellom kreditor- og investorinteressen

Aksjelovgivningen av 1997 bygger på det hovedmønsteret for regler til vern om selskapskapitalen som ble videreført og påbygget på bakgrunn av Ot prp nr. 36 (1993-94). Et overordnet ønske bak endringsforslagene i nevnte Ot prp var å øke beskyttelsen av selskapskapitalen og kreditorenes interesser (heretter beskyttelse av kreditorinteressen).⁴⁶ Slik beskyttelse anses som motstykket til aksjonærenes begrensede heftelse.⁴⁷ Lovarbeidet resulterte blant annet i strengere krav til egenkapitalen i selskapet og utbygge kontrollrutiner ved aksjeinnskudd.

Strengt regler til vern om kreditorinteressen kan resultere i at andre interesser blir skadelidende. Blant annet kan samfunnsøkonomien bli negativt påvirket. Dette behandles nærmere under punkt 3.4.3.

Temaet i dette avsnittet er å foreta en konkret avveining mellom kreditor- og investorinteressen. Jeg vil følgelig utsette vurderingen av de implikasjonene sterk kreditorbeskyttelse på dette området har for verdipapir- og kapitalmarkedet. Isteden fokuseres det på om avskjæring av tegnerens erstatningskrav innebærer en rimelig avveining mellom selskapskreditorenes og aksjetegnernes interesser. Konklusjonen får som sagt betydning for drøftelsen av de markedsmessige implikasjonene.

⁴⁶ Ot prp nr. 36 (1993-94) s. 49 punkt 1.4.

⁴⁷ Normann, op. cit., s. 268

Det følger av Labogasdommen og juridisk teori at formålet bak avskjæring av erstatningskrav mot selskapet er å beskytte kreditorinteressen. Som nevnt, bygger dagens aksjelovgivning på at denne interessen skal nyte et sterkt vern. Spørsmålet er om det er rimelig at beskyttelsen av kreditorinteressen i lovgivningen også skal slå igjennom i forhold til selskapets erstatningsansvar overfor tegnerne ved kapitalforhøyelser.⁴⁸

Regelen om avskjæring av erstatningskrav fra tegnerne bygger, som nevnt, på lovregelen om avskjæring av svake ugyldighetsinnsigelser ved registreringen (asl/asal § 2-10 (2)). Bestemmelsen ble vedtatt under henvisning til at gjeldende ulovfestet rett skulle videreføres.⁴⁹ Temaet ble ikke diskutert nærmere i forarbeidene. Dermed kan det slutes at den her aktuelle interesseavveiningen ikke har vært gjenstand for konkret prøving i lovgivningsprosessen. Interesseavveiningen ble heller ikke diskutert i Labogasdommen. Juridisk teori bidrar derimot med synspunkter.

Før den konkrete avveiningen foretas, må det vurderes i hvilken grad kreditor- og investorbekyttelsen påvirkes av eksistensen eller fraværet av et erstatningsrettslig vern for tegnerne overfor selskapet.

3.4.2.1 Erstatningsrettslig vern – trussel mot beskyttelsesverdige kreditorinteresser?

Et sentralt spørsmål, som nevnt under 1.2, er i hvilken grad beskyttelsesverdige kreditorinteresser blir skadelidende av at det åpnes for erstatningskrav fra tegnerne. I denne forbindelsen ble det oppstilt fire underproblemstillinger.

Når det gjelder det førstnevnte spørsmålet om hvilke grupper kreditorer som er beskyttelsesverdige, må det trekkes opp et skille mellom kreditorer som har ytet kreditt før og etter registreringen av kapitalforhøyelsen (heretter betegnet som eldre og nye kreditorer).

⁴⁸ Et tilsvarende spørsmål reises av Sandeberg i tilknytning til avskjæring av ugyldighetsinnsigelser, s. 286: "Frågan är om ett reglkomplex til skydd för bolagsborgenärerna även de lege ferenda skall vara avgörande för huruvida en aktietecknare skall kunna åberopa avtalsrättsliga ogiltighetsregler gentemot bolaget."

Dersom tegnerne har fattet sin investeringsbeslutning på grunnlag av feilaktig eller ufullstendig informasjon, og dette fører til et økonomisk tap for dem, må størrelsen på innskutt kapital ha vært høyere enn det var markedsmessig grunnlag for. Med korrekt/fullstendig informasjon, måtte selskapet ha priset aksjene lavere eller eventuelt ikke gjennomført emisjonen. Dersom erstatningskrav fra tegnerne avskjæres, blir følgelig selskapets egenkapitalsituasjon bedre enn dersom selskapets representanter hadde oppfylt sin opplysningsplikt. De eldre selskapskreditorene har med andre ord fått sitt dekningsgrunnlag styrket som følge av selskapets informasjonssvikt. Fordi de eldre kreditorene ikke har basert sin kredittgivning på den registrerte kapitalforhøyelsen, må denne styrkingen av dekningsgrunnlaget anses som en tilfeldig fordel som skjer på bekostning av tegnerne. Såfremt erstatningskravene begrenses oppad til midler som kapitalforhøyelsen netto tilfører selskapet, kan hensynet til de eldre kreditorene dermed ikke anføres til støtte for avskjæring av erstatningskrav.⁵⁰ Argumentet trekker tvert i mot for at det innføres et erstatningsrettslig vern for tegnerne.

Ovennevnte synspunkt gjelder også for eldre aksjonærer. Dersom erstatningskrav (begrenset oppad til netto tilførte midler) avskjæres, vil disse få en tilfeldig økonomisk fordel som følge av at selskapet har forledet noen til å tegne aksjer til en bestemt kurs.

For nye kreditorer er situasjonen prinsipielt annerledes. Disse vil som regel ha ytet kreditt i tillitt til den registrerte kapitalforhøyelsen. Dermed kan det hevdes at de kreditorene som har stolt på den registrerte kapitalforhøyelsen, representerer en beskyttelsesverdig interesse til støtte for at erstatningskrav fra tegnerne avskjæres. Styrken av beskyttelsesverdighet kommer jeg nærmere tilbake til.

På grunnlag av det ovennevnte, må det foretas en presisering av relevant begrunnelse for avskjæringsregelen. Hensynet til selskapskreditorene generelt er ingen legitim begrunnelse. Det er hensynet til nye kreditorer som har stolt på registreringen som eventuelt kan begrunne beskrankningen i tegneres erstatningsrettslige vern.

⁴⁹ Se NOU 1992: 29 Om lov og aksjeselskaper s. 87.

⁵⁰ Synspunktet finner støtte i teorien. Se blant annet Berge s. 219-220.

I denne sammenhengen kan det spørres om det bør innføres et erstatningsansvar som står tilbake for nye kreditors krav. En slik regel ville eliminert problemet med eldre kreditors og aksjonærers tilfeldige fordel samtidig som den relevante kreditorinteressen ivaretas. En slik regel fremstår dermed materielt sett som en klar forbedring fra dagens rettstilstand. Et slikt forslag foranlediger imidlertid vanskelige retstekniske spørsmål.

Det vises her til JDs forslag om å innføre en adgang for selskapet til å utstede skadesløserklæringer. I høringsbrevet ble det foreslått at krav på bakgrunn av slike erklæringer skulle stå tilbake for krav fra nye kreditorer. Hvordan dette skulle løses i praksis, ble derimot ikke vurdert.⁵¹ Ikke overraskende ble dette kommentert i noen av høringsuttalelsene, blant annet i uttalelsen fra Handelshøyskolen BI. Det påpekes her at forslaget reiser mange uavklarte problemstillinger: hvordan skal dekningsprioriteten håndheves i en eventuell konkurs; foreligger det omstøtelsesadgang til fordel for nye kreditorer for utbetalinger under skadesløserklæringen; og hvordan skal begrensningen praktiseres dersom det ikke er avklart om selskapet vil gå konkurs?⁵²

Det må forventes at JD tar opp disse problemstillingene i proposisjonen. Det kan ikke utelukkes at de her løses på en hensiktsmessig måte. Likevel er det grunn til å understreke at spørsmålene er vanskelige. En tilfredsstillende løsning må dermed sannsynligvis bli relativt komplisert. Retstekniske hensyn taler følgelig mot at en slik regel innføres for tegners erstatningskrav overfor selskapet.

Uansett må det vurderes nærmere om hensynet til de nye selskapskreditorene som har stolt på den registrerte kapitalforhøyelsen, heretter *den relevante kreditorinteressen*, tilsier at deres krav skal prioriteres foran tegners erstatningskrav. Dersom spørsmålet besvares negativt, vil dette være et meget tungtveiende argument for at det bør åpnes for erstatningskrav fra tegnerne uten ovennevnte begrensning.

Den andre underproblemstillingen var om det kan oppstilles en terskel for når den relevante kreditorinteressen blir skadelidende ved tegners erstatningskrav. I teorien er

⁵¹ Høringsnotatet "Etterkontroll av aksjelovene", punkt 5.2.

⁵² BIs høringsuttalelse, se vedlegg.

det hevdet at ingen relevante kreditorinteresser blir skadelidende dersom erstatningskravet ikke fører til at selskapet blir insolvent. Det kan nemlig hevdes at kreditorenes interesser ikke strekker seg lenger enn til at selskapet kan dekke sine forpliktelser.⁵³ Etter mitt skjønn er dette en noe formalistisk tilnæringsmåte. En eventuell insolvensvurdering må foretas på erstatningsutbetalingstidspunktet. Selv om man da kommer til at selskapet for øvrig kan dekke sine forpliktelser, kan dette være lite tilfredsstillende for kreditorene. Både av rettslige og praktiske grunner kan det være uaktuelt for kreditorene å kreve dekning på dette tidspunktet. Kreditorene er følgelig dårlig beskyttet så lenge selskapet ikke har en egenkapital av et visst omfang til å fortsette driften.

