

# **Prospektansvar og skadesløserklæringer i forbindelse med emisjonsprospekt**

Kandidatnummer: 324

Veileder: Ingrid Rogne

Leveringsfrist: 25.04.2006

Til sammen 14 956 ord

17.06.2006

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>1</u></b>
1.1	Emnet og problemstilling	1
1.2	Metode og materiale	3
1.3	Den videre fremstillingen	7
<b><u>2</u></b>	<b><u>INFORMASJONSPLIKT</u></b>	<b><u>8</u></b>
<b><u>3</u></b>	<b><u>KAPITALFORHØYELSE</u></b>	<b><u>11</u></b>
3.1	Beslutningen og prosessen	11
3.2	Prospektplikten ved kapitalforhøyelse	15
3.2.1	EØS-prospekt	16
3.2.2	Nasjonalt prospekt	18
<b><u>4</u></b>	<b><u>PROSPEKTANSVARET</u></b>	<b><u>20</u></b>
4.1	Innledning	20
4.1.1	Straffeansvar	21
4.1.2	Markedsføringsloven og kjøpsloven.	22
4.2	Ugyldig aksjetegning	23
4.2.1	Lovgrunnlaget	23
4.2.2	Feil som kan oppstå	25
4.2.3	Rekkevidden av Rt. 1996 s. 1463	28
4.2.4	Aksjetegnernes alternative misligholdsbeføyelser	32
<b><u>5</u></b>	<b><u>SKADESLØSERKLÆRINGER</u></b>	<b><u>35</u></b>

<b>5.1</b>	<b>Utgangspunkt</b>	<b>35</b>
<b>5.2</b>	<b>Lov om garantistillelse fra Statoil ASA</b>	<b>36</b>
<b>5.3</b>	<b>Kreditorbeskyttelse</b>	<b>37</b>
<b>5.4</b>	<b>Hensynet til verdipapirmarkedet og investorbeskyttelse</b>	<b>40</b>
<b>5.5</b>	<b>Hensynet til aksjeeiere</b>	<b>42</b>
<b>5.6</b>	<b>Forslag til ny asal. § 10-7 (4)</b>	<b>43</b>
<b>6</b>	<b><u>AVSLUTNING</u></b>	<b><u>48</u></b>
<b>7</b>	<b><u>KILDER</u></b>	<b><u>50</u></b>

## 1 Innledning

### 1.1 Emnet og problemstilling

Den sentrale problemstillingen er et allmennaksjeselskaps adgang til å forplikte seg til å holde tilretteleggerne skadesløse for krav som følger av feil og mangler i et prospekt for kapitalforhøyelse.

Det finnes i dag ingen direkte lovgivning om prospektansvaret og anledningen til å avgi skadesløserklæringer.

Utgangspunktet er at en investor som tegner seg ved en kapitalforhøyelse kan rette krav mot selger på grunn av økonomisk tap som følge av uriktige, villedende eller mangelfulle opplysninger i prospektet jf. lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.) § 10-7, jf. § 2-10. Etter at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret kan det imidlertid bare gjøres gjeldende at tegningen ikke er bindende fordi den er "falsk, forfalsket, foretatt under grov tvang eller er i strid med vergemålsloven" jf. asal. § 10-7 (3) annet punktum, jf. § 2-10 (2) siste punktum. Dette skal sikre den registrerte aksjekapitalens troverdighet.<sup>1</sup>

Ved større kapitalforhøyelser benytter ofte selskapet et tilretteleggende verdipapirforetak som er med på å planlegge og gjennomføre kapitalforhøyelsen, og som kan bistå med å endelig plassere aksjene hos tegnerne. Hvis kjøperen av aksjene retter krav mot tilrettelegger og påstår seg ubundet, avskjærer registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret tilretteleggers adgang til å kreve regress fra selskapet. For å fritta tilrettelegger fra denne risikoen, kan selskapet avgi en erklæring til tilrettelegger der det

---

<sup>1</sup> Ot.prp. nr. 55 Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv. s. 27

påtar seg å dekke regresskrav og omkostninger som følge av tegners innsigelser, og således holde tilrettelegger økonomisk skadesløs.

Selskapet en juridisk person med avtalekompetanse og har i utgangspunktet anledning til å inngå de avtaler det måtte ønske med tilrettelegger.<sup>2</sup> Innskrenkninger i avtalekompetansen grunnet særlig børns- og verdipapirrettslige regler har gjort skadesløserklæringenes rettslige gyldighet noe tvilsom.

Den sentrale dommen angående krav som følge av uriktige eller mangelfulle opplysninger ved aksjetegning er Rt. 1996 s. 1463 Labogas. I dommen er det lagt til grunn at tegnerne heller ikke kan kreve erstatning av selskapet etter at kapitalforhøyelsen er registrert. Dette ville stride mot de hensyn asal. § 10-7 (3) annet punktum, jf. § 2-10 (2) siste punktum, skal ivareta. Siden ansvar etter en skadesløserklæring på samme måte vil føre til at selskapet blir gjort ansvarlig for krav fra tegner også etter registreringen av kapitalforhøyelsen, kan det stilles spørsmål om det etter gjeldende rett er alminnelig adgang for et selskap til å avgi skadesløserklæring til fordel for tilrettelegger. Dette er hovedproblemstillingen i oppgaven.