Et bedre alternativ kan dermed være at den bundne egenkapitalen anvendes som terskel for når den relevante kreditorinteressen blir skadelidende. Fordi selskapet i utgangspunktet kan disponere fritt over sin frie egenkapital, blant annet ved utdelinger til eierne, har selskapskreditorene ingen beskyttelsesverdig interesse i å avskjære erstatningskrav fra tegnerne som ikke angriper den bundne egenkapitalen. Synspunktet finner støtte i teorien.⁵⁴ På denne bakgrunn mener jeg at den relevante kreditorinteressen ikke er et legitimt argument mot at det åpnes for erstatningskrav overfor tegnerne som kun angriper selskapets frie egenkapital.

Derimot kan det spørres om en slik regel retts teknisk er god. Et synspunkt er at det vil kunne være problematisk å fastslå størrelsen på selskapets bundne egenkapital. Et annet problem er at selskapets egenkapitalsituasjon forandrer seg over tid. Dette kan resultere i at krav eller deler av krav som ikke kunne gjøres gjeldende på ett tidspunkt, senere må tilkjennes. En løsning som avdemper det siste problemet kan være at det oppstilles en kortere absolutt preskripsjonsfrist for tegneres erstatningskrav enn det som ellers gjelder.

Jeg vil ikke gå nærmere inn på om det er hensiktsmessig å innføre en erstatningsregel med egenkapitalbegrensning. Det sentrale i denne sammenhengen er å påpeke at

⁵³ Slik blant annet Normann, op. cit., s. 268.

⁵⁴ Se blant annet Knudsen s. 8 og Sandeberg s. 290.

hovedhensynet bak dagens avskjæringsregel ikke overhodet gjør seg gjeldende for erstatningskrav fra tegnerne som kun angriper selskapets frie egenkapital.

Videre vurderes det om det bør åpnes for erstatningskrav som også kan angripe selskapets bundne kapital. Når det heretter tales om ”erstatningskrav mot selskapet”, ”tegnernes erstatningsrettlige vern” eller lignende, menes erstatning uten at kravet begrenses av selskapets bundne egenkapital.

Det tredje spørsmålet som ble stilt innledningsvis var hvor ofte berettigede krav vil oppstå og hvor store disse kravene typisk vil være.

Det er det rimelig å anta at tilståelse av erstatning på grunnlag av culpøs informasjonssvikt fra selskapets side ved kapitalforhøyelser kun rent unntaksvis vil komme på tale. Denne antakelsen støtter seg blant annet på at personlig erstatnings- og straffeansvar sannsynligvis virker preventivt. I tillegg vises det til at søksmål mot styremedlemmer eller tilretteleggere ikke har vært særlig hyppige. Antakelsen trekker i retning av at erstatningsansvar for selskapet generelt sett ikke vil utgjøre en betydelig trussel mot kreditorinteressene. Etersom synspunktet ikke underbygges av empiriske data, er det imidlertid vanskelig å tillegge det stor vekt.

Det er vanskeligere å besvare spørsmålet om hvor store berettigede krav typisk vil være. Basert på drøftelsen over er det relevante spørsmålet mer presist hvor ofte berettigede krav vil angripe selskapers bundne egenkapital. Slutninger om dette må i stor grad basere seg på spekulasjoner. Samuelsson uttaler:

”(...) Det finns olika åsikter om i vilken utsträckning kapitalskyddsaspektet utgör ett hinder för att medge skadesånd til tredje man. För avhandlingen har detta mindre betydelse eftersom det antas tillhöra ovanlighetarna att skadeståndsanspråk till följd av bristfällig informationsgivning kan bli så omfattande att bolagets eget kapital hamnar i farezonen. Helt uteslutet är det dock inte.”⁵⁵

Her er det informasjonssvikt generelt som nevnes og ikke ansvaret i forbindelse med kapitalforhøyelser. Det må antas at et potensielt ansvar i forbindelse med kapitalforhøyelser ikke vil være så omfattende som et generelt ansvar for

informasjonssvikt. Samuelssons standpunkt skulle dermed tilsi at størrelsen på berettigede krav trekker i retning av at erstatningsansvar utgjør en mindre trussel mot kreditorinteressen.

På den annen side kan det påpekes at kapitalforhøyelser ofte skjer fordi selskaper har en utilfredsstillende egenkapitalsituasjon. Dermed kan det hevdes at berettigede erstatningskrav fra tegnerne på grunnlag av informasjonssvikt ved kapitalforhøyelsen ikke sjelden vil angripe selskapets bundne egenkapital.

Sæbø drøfter spørsmålet om erstatningsansvar overfor annenhåndsmarkedet de lege ferenda, og mener det ikke kan legges vekt på antagelser om det enkelte erstatningskravets betydning for selskapskapitalen.⁵⁶ Jeg mener dette bør være riktig også i forhold til spørsmålet om erstatningsansvar overfor førstehåndserverver.

For det fjerde kan det spørres om et erstatningsrettslig vern for tegnerne generelt kan være til fordel for den relevante kreditorinteressen. Et synspunkt er at etterspørselen etter tegning i kapitalforhøyelser reduseres direkte som følge av manglende erstatningsrettslig vern for investorene. Redusert etterspørsel etter tegning i kapitalforhøyelsen resulterer i manglende optimalisering av selskapets dekningsgrunnlag.

På et mer overordnet plan kan det tenkes at manglende investorbeskyttelse reduserer ulike aktørers tillit til verdipapirmarkedet. Tilliten til verdipapirmarkedet er sentralt for å oppnå et effektivt verdipapirmarked, herunder et marked med god likviditet. Under punkt 3.4.3 drøftes disse markedsmessige implikasjonene nærmere.

Her er det tilstrekkelig å vise til at manglende erstatningsrettslig vern kan tenkes å påvirke norske selskapers kapitalforhøyelser negativt. Dermed kan det være nærliggende å anføre at et erstatningsrettslig vern også kan være til fordel for kreditorinteressen. Her er det imidlertid viktig å presisere at det er den relevante kreditorinteressen som vurderes. Som nevnt er dette interessen til kreditorer som har

⁵⁵ Samuelsson s. 260 i note 64.

⁵⁶ Sæbø s. 590.

ytet kreditt i tillitt til den registrerte kapitalforhøyelsen. Tidspunktet for kredittgivningen er altså senere enn registreringen av kapitalforhøyelsen. Nye kreditorer drar følgelig ikke noen fordel av at etterspørselen etter tegning i kapitalforhøyelsen styrkes. De vil uansett basere sin kredittgivning på det oppnådde emisjonsbeløpet. På denne bakgrunn kan ikke argumentet om at innføring av erstatningsansvar er til selskapets fordel tillegges betydning for vurderingen av hvilken trussel en slik regel utgjør overfor relevante kreditorinteresser.

Basert på det ovennevnte, kan det fastslås at et erstatningsrettslig vern for tegnerne kan innebære en trussel mot relevante kreditorinteresser. Som følge av at berettigede erstatningskrav sannsynligvis kun vil oppstå i unntakstilfeller, kan det likevel hevdes at en slik oppmykning av reglene generelt neppe innebærer en betydelig trussel.

3.4.2.2 Avskjæring av erstatningskrav – krenkelse av investorbeskyttelsen?

Et sikkert utgangspunkt må være at investorene bør kunne stole på at de fatter sin investeringsbeslutning på korrekt og fullstendig grunnlag. Dersom de lider et økonomisk tap som følge av at noen på selskapets side culpøst har gitt uriktige eller ufullstendige opplysninger, har de også en beskyttelsesverdig interesse i å få dekket dette tapet av den/de ansvarlige.

Spørsmålet som her kan stilles, er i hvilken grad alternative dekningsmuligheter reduserer investorenes behov for et erstatningsrettslig vern overfor selskapet.

Dersom emisjonsrådgivere har bistått ved kapitalforhøyelsen, kan disse holdes erstatningsansvarlig på culpagrunnlag. Problemet er imidlertid at emisjonsrådgiverne alltid vil basere seg på informasjon fra selskapet. Med mindre emisjonsrådgiveren kan klandres for ikke å ha oppdaget svikten i informasjonsgrunnlaget, kan tegneren ikke nå frem med et erstatningskrav mot rådgiveren. Det er rimelig å anta at det vil være vanskeligere å påvise culpa hos emisjonsrådgiveren enn hos selskapet for svikt i informasjon som stammer fra selskapet. Dette, i tillegg til at mange kapitalforhøyelser skjer uten tilretteleggere, innebærer at emisjonsrådgiverens ansvar i mindre grad reduserer investorenes behov for å kunne holde selskapet ansvarlig.

Derneft må det personlige erstatningsansvaret vurderes. I denne forbindelse er særlig styreansvaret aktuelt. Begrensede dekningsmuligheter hos styremedlemmer tilsier at alternativet ikke reduserer investorenes behov i nevneverdig grad. Riktignok har mange styremedlemmer i dag forsikringsordninger som vil kunne komme til unnsetning. Slike forsikringer trekker i retning av at styreansvaret kan være et godt alternativ til selskapets erstatningsansvar overfor tegnerne. Det må imidlertid påpekes at ikke alle styremedlemmer har forsikringsdekning. I tillegg vil forsikringsvilkårene på forskjellige måter begrense ansvaret som kan gjøres gjeldende under forsikringen. Dermed utgjør ikke styreansvaret et fullgodt dekningsalternativ for tegnerne.⁵⁷

På denne bakgrunn er det grunnlag for å hevde at fraværet av erstatningsrettslig vern på dette området i ikke ubetydelig grad krenker tegnernes beskyttelsesverdige interesse i å få sine relevante økonomiske tap dekket av selskapet.

3.4.2.3 Konkret avveining

Fra de to foregående avsnittene kan det sluttet at to beskyttelsesverdige interesser trekker i hver sin retning i forhold til spørsmålet om det skal innføres erstatningsrettslig vern for tegnerne. Siktemålet med dette avsnittet er å klarlegge hvilken løsning som avveier interessene på en rimeligst måte.

Et naturlig utgangspunkt for en slik vurdering er å henvise til hva som generelt gjelder på formuerettens område. Deretter vil konkrete momenter bli trukket frem.

Selskapskreditorene er i andre sammenhenger ikke beskyttet mot at selskapets representanter skjøtter sine plikter på en måte som forringer selskapets dekningsgrunnlag.⁵⁸ Styret eller andre i selskapet kan for eksempel foreta uheldige forretningsmessige disposisjoner eller pådra selskapet erstatningsansvar overfor kontraktspartner. I begge tilfeller vil selskapets egenkapitalsituasjon bli forverret til ulempe for selskapskreditorene. Den bundne egenkapitalen er ikke beskyttet.

⁵⁷ Uansett kan det hevdes at en avskjæring av selskapets erstatningsansvar ikke innebærer en rimelig ansvarskanalisering. Se nærmere under punkt 3.6.

⁵⁸ Blant annet Sandeberg s. 287.

Investorene er på sin side en type realkreditorer. De skyter inn penger mot å få utstedt aksjer. Generelt i obligasjonsretten nyter realkreditorer erstatningsrettslig vern mot culpøs informasjonssvikt.

I dette tilfellet er det altså tale om en særskilt begrensning i realkreditors erstatningsrettslige vern og en tilsvarende styrkning av selskapskreditorenes stilling i forhold til det som ellers gjelder for aksjeselskaper. Spørsmålet er om dette fremstår som rimelig. Bør tegnerne ha all risiko for at aksjetegning ved kapitalforhøyelser skjer på uriktig eller ufullstendig grunnlag?

For å kunne svare på dette må først tegnerens beskyttelsesverdighet vurderes. Som tidligere nevnt, er det ikke tvilsomt at de har en beskyttelsesverdig interesse i at det åpnes for erstatningskrav mot selskapet. Det må imidlertid undersøkes hvor langt dette rekker.

Et synspunkt som kan gjøres gjeldende er at tegnerens innskudd er risikokapital som de må tåle å tape. Det kan hevdes at beskyttelsesverdigheten av denne grunn svekkes.

På den annen side må det fremheves at selv om innskutt kapital regnes som risikokapital, har investorene krav på beskyttelse for at deres engasjement skjer på korrekt og fullstendig grunnlag. Normann skriver:

” (...) reglene bør søke å ivareta at aksjekjøperne gis mulighet til å vurdere hvilken risiko de påtar seg. (...) Også aksjeinvestorer har et visst krav på beskyttelse mot å « kaste gode penger etter dårlige »”.⁵⁹

Etter mitt skjønn svekker dette synspunktet om at beskyttelsesverdigheten er mindre fordi innskutt kapital er risikokapital.

Slik jeg ser det, kan poenget med risikokapital snarere være et argument for et erstatningsrettslig vern. Bergo skriver:

⁵⁹ Normann, op. cit., s. 269.

”Når aksjonærene ved sin tegning påtar seg en slik egenkapitalrisiko som innebærer at de skal stå tilbake for selskapskreditorene i en konkurs, er imidlertid en naturlig forutsetning at deres engasjement har et skikkelig og holdbart grunnlag – ellers får jo selskapskreditorene en ufortjent berikelse som følge av forholdet.”

Det sentrale er i denne sammenhengen at tegnerne påtar seg betydelig risiko ved å tegne seg for aksjer. Dermed kan det hevdes at de har et sterkt legitimt behov for beskyttelse mot klanderverdig informasjonssvikt fra selskapets side i forkant av tegningen.

Tegnerne risikerer å tape all innskutt kapital, men denne risikoen bør ikke omfatte slik informasjonssvikt. Etter mitt skjønn kan dette være et argument som trekker i retning av et erstatningsvern. Uansett mener jeg det må være korrekt at risikokapitalsynspunktet ikke i særlig grad svekker investorenes beskyttelsesverdighet. Dette innebærer at aksjetegnerne som har lidt økonomisk tap som følge av culpøs informasjonssvikt i stor grad må betraktes som alminnelige ufrivillige kreditorer.⁶⁰

Videre må den senere tids økte fokus på investorbekyttelse i lovgivningen trekkes frem som et relevant moment i vurderingen. Strengt krav i vphl. til selskapets opplysningsplikt, blant annet ved kapitalforhøyelser, må sies å være et uttrykk for at lovgiver anser tegnerens beskyttelsesverdighet som sterk.

På den annen side kan det spørres om innføring av erstatningsansvar vil kunne resultere i utdelinger fra selskapet som krenker likhetsgrunnsetningen i aksjelovgivningen.⁶¹ Til dette må det først påpekes at det er lite treffende å karakterisere erstatningsutbetaling til tegnerne som utdeling til aksjonærer. I aksjeretten forbindes utdelinger normalt med disposisjoner som ikke har en reparativ funksjon. Materielt mener jeg, i likhet med Normann, at likhetsprinsippet ikke krenkes når selskapet er forpliktet til å utbetale erstatning til alle tegnerne som er utsatt for informasjonssvikten.⁶² Argumentet om brudd på likhetsgrunnsetningen bør dermed ikke tillegges vekt.

Basert på det ovennevnte, mener jeg at tegnerens beskyttelsesverdighet er sterk.

⁶⁰ Sandeberg s. 285: ”Men om aktieteckningen skett på felaktiga grunder måste även de vilsedda aktietecknarna ses som fordringsägare”.

⁶¹ Knudsen s. 8.

⁶² Normann, op. cit., s. 269.

På kreditorsiden er det som sagt hensynet til de aktørene som har ytet kreditt i tillitt til den registrerte kapitalforhøyelsen som utgjør den relevante begrunnelsen for avskjæring av erstatningskrav. Hensynet må vurderes nærmere.

Werpen hevder at kreditorene vil ha et

”godt utgangspunkt for å vurdere (...) om det i tegningsgrunnlaget foreligger opplysninger som kan gi grunnlag for at tegnerne senere vil ønske å trekke sin tegning. En konsekvens av å ikke statuere registrering i Foretaksregisteret som skjæringstidspunkt, er at kreditor engasjeres i tilretteleggingsprosessen og må kontrollere tegningsmaterialet for å unngå at tegnerne senere gjør innsigelser gjeldende.”⁶³

Erstatningsansvaret tas ikke opp i denne sammenhengen, men synspunktet må kunne overføres. Dermed kan det hevdes at kreditorenes undersøkelsesmuligheter er et argument for erstatningsvern. Etter mitt skjønn er dette ikke særlig treffende. For det første forutsetter Werpen at kreditorene kan engasjeres i tilretteleggingsprosessen. Han tar dermed ikke høyde for kreditorer som yter kreditt etter at emisjonsprosessen er avsluttet. For det andre mener jeg det er for optimistisk å forutsette at kreditorer har et godt utgangspunkt for å vurdere om tegningsgrunnlaget kan gi grunnlag for krav fra tegnerne. De aktuelle opplysningene stammer fra selskapet, og kreditorer må, på samme måte som tilrettelegger, oftest stole på at informasjonen er korrekt og fullstendig. Dermed er det mer realistisk å betrakte et erstatningsrettslig vern som et mer udefinert risikoelement som kredittgiverne må innkalkulere i sin kredittvurdering. På denne bakgrunn bør kreditorenes undersøkelsesmuligheter ikke tillegges særlig vekt i avveiningen.

Ved vurderingen av hvor langt den relevante kreditorinteressen rekker, er det mer relevant å klarlegge hva kreditorer i realiteten legger vekt på i sine kredittvurderinger. Det er ingen tvil om at selskapets dekningsreserver er et sentralt kriterium. Dette vil imidlertid være ett av mange elementer. Andre sentrale faktorer er selskapets fremtidsutsikter, nåværende kontantstrøm samt ledelse og eiere. Poenget er i denne sammenhengen at man ikke kan overdrive betydningen av den registrerte

⁶³ Werpen s. 632.

kapitalforhøyelsen for selskapets kredittgivere. Synspunktet trekker i retning av en avveining til tegnerens fordel, men kan ikke tillegges stor vekt.

Derimot er det viktig å trekke paralleller til kreditorbeskyttelsen i andre sammenhenger. Dersom selskapskreditorene skal gis forrang fordi noen har stolt på registrert innbetalt kapital, minner dette om å tillegge registreringen legitimasjonsvirkninger til fordel for kreditorfelleskapet.⁶⁴ Dette er ellers i formueretten en fremmed tanke. Videre påpekes det at selskapskreditorene uansett ikke kan stole på at egenkapitalen i fremtiden består. Realsikkerhet er nødvendig for å oppnå betryggende sikkerhet. På denne bakgrunn synes det ikke å være særlig betenkelig at selskapskreditorene i sine kredittvurderinger også må ta høyde for at erstatningskrav fra tegnerne kan komme på tale. Dette forsterkes av antakelsen om at erstatningsansvar kun unntaksvis vil være aktuelt.

Riktignok kan det hevdes at hensynet til den relevante kreditorinteressen er tungtveiende fordi erstatningskrav kan tenkes fremmet lang tid etter at kapitalforhøyelsen er registrert.⁶⁵ Muligheten til å innføre kortere preskripsjonsregler enn hva som generelt gjelder, innebærer imidlertid at tidsmomentet må tillegges mindre betydning.

I moderne juridisk teori finnes betydelig støtte for at avskjæring av erstatningskrav fra tegnerne er urimelig. Sandeberg konkluderer:

*”Det kapital som bör skyddas såväl till förmån för bolagets borgerärer som till tidigare aktieägare bör emellertid endast omfatte kapitaltillskott som skett i behörig ordning, och inte pengar som tillskjutits på felaktiga grunder.”*⁶⁶

Denne konklusjonen er etter mitt skjønn fornuftig. Det må særlig legges vekt på at tegnerne bør anses som en type ufrivillig kreditor som har sterk beskyttelsesverdig interesse i å få dekket tap som er oppstått som følge av selskapets uaktsomme eller forsettlige informasjonssvikt. Det må i tillegg veie tungt at kreditorene ellers må ta

⁶⁴ Bergo s. 220 er inne på dette i forbindelse med avskjæring av ugyldighetsinnsigelser: ”Nye selskapskreditorene kan nok ha lagt vekt på aksjekapitalens størrelse, men å la disse få påberope seg godtroerverv i forhold til en tegner etter et ugyldig tegningsgrunnlag er i strid med alminnelig tenkemåte i formueretten og ikke opplagt som rettspolitisk løsning.”

høyde for at egenkapitalsituasjonen i selskapet kan bli svekket som følge av selskapets uaktsomme forhold, uheldige forretningsmessige disposisjoner eller andre faktorer som det er umulig å gardere seg mot. Det er i det hele tatt vanskelig å angi gode grunner for hvorfor tegnerne som ufrivillige kreditorer skal ha en svakere dekningsrett enn lånetakere som usikret etablerer låneforhold til selskapet.⁶⁷ Konklusjonen er dermed at avskjæring av tegnerens krav på erstatning fra selskapet ikke avveier de to beskyttelsesverdige interessene på en rimelig måte.