Et viktig spørsmål vil være om hensynet til selskapskreditorene skal veie tyngre enn selskapets adgang til å holde tilretteleggere skadesløse. Etter registreringen av emisjonen er den i prinsippet offentlig kjent. Ugyldighet og heving kan således hevdes å ikke bare være en sak mellom selskap og tegner, men også å angå tredjemenn, typisk selskapskreditorene.<sup>3</sup>

Lov 18. mai 2001 nr. 22 om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer (heretter Statoil-loven) ble vedtatt i forbindelse med børsnoteringen av Statoil ASA. I § 1 gis selskapet adgang til å avgi skadesløserklæringer til fordel for tilretteleggerne. En slik særlov var nødvendig for å unngå tvil om selskapets plikt til å oppfylle forpliktelsene

---

<sup>2</sup> Andenæs, Mads Henry *Aksjeselskapsrett* 2. utgave, Oslo 1992 (*Andenæs Aksjeselskapsrett*)

<sup>3</sup> Aarbakke, Magnus *Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar* Tidsskrift for rettsvitenskap 1989 s. 333 (*Aarbakke Aksjetegning*) på s. 337

under de skadesløserklæringer som var nødvendige å avgi for å engasjere tilretteleggere og dermed sikre en godt gjennomført transaksjon.<sup>4</sup>

Kapitalmarkedet blir i økende grad internasjonalsert og profesjonalisert. For at norsk rett på område skal være i takt med forholdene internasjonalt ble det i Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) *Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.* foreslått en endring i asal. § 10-7 som regulerer et selskaps adgang til å avgi skadesløserklæringer i forbindelse med en kapitalforhøyelse. Det anføres at "[en] slik regulering vil legge til rette for at norske selskaper kan benytte seg av profesjonelle tilretteleggere ved større kapitalforhøyelser. Dette har betydning for muligheten til å kunne hente inn kapital i det internasjonale kapitalmarkedet."<sup>5</sup> Jeg drøfter hensyn som taler for og imot en slik lovregulering.

## 1.2 Metode og materiale

Muligheten for et allmennaksjeselskap til å holde tilrettelegger skadesløs er i denne oppgavens rekkevidde et spørsmål om skadesløserklæringenes rettslige status. Ved å drøfte hensyn som ligger bak de gjeldende regler og å sammenholde dette med utviklingen i verdipapirmarkedet behandler jeg både rettstilstanden de lege lata og en mulig og sannsynlig fremtidig utvikling. Det ses hen til både nasjonale og internasjonale forhold<sup>6</sup>.

Emnet har ikke i særlig grad vært behandlet i litteraturen, men noen artikler fra senere år finnes. Dette har nok sammenheng med at bruk av skadesløserklæringer og deres rettslige stilling er tema som har blitt mer aktuelt som følge av økt vekst og internasjonalisering i verdipapirmarkedet. Dette understrekes ved at det i forbindelse med børsnoteringen av Statoil ASA var nødvendig å vedta en særlov, og at det for tiden arbeides med en endring av selskapslovgivningen.

---

<sup>4</sup> Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) punkt 8

<sup>5</sup> Ot.prp. nr 55 (2005-2006) s. 30

<sup>6</sup> Se særlig af Sandeberg, Catarina *Prospektansvaret, Caveat emptor eller caveat venditor?* Iustus förlag 2001

De opplysninger som kan danne grunnlag for krav om å kjenne tegningen ugyldig, vil være gitt i det prospekt som skal utarbeides i forbindelse med en kapitalforhøyelse. Et prospekt kan forklare som "et dokument med nærmere opplysninger om verdipapirer og utstederen av disse".<sup>7</sup> Oppgaven tar for seg de prospekt som utarbeides i forbindelse med kapitalforhøyelser i et allmennaksjeselskap og der aksjer er de underliggende verdipapirer.<sup>8</sup> Prospektet kan være utarbeidet av selskapet, men vil ofte være utarbeidet av tilrettelegger på bakgrunn av opplysninger gitt av selskapet og dets rådgivere. Jeg legger til grunn at det faktisk foreligger prospektplikt, men gir i kapittel 3 en kort oversikt over EØS-prospekt og nasjonalt prospekt.

Problemstillinger angående andre typer skadesløserklæringer, for eksempel fra selskapet overfor styret eller fra morselskapet overfor ansatte som fungerer som styremedlemmer i datterselskaper, faller utenfor temaet for oppgaven. Det samme gjelder andre typer garantierklæringer og Letters of comfort.<sup>9</sup>

Prospektansvaret er regulert i en del bestemmelser gitt i både lov og forskrift, og disse vil være med på å gi utgangspunktet en del av drøftelsene. Særlig finner vi bestemmelser i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl), asal., lov 17. november 2000 nr. 69 om børsvirksomhet m.m. (børsl.), forskrift 17. januar 1994 nr. 30 (børsforskriften) og forskrift 12. september 2005 nr. 1422 om opplysninger i prospekt (prospektforskriften). Bestemmelsene på dette området endres stadig.<sup>10</sup> Prospektforskriften § 1 har nå en bestemmelse som henviser til EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29ba, og sier at denne nå gjelder

---

<sup>7</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven mv. (gjennomføring av prospektdirektivet) s. 5

<sup>8</sup> Kapitalen kan også forhøyes på andre måter jf. lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (asl.) og asal. § 10-2.

<sup>9</sup> For en nærmere gjennomgang, se Woxholth, *Geir Avtalerett* 5. utgave, Gyldendal Akademisk 2003 (Woxholth *Avtalerett*) s. 166.

<sup>10</sup> Vphl. endret ved lov 10. juni. 2005 nr. 42, endringer i børsforskriften og prospektforskriften fra 01.01.2006.

som forskrift. Endringene skyldes altså i betydelig grad nye eller endrede EU-regler på et område som er omfattet av EØS-avtalen, endringer i verdipapirmarkedet og aktørenes praksis. Det er således et dynamisk rettskildebilde.

Forarbeidene til Statoil-loven gir uttrykk både for hvordan det internasjonale verdipapirmarkedet fungerer og hvordan lovgiver ønsker å tilpasse det norske regelverket til dette.<sup>11</sup> Justis- og politidepartementets høringsnotat *Etterkontroll av lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper* (høringsnotatet *Etterkontroll*) gir et godt grunnlag for å komme med antagelser om fremtidig utvikling. Allerede i forbindelse med vedtakelsen av asl./ asal. ba Stortingets justiskomite om at det skulle foretas en kontroll av lovene etter at de hadde vært i kraft i fem år.<sup>12</sup> Dette er et uttrykk for at lovgiver anerkjenner et behov for å følge med utviklingen i markedet og eventuelt tilpasse seg.