Dette utgjør et tungtveiende argument for at det innføres et erstatningsrettslig vern for tegnerne overfor selskapet ved kapitalforhøyelser. For å kunne konkludere de lege ferenda må imidlertid også andre hensyn trekkes inn.

3.4.3 Konsekvenser for kapital- og verdipapirmarkedet

Det er nødvendig å vurdere de markedsmessige implikasjonene som rettstilstanden på dette feltet medfører. Det sentrale vurderingstemaet er i hvilken grad norske virksomheters muligheter til å innhente egenkapital reduseres ved at investorene ikke kan gjøre erstatningskrav gjeldende overfor selskapet. I tillegg må det spørres hvordan tilgangen til fremmedkapital påvirkes av rettstilstanden.

Det bemerkes at spørsmålene som reises i dette avsnittet er av økonomiteoretisk art. Følgelig er de i utgangspunktet mindre egnet for rettsvitenskapelig analyse. Like fullt er spørsmålene helt sentrale for drøftelsen de lege ferenda. Derfor vil jeg forsøke å trekke noen slutninger også på dette området.

3.4.3.1 Egenkapital

Det er klart at et aksjeselskapsrettslig regelverk som i for stor grad ivaretar kreditorinteressen på bekostning av andre beskyttelsesverdige interesser, kan virke hemmende på norsk næringsliv.

⁶⁶ Sandeberg s. 290. Se også Normann, op. cit., s. 269 samt Bergo s. 221.

⁶⁷ Perland s. 573.

Dette ble blant annet berørt i proposisjonen som ligger til grunn for mange av dagens kreditorbeskyttende regler.⁶⁸ I avsnitt 1.4 heter det:

” (...) Men spørsmålet er om gruppens forslag samlet sett går for langt i retning av å prioritere kreditorenes interesser på bekostning av andre hensyn.

Det argumentet som særlig har vært trukket fram, er at forslaget vil virke hemmende for utviklingen av norsk næringsliv, motvirke investeringer i norske aksjeselskaper og vanskeliggjøre rekrutteringen til verv i aksjeselskaper. (...) Et for omfattende kreditorvern med for mange plikter vil derfor ha en negativ effekt på interessen for å engasjere seg i norske aksjeselskaper. I dagens økonomiske situasjon vil det være klart uheldig om den nye aksjeloven skulle få slike virkninger.”

Spørsmålet om rettstilstanden på dette feltet har nevneverdig negativ effekt på interessen for å tegne seg for aksjer i norske aksje- og allmennaksjeselskaper kan først forsøkes besvart konkret ved å undersøke premissene for investorenes tegningsbeslutninger. Spørsmålet er om risikoen for å lide tap som følge av culpøs informasjonssvikt påvirker etterspørselen direkte. I et overordnet perspektiv må det vurderes om den rettslige reguleringen påvirker markedsaktørens tillit til det norske verdipapirmarkedet.

Når det gjelder det første spørsmålet, kan det fastslås at risikoen knyttet til en investering vil være sentralt for selskapets muligheter til å hente inn egenkapital. Manglende erstatningsrettslig vern for tegnerne overfor selskapet innebærer en viss økt risiko. Riktignok vil tegnerne i mange, kanskje de fleste, tegningssituasjoner anse risikoen for tap som følge av culpøs informasjonssvikt som minimal. Det kan likevel ikke utelukkes at tegnere i noen tilfeller, for eksempel der det skjer en kapitalforhøyelse i et ukjent selskap, tillegger risikoen betydning. I SOU 2005:18 hevdes det at ”Möjligheten att utkräva ansvar för innehållet i ett prospekt måste anses vara en viktig beståndsdel för en investerare vid dennes beslut att göra en investering.”⁶⁹ Som redegjort for i punkt 3.4.2, er selskapet det viktigste ansvarssubjektet. I konkrete tilfeller vil dermed manglende erstatningsrettslig vern kunne redusere selskapets muligheter til å innhente egenkapital.

⁶⁸ Ot prp nr. 36, 1993-94.

⁶⁹ SOU 2005:18 s. 122.

Dersom man ser norske virksomheter under ett, kan det hevdes at denne rettsstilstanden reduserer totalt innhentet egenkapital. Dette er i så fall en uheldig samfunnsøkonomisk virkning. Her skal det ikke spekuleres i hvor stor denne virkningen er.

Verdipapirmarkedets internasjonale karakter (jf. punkt 1.3) må likevel allerede her fremheves som et moment av betydning. Fordi aksjetegninger i mange sentrale land utenfor Norge nyter et erstatningsrettslig vern også overfor selskapet, vil den negative effekten av manglende vern i Norge forsterkes. Normann skriver:

”I takt med deregulering av finansmarkedene, fri flyt av kapital samt at den elektroniske utviklingen har medført stadig økt konkurranse mellom børsene om utstedere og investorer, blir hensynet til harmonisering av børs- og verdipapirrettslige regler stadig større. Regler som ivaretar markedsaktørenes interesser er blitt et nytt konkurranseparameter”⁷⁰

Det kan vanskelig fastslås noe sikkert om rettsstilstandens direkte effekt for etterspørselen etter aksjetegning i norske selskaper. Det kan anføres at den sterke etterspørselen etter norske aksjer fra utlendinger den senere tiden indikerer at effekten er minimal. Det er imidlertid vanskelig å si om etterspørselen kunne vært enda sterkere med en annen ansvarsregulering. Basert på det ovennevnte mener jeg at manglende vern, i hvert fall på sikt, har en viss effekt. Et synspunkt er at usikkerheten rundt effektens styrke i seg selv er et argument for en oppmykning av reglene.

Dernest må det på et mer overordnet plan vurderes om avskjæring av erstatningskrav fra tegnerne har innvirkning på norske og internasjonale markedsaktørers tillit til det norske verdipapirmarkedet. Et bærende synspunkt er at dersom tilliten til markedet svekkes, reduseres også markedets likviditet, herunder blant annet mulighetene til å innhente egenkapital i emisjoner.⁷¹

Det første momentet som må trekkes frem i denne forbindelse er rimeligheten av dagens rettsstilstand. Konklusjonen ovenfor under punkt 3.4.2 var at manglende erstatningsrettslig vern ikke på en rimelig måte avveier tegnerens interesser mot kreditorinteressen. Det kan hevdes at en slik løsning til skade for investorbeskyttelsen reduserer allmennhetens tillit til verdipapirmarkedet. På den annen side er det uklart

⁷⁰ Normann, op. cit., s. 267.

⁷¹ Se fotnote 3.

hvor utbredt oppfatningen om rimelighet er. Selv om synspunktet støttes i juridisk teori, finnes det få holdepunkter for å hevde at et visst antall markedsaktører forfekter det samme synet. Av denne grunn er det lite som tilsier at oppfatningen om manglende rimelighet svekker dagens aktørers tillit til det norske verdipapirmarkedet. På den annen side kan det spørres om manglende rimelighet vil kunne svekke aktørenes tillit på sikt. Det vises i denne sammenhengen til at noen med nær tilknytning til verdipapirmarkedet har stilt spørsmålsteget ved dagens regulering. Oslo Børs uttalte i høringsuttalelsen vedrørende ovennevnte forslag til endring i asal. blant annet at ”krav ifm aksjetegning som er begrunnet i selskapets feilinformasjon av betydning for tegningen, bør kunne rettes mot tilrettelegger eller selskapet.”⁷² BI skrev mer utførlig:

”Handelshøyskolen BI savner en bredere prinsipiell vurdering av hvorvidt regelen om avskjæring av erstatningskrav mot selskapet ved registrering av kapitalforhøyelsen bør opprettholdes. Departementets vurdering og henvisning til Høyesteretts dom i Rt. 1996 s. 1463 er preget av tradisjonelle aksjerettslige betraktninger om behovet for kreditorbeskyttelse. Vi vil peke på at dette hensynet til kreditorbeskyttelse bør avveies mot et annet tungtveiende hensyn i moderne lovgivning om kapitalmarkedene: Hensynet til investorbekyttelse og beskyttelse av verdipapirmarkedenes integritet.”⁷³

På denne bakgrunn er det nærliggende å hevde at det i dag er økt fokus på om gjeldende regelverk er hensiktsmessig. Dette kan føre til at synspunktet om manglende rimelighet vil feste seg blant en del markedsaktører. I så fall vil tilliten til verdipapirmarkedet kunne bli svekket på sikt.

Et sikrere moment, som må vurderes i sammenheng med det ovennevnte, er norsk retts manglende harmonisering med utenlandsk rett. Som redegjort for under punkt 3.3, åpner de viktigste vestlige kapitalmarkedene for at tegnerne kan gjøre erstatningskrav gjeldende overfor selskapet også etter registreringen. Heller ikke selskapenes bundne egenkapital er beskyttet mot slike erstatningskrav. Svensk rett vil sannsynligvis også snart uttrykkelig åpne krav fra tegnerne mot selskapet. Dermed fremstår investorbekyttelsen i Norge som svakere enn i andre land som det er naturlig å sammenligne seg med. Selv om dette muligens ikke i særlig grad har svekket tilliten til det norske verdipapirmarkedet frem til i dag, er det sannsynlig at tilliten vil bli negativt påvirket i fremtiden. Til støtte for denne slutningen kan det vises til den svenske

⁷² Høringsuttalelse fra Oslo Børs, se vedlegg.

Aktiebolagskommitténs konklusjon, som for øvrig fikk full tilslutning i den senere svenske utredningen om prospektansvar:

”Att den svenska lagstiftningen till skillnad från vad som är fallet i andra länder med väl utvecklade aktiemarknader inte ger uttrycklig möjlighet till skadestånd av bolaget i samband med emissioner och utförsäljningar av aktier och andra fondpapper kan enligt kommitténs mening påverka förtroendet för den svenska aktiemarknaden på ett negativt sätt.”⁷⁴

Denne virkningen forsterkes etter min mening ved at dagens rettstilstand ikke avveier de to beskyttelsesverdige interessene på en rimelig måte.

Det ovennevnte viser at manglende erstatningsrettslig vern for tegnerne er et risikoelement som direkte kan påvirke etterspørselen etter å delta i kapitalforhøyelser. Samtidig kan det hevdes at rettstilstanden på sikt vil svekke tilliten til den norske verdipapirmarkedet. Dermed fastslås det at avskjæring av tegneres erstatningskrav overfor selskapet kan resultere i at norske virksomheters muligheter til å inneente egenkapital svekkes. Dette er et tungveiende argument for at dagens regelverk endres.

3.4.3.2 Fremmedkapital

Et vekstkraftig og konkurransedyktig næringsliv er avhengig av at virksomheter sikres tilgang på både egen- og fremmedkapital.⁷⁵ Spørsmålet er her er hvordan tilgangen til fremmedkapital påvirkes av at det innføres et erstatningsansvar for selskapet overfor tegnerne ved kapitalforhøyelser.

En oppmykning av rettstilstanden vil medføre en viss økt risiko for kredittgiverne. Det kan hevdes at dette vil påvirke fordelingen av kreditt som ytes. Mindre og ukjente virksomheter kan få større vanskeligheter med å skaffe til veie nødvendig fremmedkapital, mens etablerte aktører kommer styrket ut. Dette vil være en uheldig virkning.

⁷³ Høringsuttalelse fra BI, se vedlegg.

⁷⁴ SOU 2001:1 s. 265, Utredningen om prospektansvar SOU 2005:18 s. 64.

⁷⁵ Se fotnote 2.

Det er høyst usikkert om en regelendring vil føre til en slik dreining i fordelingen av fremmedkapital. Tre momenter kan trekke i retning av at virkningen ikke slår til. For det første kan kredittgivere ikke basere seg på at selskaper ikke foretar seg noe som forringer egenkapitalen. Kredittgivere må altså uansett vurdere risikoen for at dekningsreservene minker som følge av uheldige forhold. For det andre må det påpekes at egenkapitalsituasjonen er én blant mange faktorer som potensielle kredittgivere tar i betraktning. For det tredje vises det til at land med velutviklede kapitalmarkeder har et erstatningsvern for tegnerne.

En mulig motsatt virkning av en endring av regelverket kan være at virksomheters tilgang på fremmedkapital forbedres. Endrede regler vil, som redegjort for under punkt 3.4.3.1, muligens på sikt styrke etterspørselen etter å tegne seg i emisjoner. Styrket egenkapital forbedrer selskapets tilgang på fremmedkapital. Det kan hevdes at denne virkningen er vel så nærliggende som den første.

På denne bakgrunn kan det vanskelig trekkes noen konklusjoner om virkningen for virksomheters tilgang på fremmedkapital.

3.4.4 Utenlandsk rett som kulturell påvirkningsfaktor

Under punkt 3.4.3 ble betydningen av utenlandsk rett diskutert i et økonomisk perspektiv. Det kan også være grunn til å spørre om utenlandsk rett bør tillegges betydning som kulturell påvirkningsfaktor. Med dette menes at man uavhengig av økonomiske argumenter vurderer i hvilken grad norsk rettslig regulering på dette området bør påvirkes av den rettstenkning som ligger til grunn for rettstilstanden i andre sammenlignbare land.

Det må i denne sammenhengen erkjennes at Norge er et lite land med tilsvarende mindre rettsvitenskapelige ressurser enn andre land, for eksempel Tyskland. Dette innebærer at norsk rettsliv på mange områder aktivt bør søke impulser utenfra.

Når det gjelder anglo-amerikansk rett, må det påpekes at norsk rettstradisjon i betydelig grad avviker fra denne. Dette gjelder ikke minst innen erstatningsretten. Dermed kan det

hevdes at interesseavveiningene som er foretatt på dette området i engelsk og amerikansk rett i mindre grad bør påvirke det norske tenkesettet.

På den annen side ser man at hensynet til investorbeskyttelsen, som ligger til grunn for de amerikanske og engelske regler, har fått, eller snart kan få, gjennomslag i velutviklede rettssystemer som ligner på det norske. Norsk formuerett har i stor grad hentet inspirasjon fra den tyske. Samtidig har svensk og norsk formuerett betydelige likhetstrekk.

Utviklingen i land med rettskulturer som ligner den norske er følgelig entydig. Investorbeskyttelsen vektlegges sterkere på bekostning av kreditorinteressen, og innebærer blant annet at det åpnes for erstatningskrav fra tegnerne mot utstedende selskap.

Det er betenkelig om denne utviklingen ikke skal vektlegges i norsk selskaps- og verdipapirrettslig tenkning. Foruten nevnte økonomiske argumenter, støttes dette av at utviklingen bygger på grundige rettspolitiske overveielser. I for eksempel Sverige ligger som nevnt to utvalgs-/komiteutredninger til grunn for lovforslaget. Dette står i skarp kontrast til situasjonen i Norge, der interesseavveiningen verken er prinsipielt behandlet på lovgivernivå eller i nyere rettspraksis. Dermed kan det hevdes at gjeldende rett i landene som nevnt under punkt 3 (for Sveriges del, sannsynligvis kommende gjeldende rett), i langt større grad enn den norske rettstilstanden, bygger på grundige avveininger mellom berørte interesser.

Synspunktet støttes også av at løsningen i utenlandsk rett i seg selv påvirker hva som skal anses som en rimelig avveining mellom investor- og kreditorinteressene. Rimelighetsstandarden er i stor grad skjønnsmessig, men utenlandsk rett kan, i likhet med generelle utgangspunkter i norsk formuerett, gi grunnlag for fastere slutninger.

På denne bakgrunn blir konklusjonen at utenlandsk rett bør vektlegges i drøftelsen også i et kulturelt perspektiv.

3.4.5 Prevensjonshensynet

En sentral funksjon med et erstatningsrettslig vern er at det skal virke styrende på aktørers atferd. I denne sammenhengen må det spørres om en åpning for erstatningskrav fra tegnerne mot selskapet vil virke preventivt i den forstand at selskaper i større grad oppfyller opplysningsplikten ved kapitalforhøyelser.

Heller ikke på dette spørsmålet er det mulig å gi et tilnærmet sikkert svar. Likevel kan det pekes på ett moment av betydning. Et sentralt poeng er at selskapets styremedlemmer (og muligens daglig leder) kan bli personlig erstatningsansvarlig for informasjonssvikt ved kapitalforhøyelser. I tillegg kan straffeansvar komme på tale. En rimelig antakelse er at disse ansvarsmulighetene virker preventivt. Som følge av at opplysningsplikten oppfylles av selskapets styre og ledelse, trekker deres personlige erstatnings- og straffeansvar dermed i retning av at selskapets ansvar har mindre preventiv betydning.

På denne bakgrunn kan prevensjonshensynet vanskelig tillegges særlig vekt i vurderingen de lege ferenda.

3.4.6 Rettstekniske og prosessøkonomiske hensyn

Drøftelsen ovenfor har entydig pekt i retning av at det bør innføres et erstatningsrettslig vern for tegnerne også etter registreringen av kapitalforhøyelsen. Avskjæring av erstatningskrav ved registreringen anses ikke å være rimelig overfor tegnerne. Samtidig kan denne rettsstilstanden føre til negative konsekvenser for det norske verdipapir- og kapitalmarkedet. Selv om disse to momentene må tillegges betydelig vekt, kan det ikke konkluderes uten at retstekniske og prosessøkonomiske hensyn trekkes inn i vurderingen. Med retstekniske hensyn menes her hensynet til at en rettsregel bør kunne utformes, herunder avgrenses, på en måte som gjør den praktiske anvendelsen forutsigbar og ikke for komplisert.⁷⁶ Prosessøkonomiske hensyn er hensynet til merbelastningen for rettsvesenet.

⁷⁶ Se Rt 2004 s. 1668 avsnitt 38.

3.4.6.1 Rettstekniske hensyn

Det er liten tvil om at en innføring av et erstatningsrettslig vern for tegnerne møter ikke ubetydelig utfordringer med hensyn til å utforme en retts teknisk god regel. Først kan det spørres hvordan kravet til årsakssammenheng mellom informasjonssvikten og tegnerens økonomiske tap skal praktiseres.

Etter det tradisjonelle årsakskravet har tegneren bevisbyrden for at det foreligger kausalitet mellom tegningsbeslutningen og informasjonssvikten. Tegneren må med andre ord godtgjøre at tegningsbeslutningen ble fattet i tillit til at informasjonen var korrekt og fullstendig.⁷⁷ Et alternativ til denne løsningen er at bevisbyrden snus. Nok et alternativ er at visse typer informasjon presumeres å ha vært bestemmende for tegningsbeslutningen uten at selskapet gis mulighet til å motbevise dette. Det er her ikke anledning til å vurdere disse alternativene.⁷⁸ Poenget i denne sammenhengen er at alle tre løsninger åpner for vanskelige bevis- og/eller subsumsjonsvurderinger. De samme problemene gjør seg imidlertid gjeldende også etter gjeldende rett, for eksempel der styreansvaret gjøres gjeldende ved emisjoner.