Oslo Børs har en kontrollerende oppgave i flere henseende.<sup>13</sup> Ved å undersøke børsmeldinger har jeg sett hvordan aktører i markedet faktisk forholder seg. Dette er av betydning, da det i flere forarbeider påpekes at det er viktig at reglene er praktisk utformet, og er av en slik art at aktørene kan og vil rette seg etter dem. Uttalelser fra børsstyret viser hvordan reglene i praksis skal forstås, hva som kreves av informasjon og til hvilken tid.

Kredittilsynet er et selvstendig myndighetsorgan som fører tilsyn med foretak og markeder. Det kan gi et selskap pålegg om å gi opplysninger og sitter på mye kunnskap innen området. Uttalelser fra Kredittilsynet, både i enkeltsaker og i forbindelse med lovarbeid, gir god veiledning i å forstå loven. I tillegg gir rapporten *Tilstanden i finansmarkedet 2004* en

---

<sup>11</sup> Ot.prp. nr.47 (2000-2001) om lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer

<sup>12</sup> Innst. O. nr. 80 (1996-1997) Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og om lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringar i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgjeving m.m. s. 4

<sup>13</sup> Jf. børsforskriften kapittel 25 og 26



god oversikt over hvordan verdipapirmarkedet virker og hvilke hensyn som gjør seg gjeldene.<sup>14</sup>

Videre har jeg undersøkt partenes praksis på området ved å se på prospekter, samt prøvd å få innsyn i avtalen om skadeløsholdelse mellom Statoil og tilretteleggerne ved børsnoteringen. Det lot seg ikke gjøre grunnet konfidensialitet.

Et allmennaksjeselskap bygger på avtale mellom selskapsdeltakerne, og således er det en side til avtaleretten.<sup>15</sup> Nærmere regler for allmennaksjeselskap finner vi i asal., som er en del av selskapsretten, hvilket igjen faller inn under det mer omfattende samlebegrepet sammenslutningsretten.<sup>16</sup>

Det kan stilles spørsmål om en aksjetegnings rettslige karakter.<sup>17</sup> Er det en aksept av tilbud? Dette kan være den naturlige synsvinkel der emisjonen besluttes av generalforsamlingen og tegningsformular utarbeides der, eller det følger med et prospekt. Det kan også sees slik at tegningsinnbydelsen er selskapets oppfordring til investoren om å komme med et tilbud. Dette kan være den mest naturlige måten å se det på der en emisjon blir overtegnet. I dette tilfellet sluttet avtalen i det selskapet aksepterer investorens tilbud om å kjøpe aksje. Det er ikke avgjørende for den videre drøftelse hvilken synsvinkel man anlegger.

Hvor skal vi så systematisk plassere kapitalforhøyelsen? Kapitalforhøyelse er jf. asal. § 10-1 (1) en beslutning som fattes av generalforsamlingen. Selskapsrettens regler ivaretar særlige behov, og den rene avtaleretten vil kun unntaksvis komme til anvendelse. Dette gjelder blant annet regler om ugyldighet, omtalt nedenfor. Som nevnt er det også en side til EØS-retten. Kapitalforhøyelsen finner vi altså i krysningen mellom selskaps-/avtalerett,

---

<sup>14</sup> *Tilstanden i finansmarkedet 2004*, Kredittilsynets rapport mars 2005

<sup>15</sup> Andenæs *Aksjeselskapsrett* s. 55

<sup>16</sup> Woxholth, Geir *Selskapsrett*, Gyldendal Akademisk 2004 (Woxholth *Selskapsrett*) s. 19.

<sup>17</sup> Aarbakke *Aksjetegning* på s. 334 flg.

med sider til EØS-rett. Jeg bruker betegnelsen børs- og verdipapirrett, og dette synes også å være vanlig i litteraturen.<sup>18</sup>

### 1.3 Den videre fremstillingen

Investors beslutninger om å kjøpe aksjer vil ha sammenheng med den informasjon hun har. I kapittel 2 behandler jeg derfor oversiktsmessig enkelte av reglene som gjelder et selskaps informasjonsplikt.

Temaet for kapittel 3 er kapitalforhøyelsen. Jeg ser på hvordan det i praksis gjennomføres og hvilke aktører som typisk deltar. Dette gir grunnlag for å bedre forstå partenes posisjoner. I tillegg gir jeg en kort oversikt over kravene til prospekt.

Kapittel 4 omhandler ansvaret for uriktige eller mangelfulle opplysninger i et prospekt. Sentralt står hva som kan gjøre at en aksjetegning ikke er bindende og hvilke konsekvenser dette kan få. Jeg ser hen til hvilke regler som gjelder og hvilke feil som i praksis har vist seg å kunne oppstå.

Skadesløserklæringer er temaet for kapittel 5. Her drøfter jeg problemstillinger knyttet til de ulike aktørene, utviklingen i markedet og hvilken betydning dette kan få.

---

<sup>18</sup> Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett*, Cappelen Akademisk Forlag 2004 (Bergo), s. 20, bruker også paraplybetegnelsen ”finansrett”.

## 2 Informasjonsplikt

Prospektplikten er en spesiell del av den generelle informasjonsplikten som gjelder for et børsnotert selskap. Informasjonsplikten er helt sentral for markedets verdsettelse av aksjer, men det er også en viktig side til forbudet mot misbruk av innsideinformasjon i vphl. § 2-3. I tillegg kommer vphl. § 2-4 annet ledd som pålegger en plikt for dem som har innsideinformasjon til å utvise "tilbørlig aktsomhet". Det følger av § 2-8 første ledd at "[ingen] må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter". Dette er med på å regulere tilretteleggerens håndtering av en kapitalforhøyelse. Problemstillingen i dette kapitlet er hvordan reglene i praksis har vært forstått. Fremstillingen avgrenses til å gjelde forhold som følger av notering på Oslo Børs.