Et annet retts teknisk problem er hvordan tapsutmålingen skal foretas. Dersom tegneren har lidt et tap som følge av kursreduksjon på aksjen, er det vanskelig å tallfeste betydningen av informasjonssvikten. På et notert marked er ikke nødvendigvis kursfallet den dagen informasjonssvikten ble offentliggjort representativt for informasjonssviktens reelle betydning. Også ellers er det vanskelig å tallfeste andre forhold som kan ha påvirket aksjekursen. Endelig er det mange noterte og særlig unoterte aksjer som mangler et likvid marked. I slike tilfeller er det spesielt vanskelig å beregne det relevante tapet. På denne bakgrunn kan det hevdes at domstolene vil ha problemer med å foreta en presis tapsutmåling. Det må imidlertid også på dette punktet påpekes at tilsvarende problem allerede foreligger innenfor erstatningsretten.

Det er klart at kravet til årsakssammenheng på dette området reiser særlige betenkeligheter blant annet av retts teknisk art. Ettersom tilsvarende betenkeligheter

⁷⁷ Normann, op. cit., s. 280-281.

⁷⁸ Ibid. s. 280-291 med videre henvisninger for en nærmere gjennomgang.

allerede eksisterer etter gjeldende rett, for eksempel ved tegneres erstatningskrav mot styremedlemmer, kan dette likevel ikke tillegges betydelig vekt i drøftelsen.

I tillegg må det spørres om en erstatningsregel kan avgrenses på en hensiktsmessig måte. For det første er det vanskelig å bestemme hvilken personkrets som skal nyte vern. Problemet er at erververe på sekundærmarkedet kan være like beskyttelsesverdige som tegnerne, for eksempel der investorer kjøper aksjer av underwriter.⁷⁹ Det er imidlertid ikke uproblematisk å omfatte også denne gruppen. En innvending er at eksponeringen for selskapskreditorene blir for stor.⁸⁰ I tillegg er det problematisk å avgrense hva slags type informasjon fra selskapet som eventuelt skal kunne danne grunnlag for krav fra sekundærerververne. Når det gjelder det siste, kan det for eksempel spørres hvorfor feil i selskapsopplysninger i prospekt eller annet tegningsgrunnlag skal medføre forskjelligartede rettsvirkninger enn feil i opplysninger som selskapet ellers formidler til markedet.⁸¹

Problemet med avgrensningen av personkretsen er en klar utfordring for lovgiver. Når avgrensningen er foretatt, knytter det seg derimot ikke særlige problemer med hensyn til regelens praktiske anvendelse. Dermed er det ikke retts tekniske hensyn som gjør seg gjeldende. Personkretsspørsmålet reiser vanskeligheter med hensyn til å utforme en rimelig og balansert regel.

For det andre må det generelt spørres i hvilke typer emisjoner tegnerne eventuelt skal nyte erstatningsrettslig vern overfor selskapet. Dersom erstatningsansvaret kun kommer på tale ved feil i prospekt, er det kun prospektpliktige emisjoner som omfattes, jf. vphl. § 5-1. Tegnerne vil imidlertid også ved andre typer kapitalforhøyelser være beskyttelsesverdige for feil i tegningsgrunnlaget. Hensynet til tilliten til verdipapirmarkedet kan også gjøre seg gjeldende utenom prospektpliktilfellene, for eksempel ved rettede emisjoner i børsnoterte selskaper. Dette reiser igjen spørsmål om hvordan et erstatningsvern nærmere bør utformes. Dersom lovgiver foretar avgrensningen, gjør det seg ikke gjeldende særlige retts tekniske problemer på anvendelsesstadiet.

⁷⁹ Se blant annet Sandeberg s. 295

⁸⁰ Normann, op. cit., s. 271 flg.

For det tredje må det nevnes at det ofte ikke er tilstrekkelig grunn til å skille erverv av nyutstedte aksjer fra erverv av tidligere utstedte aksjer. Dette skyldes at en emisjon kan være kombinert med et spredningssalg. For investorene kan det i slike situasjoner være tilfeldig om de erverver nyutstedte eller eldre aksjer. Det er følgelig ikke rimelig å forskjellsbehandle tilfellene. Dette kan løses ved at selskapets erstatningsansvar også omfatter aksjeerverv i spredningssalget. Kreditorinteressen vil i så fall bli ytterligere svekket.

Det ovennevnte viser at retts tekniske hensyn, dersom avgrensingsproblematikk løses i lovgivningen, ikke taler tungt mot at det åpnes for erstatningskrav mot selskapet. Derimot er det et argument for å avskjære erstatningskrav som kan angripe selskapets bundne egenkapital at det er vanskelig å utforme en rettsregel som balanserer investor- og kreditorinteressen tilfredsstillende.

3.4.6.2 Prosessøkonomiske hensyn

En innføring av et erstatningsrettslig vern på dette området vil føre til rettsprosesser mot selskapet. Det må følgelig spørres hvilken merbelastning dette utgjør for rettsvesenet.

Et moment som her må trekkes frem er at selskapets styre etter gjeldende rett kan holdes erstatningsansvarlig av tegnerne. Dermed kan det hevdes at antallet tvister for domstolene ikke vil øke betraktelig bare fordi også selskapet er ansvarssubjekt. I den svenske prospektutredningen uttales at:

*”Det finns [dock enligt utredningen] ingenting som tyder på att antalet processer har hållits tillbaka enbart till följd av att endast organförträdarna har haft ett lagreglerat ansvar.”*⁸²

Etter mitt skjønn tar ikke utredningen på dette punktet høyde for at motivasjonen for å gå til søksmål kan svekkes som følge av at dekningsutsiktene hos ansvarssubjektet er dårlige. Utredningens slutning er dermed for kategorisk. Det kan ikke utelukkes at antallet tvister for domstolene øker.

⁸¹ Ibid. s. 271

⁸² SOU 2005:18, s. 118

Som følge av antakelsen om at erstatningsansvar kun rent unntaksvis vil kunne tilstås, er økningen av antall tvister først et problem dersom tegnere i større grad enn tidligere ugrunnet tar ut søksmål som følge av tap ved kursfall. Den svenske Aktiebolagskommittén bemerket at:

*” Det kan visserlig hävdas att den nuvarande ordningen motverkar skadeståndprocesser som grundas på ett allmänt missnöje med att värdet på bolagets aktier inte ökat som förväntat (...)”.*⁸³

Slik jeg ser det, vil de alminnelige saksomkostningsreglene redusere denne virkningen. Dertil vil de nye reglene om forenklet domstolsbehandling for klart ugrunnede søksmål virke prosessbesparende.⁸⁴ Dermed er det ingen stor risiko for at ugrunnede søksmål på dette området fører til nevneverdig merbelastning for rettsvesenet.

Konklusjonen er at prosessøkonomiske hensyn ikke utgjør en vesentlig innvending mot at erstatningsansvar innføres.

3.4.7 JDs lovendringsforslag

Som nevnt i punkt 2.2, har Justisdepartementet foreslått en endring i asal. som innebærer at allmennaksjeselskaper skal kunne utstede skadesløserklæringer overfor tilrettelegger i forbindelse med kapitalforhøyelser. Det kan spørres om en eventuell vedtakelse av denne bestemmelsen påvirker spørsmålet om det bør innføres et erstatningsrettslig vern for tegnerne overfor selskapet.

For det første kan det hevdes at endringen åpner for tungvinte prosesser. Tegneren må først gjøre et krav gjeldende mot tilrettelegger, og tilrettelegger vil deretter, dersom erstatningsansvar statueres, kreve sitt tap dekket av selskapet under skadesløserklæringen. Det ville ha vært betydelig enklere dersom tegneren kunne gjort sitt krav gjeldende direkte overfor selskapet.

⁸³ SOU 2001:1 s. 262.

⁸⁴ Ot prp nr 51 (2004-2005) og forslaget til § 9-8 i ny lov.

Det kan imidlertid argumenteres for at denne prosessøkonomiske ulempen motvirkes ved at det vil oppstå færre berettigede krav fra tegnerne mot tilrettelegger sammenlignet med eventuelle krav fra tegnerne mot selskapet. Bakgrunnen for denne forskjellen er at krav under skadesløserklæringen kun er aktuelt der tilrettelegger har utvist culpa med hensyn til informasjonssvikten. Det antas å være vanskeligere å påvise slik culpa hos tilrettelegger enn hos representanter for selskapet. Etter min mening er dermed ikke prosessøkonomi et argument for at endringen i asal. påvirker spørsmålet som her drøftes.

For det andre kan det hevdes at en endring i asal. er en lite prinsipiell løsning. Dersom den foreslåtte prioritetsregelen⁸⁵ sløyfes, innebærer bestemmelsen at selskapskreditorene ikke lenger kan betrakte innskutt egenkapital som beskyttet mot erstatningskrav som følge av informasjonssvikt ved tegningen. Kreditorene må følgelig innkalkulere risikoen for at tegningsgrunnlaget er uriktig eller ufullstendig og for at tilrettelegger samtidig har utvist culpa. Dersom lovgiver åpner for at kreditorene må vurdere risikoen for erstatningskrav som følge av informasjonssvikt, mener jeg det er desto mindre grunn til å avskjære tegnerens erstatningskrav overfor selskapet. På bakgrunn av usikkerheten rundt utformingen av den nye lovbestemmelsen, kan dette momentet foreløpig vanskelig tillegges vekt.

Ut ifra det ovennevnte, er det foreløpig vanskelig å si noe om endringen i asal. vil påvirke spørsmålet om det bør innføres et erstatningsansvar for selskapet som ikke står tilbake for nye kreditorer.

3.4.8 Konklusjon

Spørsmålet som har blitt drøftet er om det bør åpnes for at aksjetegnere skal kunne gjøre erstatningskrav gjeldende overfor selskapet som følge av informasjonssvikt ved kapitalforhøyelser. Utgangspunktet for drøftelsen var to regulatoriske hovedmålsetninger; for det første, at norske virksomheters muligheter til å innhente

⁸⁵ Som nevnt under 3.4.2.1 ble det av departementet foreslått at krav under skadesløserklæringen skulle stå tilbake for nye kreditorers krav. Dette reiser mange problemer som ikke er løst i høringsnotatet. Det er

risikokapital ikke reduseres i nevneverdig grad og, for det andre, at hensynet til selskapskreditorene og aksjetegnerne avveies på en rimelig måte.