Økt informasjonsplikt er en viktig konsekvens av børsnotering. Plikten innebærer løpende informasjonsplikt, prospektplikt ved spesielle hendelser og økt plikt til finansiell rapportering.<sup>19</sup> Utgangspunktet er børsf. § 5-7 som sier at "opplysninger av betydning for en riktig vurdering" av aksjen skal offentliggjøres. Utfyllende bestemmelser er gitt i børsforskriften og prospektforskriften. Børsforskriften § 5-2 første ledd sier at selskapet "uoppfordret og umiddelbart [skal] offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet [jf. vphl. § 2-2 første til tredje ledd]". I dette ligger et krav om at selskapet må ha et effektivt system og rutiner for å meddele børsen informasjonen.

Det er "innsideinformasjon som direkte angår selskapet" som skal meldes jf. § 5-2.

Definisjonen av innsideinformasjon følger av vphl. § 2-2: "presise opplysninger [...] som er egnet til å påvirke kursen [...] og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet." Dette er en vid definisjon. Klart nok er det at kunnskap om kontrakter,

---

<sup>19</sup> For eksempel skal det fremlegges kvartalsvise rapporter jf. børsforskriften § 6-2. Selskaper som ikke er børsnotert plikter bare å utarbeide årsrapporter.

konsesjoner, tillatelser og lignende rammes. Men også en rekke andre forhold kan falle inn under bestemmelsens virkeområde.<sup>20</sup> Det har vært anlagt en streng vurderingsnorm.<sup>21</sup> Det er ikke nødvendig at de forhold som kreves meldt med sikkerhet vil inntreffe. Børsstyret har uttalt at "[hvis det er] overveiende sannsynlig at et forhold som må antas å ha stor betydning for kursen på selskapets aksjer skal inntreffe, det vil si at det er mer sannsynlig at det vil inntreffe enn ikke, vil normalt informasjonsplikt alltid foreligge". I sak 2/97 Vital uttalte Børsklagenemden at det normalt er tilstrekkelig at det foreligger en "realistisk mulighet" for at det informasjonspliktige forhold vil inntreffe.<sup>22</sup>

For at markedet skal fungere så nært optimalt som mulig er det viktig at informasjonen tilflytter markedets aktører samtidig. Slik vil aktørene ha tilgang til samme materiale når de treffer avgjørelser. Dette kommer blant annet til uttrykk i børsforskriften § 23-2 annet ledd som åpner for at informasjonen er tilstrekkelig offentliggjort selv om dette skjer utenom børsens system. Det kreves at offentliggjøring skjer på en måte som gjør at "markedet er sikret samtidig og lik informasjon", og at opplysningene "senest samtidig" sendes børsen.

Reglene om informasjonsplikt har også en side til forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl. § 2-8 (3). Markedet kan manipuleres både ved spredning av informasjon og ved

---

<sup>20</sup> Et eksempel på dette var da Datum AS 13.09.05 kl. 10.16 meldte at selskapet kvelden i forveien hadde forsøkt å selge en post på to mill. aksjer à 112 NOK. Ønsket pris ble ikke oppnådd, og posten ble trukket fra markedet. De som hadde fått tilbud om å kjøpe aksjene, hadde blitt satt i insideposisjon. For å løse dem fra denne ble markedet gitt opplysningene gjennom børsmeldingen. Dagen etter ble aksjene forøvrig solgt til 98 NOK pr. stk. i følge børsmelding 14.09.05 kl. 15.24.

<sup>21</sup> Se for eksempel sak 59/01 Ocean Rig ASA hvor selskapet hadde inngått en avtale på en lørdag og meldt dette i børsens meldingssystem den påfølgende mandag kl. 12.04. Børsstyret fant at fristen ikke var overholdt. I vedtaket i børsstyret 17. mars 2005 angående PA Resources AB var forholdet at selskapet hadde inngått en avtale 17.11.04. Dette ble offentliggjort ved børsmelding 19.11.04. kl. 08.07. Også her fant børsstyret overtredelse og ila overtredelsesgebyr<sup>21</sup>. Styret uttalte at avtalen skulle ha vært meldt "senest før kl. 10.00 norsk tid den 18. november 2004".

<sup>22</sup> Klageorganet for avgjørelser truffet av børsstyret jf. børsforskriften kapittel 26

handels- eller kjøpsordre.<sup>23</sup> Aksjen vil således være priset på et grunnlag som kanskje ikke reflekterer de reelle verdier i selskapet. En aksje er i praksis ikke verdt mer enn det noen er villig til å betale for den. Et sentralt hensyn er at en "riktig" priset aksje vil gjenspeile tilgjengelig relevant informasjon i markedet, og dette vil være viktig for etterspørselen. For at nyutstedte aksjer i forbindelse med en emisjon skal ha så korrekt pris som mulig, må de reflektere hva markedet er villig til å betale for dem, hvilket igjen avhenger av informasjonen markedet har.

Mangler ved informasjon i verdipapirmarkedet vil svekke tilliten til børsen som marked. Det gjør det mindre attraktivt for selskaper å ha sine aksjer notert for handel der, og for investorer å handle der. Et dårlig fungerende informasjonssystem kan således indirekte medføre begrensninger i tilgangen til kapitalmarkedet. Siden selskaper ved notering må underlegge seg børsens kontroll- og sanksjonssystemer, kan det ha samfunnsmessig interesse at visse selskaper er børsnotert.<sup>24</sup> Sanksjonene inkluderer børspause, suspensjon og strykning som den mest alvorlige.

Reglene om informasjonsplikt kan komme i konflikt med selskapets interesse i å holde enkelte forhold hemmelige av strategiske grunner. For eksempel kan dette gjelde oppkjøps- eller fusjonsforhandlinger. Børsforskriften § 5-3 tar hensyn til dette ved å tillate utsatt offentliggjøring for å beskytte "legitime interesser". Det kreves at informasjonen behandles konfidensielt etter reglene i vphl., og at dette kan skje uten at allmennheten villedes.

Samlet kan det sies at reglene for informasjonsplikt bygger på en avveining av markedets behov for informasjon for å kunne prise en aksje riktig og tegneres behov for informasjon for å kunne treffe investeringsbeslutninger på den ene side, og selskapets behov for konfidensialitet om strategisk informasjon på den andre side.

---

<sup>23</sup> En annen ting er at antagelser om utviklingen i markedet eller en aksje kan få karakter av å bli en "selvoppfyllende profeti". Mer om dette se *Penger og kreditt* Norges Bank, publikasjon, mars 2001s. 22

<sup>24</sup> Jf. Børsforskriften kapittel 25

### 3 Kapitalforhøyelse

#### 3.1 Beslutningen og prosessen

Kapitalforhøyelse i et allmennaksjeselskap (asa) ved nytegning av aksjer er regulert i asal. kapittel 10. Lovverket benytter både begrepene kapitalforhøyelse og emisjon. Jeg bruker dem synonymt.<sup>25</sup>

En kapitalforhøyelse tilfører et selskap penger og innebærer en økning i egenkapitalen.<sup>26</sup> Ikke sjelden ser vi at opptak til notering på børs skjer på grunn av at et selskap har vokst gjennom oppkjøp foretatt med midler hentet gjennom en emisjon. Kapitalforhøyelser er også vanlig i kombinasjon med en eller flere eiers nedsalg i forbindelse med en børsintroduksjon.<sup>27</sup> Økt tilgang til kapitalmarkedet er et av de viktigste argumenter for en del selskaper for i det hele tatt å være børsnotert.<sup>28</sup> Per 1. oktober 2005 var det i 2005 hentet inn ca. 18,4 mrd. NOK gjennom emisjoner i selskaper notert på Oslo Børs.<sup>29</sup>

Når et allmennaksjeselskap er registrert, kan generalforsamlingen treffe beslutning om kapitalforhøyelse, jf. asal. § 10-1 (1). Minstekrav for hva beslutningen skal inneholde følger av § 10-1 (2). Blant annet skal emisjonsbeløpet, eventuelt en øvre og nede grense, fastsettes. Det skal videre bestemmes hvor mye som skal betales for hver aksje, eventuelt en fullmakt til styret om å senere fastsette kursen innen en angitt ramme. En slik

---

<sup>25</sup> Undertiden brukes "emisjon" om den utstedelse av aksjer som skjer i forbindelse med stiftelse av et as/asa, mens en kapitalforhøyelse betegnes som en "nyemisjon", se for eksempel Andenæs *Aksjeselskapsrett* s. 180.

<sup>26</sup> Woxholth *Selskapsrett* s. 111

<sup>27</sup> I følge Aarum, Kristin Normann *Prospektansvaret – behov for nytenkning?*, Tidsskrift for rettsvitenskap 2002 Nr. 01-02 s. 4 (Normann Aarum *Prospektansvaret*), er dette det vanligste.

<sup>28</sup> Woxholth *Selskapsrett* s. 299 flg.

<sup>29</sup> Farmakis, Nikolaos og Bjørn Segrov *Milliardstrøm til Børsen* i Dagens Næringsliv 1./2. oktober 2005, kilde: Oslo Børs.

fremgangsmåte muliggjør såkalt bookbuilding, se nedenfor på side 14. Det skal blant annet også vedtas regler angående oppgjør, fra hvilket regnskapsår aksjene gir rett til utbytte, aksjenes klasse samt regler for tildeling og hva som skal skje ved overtegning. Det følger av § 10-1 (4) at standardformularer skal utarbeides av departementet. Disse vil tilfredsstillere lovens krav, og gjør det mindre komplisert å gyldig beslutte en kapitalforhøyelse.

Tegning av aksjer ved en kapitalforhøyelse innebærer en forpliktelse til å innbetale aksjeinnskuddet innen en nærmere fastsatt frist. Etter asal. § 10-12 (3) kan ikke fristen være senere enn tidspunktet for melding av kapitalforhøyelsen til Foretaksregisteret. En fulltegnet kapitalforhøyelse skal meldes til Foretaksregisteret for registrering jf. asal. § 10-9. Foretaksregisterets kontroll er begrenset og har hovedsakelig formelle selskapsrettslige regler for øye.<sup>30</sup>

Det følger av asal. § 10-7 (1) at "[tegningen] av nye aksjer skal skje på et særskilt tegningsformular som er inntatt i eller vedlagt tegningsinnbydelse eller prospekt som er utformet i samsvar med de krav som følger av lov eller forskrift." Kravene til prospekt finnes i blant annet vphl. og prospektforskriften. Problemstillinger i forbindelse med krav til prospektet og aksjetegningen drøftes i kapitlene om prospektansvaret og skadesløserklæringer.

I et allmennaksjeselskap vil det typisk være et stort antall eiere som kan ha aksjeposter av ulik størrelse, forskjellig tilknytning til selskapet og ulike motiver for sin eierposisjon. Det kan være alt fra vanlige ansatte til større private investorer. Likebehandling av aksjeeiere er et viktig prinsipp i aksjelovgivningen jf. asal. § 4-1. Spredt eierstruktur og ikke nødvendigvis nær tilknytning til selskapet, stiller særlige krav til beslutningsgrunnlaget og kontroll med at de midler som besluttet tilført gjennom emisjonen virkelig tilflytter selskapet. Når nye aksjer selges til nye eiere, kan dette bidra til å endre eierstrukturen i

---

<sup>30</sup> Problemstillingen rundt manglende innbetaling av tegning og muligheten for intervensjonsbetaling er nærmere drøftet i Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 22 flg.

selskapet. Siden dette av ulike grunner kan være av betydning for aksjeeiere fra tiden før kapitalforhøyelsen, har loven bestemmelser om fortrinnsrett i § 10-4.