Det ble konstatert at dagens rettstilstand ikke kan forsvares ut ifra hensynet til relevante kreditorinteresser. Grunnen er at ingen beskyttelsesverdige kreditorinteresser blir skadelidende av at det åpnes for erstatningskrav som ikke angriper selskapets bundne egenkapital.

Deretter ble det drøftet om det bør innføres adgang til å kreve erstatning uten denne egenkapitalbegrensningen. Det ble fastslått at en avskjæring av erstatning som også kan angripe selskapets bundne egenkapital ikke innebærer en rimelig avveining av de to gruppenes interesser. I tillegg ble det konstatert, blant annet på bakgrunn av motstridende reguleringer i utlandet, at gjeldende rett kan resultere i at norske virksomheters tilgang på risikokapital (egenkapital) på sikt svekkes. I utgangspunktet er det dermed ikke rettspolitisk grunnlag for å avskjære erstatningskrav fra tegnerne som også angriper den bundne egenkapitalen.

I tillegg ble retts tekniske og prosessøkonomiske hensyn vurdert. Slike hensyn bør i dette tilfellet ikke veie tungt til fordel for å avskjære tegnerens erstatningskrav. Derimot er utenlandsk rett en kulturell påvirkningsfaktor som trekker i retning av at rettstilstanden endres.

Det er påvist at det vil være vanskelig å avgrense en erstatningsregel på en måte som balanserer investorbekyttelsen og kreditorinteressen fullt ut tilfredsstillende. Dette er imidlertid ikke vurdert i detalj. Avgrensingsproblematikken kan være et viktig argument mot en endring av rettstilstanden, men kan neppe tillegges avgjørende betydning. Det vises her til at utenlandske reguleringer gir bidrag til hvordan rettsregelen kan avgrenses.

Konklusjonen blir etter dette at dagens rettstilstand bør endres slik at aksjetegnerne får et erstatningsrettslig vern ved kapitalforhøyelser også overfor selskapet.

etter mitt skjønn best å sløyfe denne prioritetsregelen. Bestemmelsen blir enklere å praktisere samtidig som kreditorene kan bli varslet ved at erklæringen inntas i generalforsamlingsbeslutningen.

3.5 Skadesløserklæringer overfor tilrettelegger

3.5.1 Innledning

Justisdepartementet har som tidligere nevnt foreslått å innføre en adgang for allmennaksjeselskaper til å utstede skadesløserklæringer overfor tilretteleggere ved kapitalforhøyelser.⁸⁶ Det kan spørres om det bør foreligge en slik adgang. Spørsmålet tas opp under punkt 3.5.2.

Formålet med drøftelsen er å diskutere de særlige hensyn som gjør seg gjeldende for selskapets adgang til å utstede de aktuelle skadesløserklæringer. Det er ikke opplagt at konklusjonen under punkt 3.4.8 uten videre betyr at det bør foreligge en adgang til å utstede skadesløserklæringer. Dette innebærer at det kan være aktuelt å beholde rettstilstanden for skadesløserklæringer selv om det innføres et erstatningsrettslig vern for tegnerne overfor selskapet.

Dersom spørsmålet om det bør foreligge en adgang til å utstede skadesløserklæringer overfor tilrettelegger besvares positivt, bør det ideelt sett undersøkes om departementets foreslåtte begrensninger er hensiktsmessige. Det vises i denne sammenhengen til at adgangen ikke skal gjelde for aksjeselskaper, at ansvaret begrenses oppad til netto tilførte midler og at krav under erklæringene skal stå tilbake for nye kreditorers krav. Dessverre er det av plassmessige grunner ikke anledning til å vurdere disse begrensningene.⁸⁷

⁸⁶ Høringsnotat, "Etterkontroll av asl./asal." Forslag til nytt tredje og fjerde punktum i asal. § 10-7 (3) : *"Bestemmelsene i denne loven er likevel ikke til hinder for at selskapet på grunn av villedende eller ufullstendige opplysninger kan bli ansvarlig etter en skadesløserklæring som utstedes i forbindelse med kapitalforhøyelsen til noen som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger kapitalforhøyelsen. Ansvaret etter tredje punktum er begrenset til det samlede beløpet av aksjeinnskudd regnet netto etter fradrag for utgifter til kapitalforhøyelsen, og det står tilbake for krav som er oppstått etter registreringen av kapitalforhøyelsen".*

⁸⁷ Den beløpsmessige grensen og prioritetsregelen kommenteres nærmere i BIs høringsuttalelse, se vedlegg.

3.5.2 Drøftelse

Bakgrunnen for departementets forslag er at det internasjonalt er etablert praksis for at det avgis slike skadesløserklæringer ved kapitalforhøyelser. Norges restriktive regulering antas dermed å vanskeliggjøre emisjoner i det internasjonale kapitalmarkedet.⁸⁸

Dette kom klart på spissen ved børsnoteringen av Statoil. Tilretteleggerens juridiske rådgivere konkluderte med at denne type skadesløserklæringer ikke var gyldige etter norske rett. Konsekvensen var at tilretteleggerne ikke ønsket å gjennomføre oppdraget.⁸⁹ Som kjent vedtok Stortinget av denne grunn en særlov som åpnet for at slike erklæringer i dette konkrete tilfellet gyldig kunne utstedes. I andre situasjoner har det visstnok skjedd at utenlandske verdipapirforetak har trukket seg fra emisjoner som følge av usikkerheten rundt garantiene/skadesløserklæringerne.⁹⁰

Tilretteleggerens motvillighet til å engasjere seg uten gyldige skadesløserklæringer skyldes at den forretningsmessige risikoen ved oppdraget da blir større. Resultatet av den økte risikoen kan være at både prissettingen av aksjene og vederlaget til tilrettelegger påvirkes til selskapets ugunst.⁹¹

De negative virkningene for norske virksomheters kapitalforhøyelser må anses som et meget tungtveiende argument til støtte for at det åpnes for skadesløserklæringer overfor tilretteleggere i forbindelse med emisjoner.

I høringsrunden har det vært bred enighet om at det bør innføres en adgang til å utstede slike skadesløserklæringer.⁹²

Likevel kan det pekes på motargumenter. Det mest innlysende er hensynet til kreditorinteressene. Så lenge krav under skadesløserklæringen må stå tilbake for nye kreditors krav og begrenses oppad til netto tilførte midler, mener jeg dette hensynet

⁸⁸ Høringsnotatet, punkt 5.2.

⁸⁹ Tilretteleggerens advokat.

⁹⁰ SOU 2001:1 s. 265-266.

⁹¹ Ibid. s. 266 og blant annet Normann, op.cit., s. 267.

ikke kan tillegges betydning, jf. det som er sagt under punkt 3.4.2.1 om eldre kreditorers beskyttelsesverdighet. Dersom den særskilte prioritetsregelen tas ut av forslaget, kan det hevdes at de relevante kreditorinteressene blir ivaretatt ved at skadesløserklæringen tas inn i den registrerte generalforsamlingsbeslutningen. Uansett må det kunne hevdes at de markedsmessige fordelene ved å åpne for skadesløserklæringer overstiger de negative virkningene for de relevante kreditorinteressene.

Dersom det åpnes for at tegnerne kan gjøre gjeldende erstatningskrav mot selskapet, er hensynet til kreditorinteressene ikke et relevant motargument.

For øvrig kan det spørres om prevensjonshensynet taler i mot en endring. Et synspunkt er at en uforbeholden åpning for skadesløserklæringer overfor tilrettelegger kan resultere i at tilretteleggere gjør mindre for å sikre et korrekt og fullstendig tegningsgrunnlag. En slik virkning må anses å være uønsket og i strid med vphl.'s intensjoner.

I USA har dette synspunktet fått en viss oppmerksomhet. Af Sandeberg refererer blant annet en rettsavgjørelse som har et restriktivt syn på gyldigheten av skadesløserklæringer. I *Eichenholtz v Brennan* fastslås det at de alminnelige rettsprinsipper som ligger bak Securities Acts hindrer tilretteleggers muligheter til å få erstatning fra utstedene selskap når ansvaret er idømt på grunnlag av Section 11 og 12 (a)2.⁹³ Det ble uttalt at tilretteleggerens muligheter til å sikre seg gjennom skadesløserklæringer ville "eliminate the underwriter's incentive to fulfill its investigative obligation," og "the statute would fail to serve the prophylactic purpose that ... underwriters make some reasonable attempt to verify the data submitted to them." I tillegg sies det at "denying claims for indemnification would encourage underwriters to exhibit the degree of reasonable care required by the 1933 and 1934 Acts."⁹⁴

Etter mitt skjønn er det en viss risiko for at en oppmykning av gjeldende rett på dette området kan influere tilretteleggers innsats negativt.

⁹² Jf. høringsuttalelser fra Oslo Børs, Handelshøyskolen BI, Finansdepartementet, Advokatforeningen, Finansnæringens hovedorganisasjon og NHO. Saknr. 200405676, dok. nr., 37, 19, 41, 13, 28 og 40. De to første er vedlagt.

⁹³ Sandeberg s. 298

⁹⁴ United States Court of Appeals for the third circuit No. 94-5253.

Tilretteleggerne vil imidlertid som oftest være forsikringsdekket mot erstatningskrav fra tegnerne. Dette reduserer prevensjonshensynets betydning.

Dessuten kan ikke betydningen av redusert risiko for tilretteleggeres innsats trekkes for langt. Selv om tilretteleggeres risiko for tap reduseres, har de en egeninteresse i å gjøre en faglig forsvarlig innsats.

Uansett må prevensjonshensynet veies opp mot hensynet til at norske virksomheter sikres god tilgang på egenkapital i det internasjonale kapitalmarkedet. Etter mitt skjønn bør det sist nevnte hensynet veie tyngst i denne vurderingen.

Det må etter dette konkluderes med at norsk rett, uavhengig av om tegnerne nyter erstatningsrettslig vern overfor selskapet, bør åpne for at selskaper kan utstede skadesløserklæringer overfor tilretteleggere ved kapitalforhøyelser.

3.6 Skadesløserklæringer overfor styremedlemmer

Spørsmålet er nå om det bør innføres en adgang for selskaper til å utstede skadesløserklæringer overfor styremedlemmer som dekker styremedlemmenes personlige erstatningsansvar ved kapitalforhøyelser. Her vil de særlige hensyn som gjør seg gjeldende bli drøftet. Selv om det åpnes for at tegnerne kan holde selskapet erstatningsansvarlig, kan det, på samme måte som under punkt 3.7, tenkes at selskapet ikke bør kunne utstede skadesløserklæringer overfor styremedlemmene.

Det viktigste argumentet mot en slik adgang er hensynet til den relevante kreditorinteressen. Denne interessen kan anses tilsvarende skadelidende ved styremedlemmenes krav under skadesløserklæringen som ved tegneres krav mot selskapet. De to kravene vil oftest være likelydende. Samtidig vil grunnlaget for tegneres krav mot selskapet, i motsetning til krav mot tilrettelegger, oftest være det samme som tegneres krav mot styremedlemmene.

Det kan påpekes at hensynet til den relevante kreditorinteressen langt på vei kan ivaretas ved at skadesløserklæringen kreves inntatt i generalforsamlingsbeslutningen.

Likevel kan det være lovgivers intensjon at kreditorene ikke skal måtte vurdere risikoen for tap som følge av informasjonssvikt ved emisjoner. Dersom dette er tilfellet, er kreditorhensynet et relevant argument mot at de her aktuelle skadesløserklæringer tillates. Argumentet kan imidlertid kun opprettholdes dersom det ikke åpnes for at tegnerne kan gjøre erstatningskrav gjeldende mot selskapet etter registreringstidspunktet.

Videre kan det spørres om prevensjonshensynet er et argument for å opprettholde rettstilstanden på området. Et synspunkt kan være at skadesløserklæringer medfører at styremedlemmers motivasjon til å gjøre en fullgod innsats reduseres. Etter mitt skjønn må dette argumentet avvises blant annet under henvisning til at det allerede i dag foreligger muligheter for styremedlemmer til å forsikre seg mot erstatningsansvar.

Dersom skadesløserklæringer ikke kan utstedes overfor styremedlemmene, kan det hevdes at dette påvirker selskapers tilgang til kompetente styrer. En slik rettstilstand medfører nemlig økt risiko for styremedlemmene. Dermed kan det også hevdes at kompetente personers villighet til å påta seg styreverv reduseres.⁹⁵

Normann peker på et annet moment:

”Et omfattende styreansvar kan dessuten hemme selskapets evne til å handle raskt når det oppstår en mulighet for transaksjoner som krever prospekt. I en slik situasjon kan selskapet ha behov for å kunne inngå avtale med styremedlemmene, med bestemmelser om ansvarsfrihet for styret som følge av feil i prospekt utstedt av selskapet.”⁹⁶

Dette trekker også i retning av at rettstilstanden bør endres.

Endelig må rimelighetshensyn vurderes. Spørsmålet er om det fremstår som rimelig at styremedlemmene ikke skal kunne velte tegnerens tap over på selskapet. På den ene siden kan det hevdes at styremedlemmene er mindre beskyttelsesverdige som følge av deres klanderverdige opptreden. På den annen side kan det anføres at det er rimelig at selskapet dekker tapet når det har fått den økonomiske fordel av den skadevoldende

⁹⁵ Normann, op. cit., s. 267.

⁹⁶ Normann, op. cit., s. 267-268 med henvisninger til Birkeland.

handlingen.⁹⁷ Etter mitt skjønn er den rimeligste løsningen at selskapet bør kunne utstede erklæringer som kan resultere i at selskapets ugrunnede berikelse fralegges.

I avveiningen som må foretas mener jeg på bakgrunn av det som er her er sagt at kreditorhensynet ikke veier særlig tungt. Derimot bør hensynet til selskapers tilgang til kompetente styrer, hensynet til selskapers behov for å handle raskt samt konkret rimelighet tillegges avgjørende betydning. Konklusjonen er dermed at selskapet, uavhengig av om det innføres erstatningsrettslig vern for tegnerne, bør kunne utstede gyldige skadesløserklæringer overfor styremedlemmer i forbindelse med emisjoner.

3.7 Oppsummering

De ovennevnte drøftelsene viser at det ikke er rettspolitisk grunnlag for å opprettholde dagens rettstilstand. Etter mitt skjønn bør det innføres et erstatningsrettslig vern for tegnerne overfor selskapet, og selskapet bør gyldig kunne utstede skadesløserklæringer overfor tilretteleggere og styremedlemmer ved emisjoner.

Bergo konkluderer treffende vedrørende hovedspørsmålet om erstatningsrettslig vern for tegnerne:

”Labogasdommen representerer en foreløpig sluttstrek i et etter mitt syn temmelig ureflektert knefall for en for sterkt tradisjonsbundet aksjerettslig teori, som ikke har tatt inn over seg de endringer som har skjedd i aksjemarkedet siden mellomkrigstiden. Vi har sett stadig sterkere fokus på investorbeskyttelse og krav til informasjon i emisjonsprospekter og lignende, men få har altså tenkt tanken at det kan være behov for å la rettsbeskyttelsen vare såpass lenge (registreringen avskjærer tegnerens erstatningskrav, min tilføyelse) at tegnerne i realiteten har beskyttelse dersom de forledes til å tegne aksjer.”⁹⁸

Det er oppsiktsvekkende at norske myndigheter, i motsetning til svenske, ikke har sett behovet for å ta ansvarsreguleringen ved emisjoner opp til vurdering. Forhåpentligvis kan de vedlagte høringsuttalelsene fra BI og Oslo Børs bidra til at temaet i nær fremtid underkastes en prinsipiell vurdering av lovforberedende organer.

⁹⁷ Perland, s. 574.

4 Litteraturliste og kildehenvisninger

Lover

Lov om garantistillelser fra Statoil ASA av 18. mai 2001, nr. 22.
Verdipapirhandelloven av 19. juni 1997, nr. 79.

Aksjeloven av 13. juni 1997, nr. 44.

Allmennaksjeloven av 13. juni 1997, nr. 45.

Lov om fordringshavernes dekningsrett av 8. juni 1984 , nr. 59.

Avtaleloven av 31. mai 1918, nr 4.

Svensk lov

Lagen om handel med finansiella instrument (1991:980).

Lovforarbeider

Ot. prp. nr 51, 2004-2005.

Ot. prp. nr 47, 2000-2001.

Ot. prp. nr 23, 1996-1997.

Ot. prp. nr 36, 1993-1994.

NOU 2001:1.

NOU 1996:2.

NOU 1993:3 .

NOU 1992:29.

Høringsnotat ”Etterkontroll av lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper” av 28.06.2004.

Svenske lovforarbeider

SOU 2005:18.

SOU 2001:1.

Rettspraksis

Rt. 2004 s. 1668.

Rt. 2003 s. 400.

Rt. 2002 s. 286.

Rt. 1996 s. 1463 (Labogasdommen).

Rt. 1937 s. 501.

Rt. 1932 s. 145.

⁹⁸ Bergo s. 221

Amerikansk rettspraksis

United States of Court of Appeals for the third circuit No. 94-5253.

Litteratur

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

Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul. *Børsretten*. 2. utgave. København, 2003.

Augdahl, Per. *Aksjeselskapet efter norsk rett*. 1. utgave. Oslo, 1926.

Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2004.

Birkeland, Tor G. *Begrensning av styrets ansvar for tap som kan henføres til prospekter*. I: Tidsskrift for Forretningsjus 2001, s. 396-410.

Eckhoff, Torstein. *Rettskildelære*. 5. utgave ved Jan Helgesen. Oslo, 2001.

Endresen, Clemet. "Selskapets interesse" som retningsgivende for den nærmere forståelse av plikten til "likebehandling av aksjonærene". Særlig om objektselskapets medvirkning til spredningssalg. I: Tidsskrift for Forretningsjus 1996 nr. 3, s. 45-68.

Göranson, Ulf. *Kolliderande standardavtal*. Uppsala, 1988.

Gomard, Bernard. *Aktieselskaber og anpartsselskaber*. 4. utgave. København, 2000.

Knudsen, Gudmund. *Selskapets ansvar for uriktige eller villedende opplysninger ved aksjetegning og kjøp av aksjer*. I: Tidsskrift for Forretningsjus 1997 nr. 4, s. 1-14.

Langseth, Erik. *Syndikering av eiendom. Prospektplikten, ansvarsfraskrivelser, skadesløserklæringer og konsesjonskravene*. I: Tidsskrift for Eiendomsrett 2005 nr. 1.

Normann, Kristin. *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*. Oslo, 1994.

Normann, Kristin. *Prospektansvaret – behov for nytenkning?* I: Tidsskrift for Rettsvitenskap 2002, s. 239-291.

Perland, Olav F. *Kapitalbeskyttelse for enhver pris?* I: Tidsskrift for Forretningsjus 2004, s. 526-580

Samuelsson, Per. *Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar for bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*. Göteborg, 1991.

Sandeberg, Catarina af. *Prospektansvaret. Caveat emptor eller caveat venditor?* Stockholm, 2001.

Sæbø, Rune. *Innsidehandel med verdipapir*. Bergen, 1995.

Werpen, Fredrik Buchardt. *Ugyldig tegning i aksje- og kommandittselskap*. I: Lov og Rett 2001, s. 624-636.

Woxholt, Geir. *Selskapsrett*. Oslo, 2004.

Aarbakke, Magnus m.fl. *Aksje- og allmennaksjeloven med kommentarer*. Oslo, 1999.

Aarbakke, Magnus. *Mislighold i aksjeselskap*. I: Festskrift til Sjur Brækhus. Oslo, 1988, s. 603-615

Aarbakke, Magnus. *Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar*. I: Tidsskrift for Rettsvitenskap 1989, s. 333-358

Andre kilder

Prospektdirektivet, 2003/71/EF.

Oslo Børs: www.oslobors.no/ob/aarsstatistikk_aksjer.

Diverse høringssuttalelser, blant annet fra Handelshøyskolen BI og Oslo Børs, se vedlegg.

5 Vedlegg