For å bygge opp under kravet om en så lik behandling av aksjeeierne som mulig, er det behov for en formalisert prosess. Kapitalforhøyelsen innebærer en endring i selskapets vedtekter og skal som hovedregel besluttes som andre vedtektsendringer, jf. asal. § 5-18. Avgjørelsen fattes av aksjeeierne gjennom generalforsamlingen jf. asal. § 10-1 og kapitalforhøyelsen registreres i Foretaksregisteret, jf. § 10-9. Kombinert med øvrig lovgivning for børser og handel med verdipapirer, tar en formalisert prosess også hensyn til at et allmennaksjeselskap kan henvende seg til allmennheten ved kapitalforhøyelser.<sup>31</sup>

Salget til dem som tegner seg for de nye aksjene, kan skje på ulike måter.<sup>32</sup> I Norge har det lenge vært vanlig at selskapet selger aksjene direkte til de nye tegnerne. Dette er den første transaksjonen med aksjen, og selskapet er part i avtalen. Det omtales gjerne som en handel i primærmarkedet. Handel med aksjen etter dette, vil være en handel i sekundærmarkedet.<sup>33</sup>

Ved større kapitalforhøyelser i store selskaper er det vanlig at selskapet benytter en eller flere tilretteleggende verdipapirforetak og investeringsbanker som mellommenn. Disse omtales gjerne som tilretteleggere eller underwritere.<sup>34</sup> Slike tilretteleggere bistår med å planlegge og å gjennomføre transaksjonen. Selskapet og tilrettelegger inngår en avtale, Underwriting Agreement. Denne regulerer forholdet mellom selskap og tilrettelegger. Enkelthetene i en slik avtale kan variere og er resultatet av forhandlinger. Den kan for eksempel gå ut på at tilrettelegger påtar seg å kjøpe aksjene for så å selge den videre til

---

<sup>31</sup> Dette påpekes også i NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning pkt. 4.5. Det følger av asal. § 10-1 at i et aksjeselskap kan bare "aksjeeierne eller bestemte navngitte personer" innbys til å tegne nye aksjer, mens denne begrensningen ikke gjelder for et allmennaksjeselskap jf. asal. § 10-1.

<sup>32</sup> Til sammenligning kan prosessen for kapitalforhøyelse i et as være en del enklere. Dokumentmal med kort forklaring (i fotnotene) kan lastes ned gratis på Internett, se [www.bedin.no](http://www.bedin.no)

<sup>33</sup> Bergo s. 193

<sup>34</sup> Merk at uttrykket underwriter her ikke har samme betydning som i for eksempel forsikringsretten, der det brukes om en person som vurderer risikoen for skade og setter riktig premie etter risikoens kompleksitet



investorene, at tilrettelegger påtar seg å formidle kontakt mellom investor og selskap eller at tilrettelegger garanterer for at et visst antall av aksjene blir kjøpt. Det vil være vanlig at investoren fyller ut og undertegner tegningblanketten vedlagt tegningsinnbydelsen eller prospektet og overleverer den til tilrettelegger, eller at investoren gir tilretteleggeren tegningsfullmakt.<sup>35</sup> I det internasjonale markedet er det vanlig at tilretteleggerne gjennom en avtale forplikter seg til å kjøpe aksjene av selskapet for å umiddelbart å selge dem videre til de investorene som har tegnet seg for deltagelse i kapitalforhøyelsen.<sup>36</sup> Tegnerne kan altså stå i kontraktsmessig kjøpsforhold til tilretteleggerne, ikke selskapet. Både avtalen mellom selskapet og tilretteleggerne og mellom tilretteleggerne og tegnerne reguleres i utgangspunktet av vanlig avtalerett, men særlige verdipapirrettslige regler kan likevel gjøre seg gjeldende.<sup>37</sup>

Bruk av tilretteleggere gjør det også mer praktisk med såkalte bookbuilding-prosesser. Dette innebærer at generalforsamlingen ikke fastsetter tegningskursen i vedtaket om kapitalforhøyelse. I stedet fastsettes en øvre og nedre grense for kursen, og den endelige avgjørelsen legges til styret. Utvalgte investorer kontaktes og disse fremmer tilbud som indikerer deres interesse. Dette danner grunnlaget for fastsettelsen av tegningskursen, som således vil skje basert på gode indikasjoner på markedets etterspørsel.<sup>38</sup> En Underwriting Agreement inngås så på tidspunktet for endelig fastsettelse av prisen på aksjene.<sup>39</sup>

En større emisjon kan ha flere komplekse juridiske sider, og både emitterende selskap og tilrettelegger vil normalt la seg bistå av advokat. I noen tilfeller vil også kjøper ha juridisk

---

<sup>35</sup> Se for eksempel *Vedlegg 2 til de alminnelige forretningsvilkår for Pareto Securities ASA* tilgjengelig på <http://www.pareto.no/EpsPareto/templates/pdfopen/InvestorSenter/Internett/Forretningsvilkar.pdf> (lest 06.04.2006)

<sup>36</sup> Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) *Om lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer* pkt. 2

<sup>37</sup> Ruud, Cecilie Grue og Bjørn Dale (2005): *Et børsliv*. Forelesning, Oslo: Wikborg, Rein 09.10.2005

<sup>38</sup> Se Bergo s. 207

<sup>39</sup> Det påpekes i Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) pkt. 2 at det er "lang og fast praksis" for i dette i det internasjonale markedet.

bistand. Advokatene vil også ofte komme med en erklæring om at kapitalforhøyelsen er gyldig besluttet og at aksjene selges ”uten heftelser” og lignende, men at de ellers ikke påtar seg noe ansvar.<sup>40</sup> En slik erklæring er en trygghet, og sannsynligvis også en forutsetning, for kjøperen. En videre drøftelse av de ulike erklæringer rådgivere kommer og ansvaret etter disse faller utenfor oppgaven.

Ofte vil det være salg av aksjer både til private investorer og mer profesjonelle eller institusjonelle investorer. I prinsippet gjelder ikke forskjellige regler for salg til ulike typer investorer. Alle skal ha tilgang til den samme informasjonen. Vphl. § 9-2 retter seg mot hvordan tilretteleggende verdipapirforetak skal utføre sin virksomhet og stiller krav til utførelse av ”god forretningsskikk”. Bestemmelsen omhandler virksomhet overfor kunder og investorer, og dette er forstått slik at andre verdipapirforetak som hovedregel faller utenfor.<sup>41</sup> Overfor andre verdipapirforetak er det visstnok vanlig at tilretteleggerne foretar presentasjoner med preg av å være salgsmøter, såkalte roadshows. Vphl. § 9-2 andre ledd første punktum sier at ”[ved] utførelse av ordre skal anvendelsen av første ledd nr. 1 til 6 vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet.” Profesjonelle investorer må altså forutsettes å ha noe større forutsetninger for å foreta en velfundert avgjørelse.

### 3.2 Prospektplikten ved kapitalforhøyelse

Endringen i vphl. ved lov 10. juni 2005 nr. 42 førte til at det ble plikt til å utarbeide prospekt i noen flere tilfeller enn tidligere. Det ble innført prospektkrav ved kjøp i annenhåndsmarkedet i større grad, mens reglene for prospektplikt ved opptak til børsnotering i hovedsak ble videreført.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> Se for eksempel juridisk erklæring fra Wikborg, Rein & Co i *Prospekt utarbeidet i forbindelse med børsnotering av og World Nordic ApS' salg av aksjer i Bergesen Worldwide Gas ASA* tilgjengelig på [www.bergesen.no](http://www.bergesen.no) (publisert 10.10.2005)

<sup>41</sup> Bergo s. 174 og 175

<sup>42</sup> Ot.prp. 69 (2004-2005) s. 6.

Utarbeidelse av prospekt kan, særlig ved store emisjoner, involvere en rekke aktører. Etter vphl. § 5-18 er selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt.

Selskapet ved dets ansatte og rådgivere gir hoveddelen av informasjonen som skal fremlegges. Revisorer står for enkelte deler, særlig godkjente regnskap og deltagelse og/eller gjennomføring av økonomisk due diligence. Advokater eller jurister gjør rede for ulike juridiske sider ved virksomheten og gjennomføring av juridisk due diligence.<sup>43</sup> Målet med due diligence er å sørge for at all relevant informasjon som skal ut til investorene og kan påvirke prisingen av aksjene kommer fram i prospektet, samt å gi trygghet til tilretteleggere og andre rådgivere. Dette kan gi selskapet og tilretteleggere som en viss beskyttelse siden det gjennom en due diligence fremlegges opplysninger som kan ha betydning for om lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtl.) §§ 33 eller 36 skal komme til anvendelse. Due diligence vil således være i både selskapets, tilretteleggerens og tegnerens interesse.

Vphl. har regler som gjelder for verdipapirforetak som opererer med Norge som marked. Kredittilsynet kan som prospektmyndighet stille krav til hvordan prospektet skal utarbeides jf. vphl. § 5-8. Det følger av forskrift 12. september 2005 nr. 1423 om gjennomføring av prospektkontrollen § 1 første ledd at kontrollen med prospekt etter vphl § 5-8 skal utøves av Oslo Børs. I henhold til asal. § 10-9 (1) skal en fulltignet kapitalforhøyelse meldes til Foretaksregisteret.

### 3.2.1 EØS-prospekt

Direktiv 2003/71/EF om prospekt som skal offentliggjøres når verdipapir tilbys til offentligheten eller opptas til handel og om endring av direktiv 2001/34/EF

---

<sup>43</sup> Boye, Knut *Pynting av bruden – Selgers Due Diligence prosess* artikkel, [www.simonsenfoyen.no](http://www.simonsenfoyen.no) datert 18.11.2005: Due diligence brukes tradisjonelt ved virksomhetsoverdragelse, men også ved emisjoner

(prospektdirektivet) ble vedtatt i EU i 2003 og inntatt i EØS-avtalen i 2004.<sup>44</sup> Gjennomføringsfristen var 1. juli 2005, og dette er grunnlaget for nylige endringer i vphl.<sup>45</sup> Prospektdirektivet er en del av EUs "Handlingsplan for finansielle tjenester" ("Financial Services Action Plan", FSAP).

Formålet med FSAP er å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester. Prospektdirektivet skal være med på dette ved å sørge for harmonisering av prospektregler innenfor EØS-området. I følge vphl. § 5-9 skal nå et EØS-prospekt som er godkjent i én EØS-stat, anerkjennes som godkjent også i de andre EØS-statene. Siden å utarbeide prospekt normalt vil være ressurskrevende og kostbart, vil gjensidig godkjenning av prospekter gjøre det enklere og billigere å hente inn kapital i det europeiske verdipapirmarkedet. En annen antatt fordel er at sikkerheten for investorer økes ved å offentliggjøre pålitelige opplysninger. Dette skal også bidra til å styrke tilliten til markedet.<sup>46</sup>

I henhold til vphl. §§ 5-2, 5-3 og 5-7 skal det utarbeides EØS-prospekt i to tilfeller. For det første er det prospektplikt ved tilbud om tegning eller kjøp av "omsettelige verdipapirer" som rettes til minst 100 personer i det norske verdipapirmarkedet og som gjelder beløp på minst 2 500 000 euro beregnet over en periode på 12 måneder. Det er ikke et vilkår at verdipapirene er eller søkes børsnotert. Følgelig rammes også handel i markedet for unoterte aksjer, også omtalt som "gråmarkedet".<sup>47</sup> Dette gjelder også der en tilbyder som anes å høre hjemme i Norge, framsetter slikt tilbud i en annen EØS-stat. For det andre er

---

<sup>44</sup> Prospektdirektivet inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 73/2004 8. juni 2004 jf. EØS-avtalen vedlegg IX nytt punkt 29b. Stortinget samtykket til EØS-komiteens beslutning 9. november 2004 jf. St.prp. nr. 80 (2003-2004) og Innst. S. nr. 19 (2004-2005). For nærmere redegjørelse for forholdet til EU, se Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 8 flg.

<sup>45</sup> Vphl. kapittel 5 Prospektkrav ved offentlige tilbud endret ved lov 10. juni 2005 nr. 42, i kraft 01.09.2005.

<sup>46</sup> Ot.prp. 69 (2004-2005) s. 6

<sup>47</sup> Norges Fondsmeglerforbund, [www.nfmf.no/notc](http://www.nfmf.no/notc)

det prospektplikt ved opptak til notering av "omsettelige verdipapirer" på norsk børs eller annen autorisert markedsplass.<sup>48</sup>

En endring i forhold til dagens regler er at det innføres prospektplikt for warrants<sup>49</sup>, som i dag omsettes på Oslo Børs.<sup>50</sup>

Det er en rekke unntak fra prospektplikten, jf. §§ 5-4 og 5-5. Unntakene kan kombineres.<sup>51</sup> På denne måten kan man til en viss grad omgå et krav om prospekt, og slik spare kostnader. Et selskap som ønsker å komme unna kravet om prospekt, kan ikke gjøre dette ved å selge aksjene til tilretteleggere og verdipapirforetak som så raskt etter skal plassere dem videre. Dette følger av prospektdirektivet og slås fast i Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 18.<sup>52</sup> Det legges til grunn at hvis tilrettelegger selger aksjene videre på "individuell basis", må antallet kunder regnes med ved beregningen. Dette fortøner seg annerledes der tilretteleggende verdipapirforetak er forvalter av en kundes midler og velger å plassere disse i aksjene.

### 3.2.2 Nasjonalt prospekt

Etter vphl. § 5-2 jf. § 5-7 skal det utarbeides "nasjonalt prospekt"<sup>53</sup> ved tilbud om tegning eller kjøp av "omsettelige verdipapirer" som rettes til minst 100 personer i det norske

---

<sup>48</sup> Det er flere børser i Norge: Oslo Børs (handel med blant annet aksjer, obligasjoner, derivater og warrants), IMAREX (handel med maritime fraktderivater) og Nord Pool (handel med kraftkontrakter).

<sup>49</sup> Bergo på s. 33. forklarer warrants som "tegningsretter som skiller seg fra de normale fortrinnsretter [...] ved at de utstedes uten at en konkret emisjon er besluttet av selskapet". Ulike typer tegningsretter reguleres av asal. §§ 11-10 til 11-13.

<sup>50</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 18

<sup>51</sup> I Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 36 illustreres dette med følgende eksempel: Tilbyder kan tilby verdipapirer for 3 mill. euro til profesjonelle og samtidig tilby verdipapirer for 999 999 euro til ikke-profesjonelle investorer, uten å være forpliktet til å utarbeide prospekt.

<sup>52</sup> Prospektdirektivet Art. 3 (2) siste avsnitt: "The placement of securities through financial intermediaries shall be subject to publication of a prospectus [...]"

<sup>53</sup> Begrepet introduseres i Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 6

verdipapirmarkedet og gjelder et beløp på mellom 100 000 euro og 2 500 000 euro beregnet over en periode på 12 måneder. Det samme gjelder der en tilbyder som anses å høre hjemme i Norge, fremsetter slikt tilbud i en annen EØS-stat og prospektet krever godkjenning etter § 5-7.<sup>54</sup> Et slikt prospekt skal jf. § 5-10 registreres i Foretaksregisteret og omtales undertiden som registreringsprospekt, jf. prospektforskriften § 2.

---

<sup>54</sup> Tidligere ble det krevd prospekt dersom tilbudet ble rettet til flere enn 50 personer og gjaldt et beløp over 40 000 euro, jf. tidligere § 5-1.

## 4 Prospektansvaret

### 4.1 Innledning

Prospektansvaret er det ansvaret som kan bli aktuelt som følge av feil i prospekt.<sup>55</sup> I det følgende skal jeg drøfte prospektansvaret for uriktige eller mangelfulle opplysninger. Det vil som nevnt gjerne være flere aktører som bidrar med opplysninger til prospektet, og således en vid krets av både juridiske og fysiske personer som kan tenkes å være ansvarlige. Ansvaret for at prospektet møter kravene er regulert i vphl. § 5-18 første ledd som sier: ” Ved tilbud om tegning eller kjøp av aksjer som fremsettes av det selskapet som har utstedt aksjene, er selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt.”

Børs- og verdipapirlovgivningen har ikke uttrykkelige regler om erstatningsplikt og skyldkrav. I forbindelse med de overfor omtalte endringene i vphl. i 2005, uttalte Advokatforeningen at loven som et minimum burde referere til at ”alminnelige erstatningsrettslige regler kommer til anvendelse”.<sup>56</sup> Departementet sluttet seg til arbeidsgruppen som mente det ikke var nødvendig å innta en bestemmelse som eksplisitt regulerte ansvaret, da dette følger av ”alminnelige lovfestede og ulovfestede regler”. Følgelig må reglene i vphl. suppleres med alminnelige erstatningsrettslige regler og prinsipper.

Vphl. § 5-13 første ledd sier at ”[De] opplysninger som [...] er nødvendige for at investorene kan foreta en velfundert vurdering” av forhold knyttet til selskapet og aksjene skal gis i en lett forståelig og analyserbar form. Prospektet må inneholde nok informasjon

---

<sup>55</sup> Se for eksempel Normann Aarum *Prospektansvaret* s. 239.

<sup>56</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 58

til at ikke-profesjonelle investorer kan foreta en vurdering av aksjene.<sup>57</sup> Det følger av § 5-17 at prospektet skal skrives på norsk, svensk, dansk eller engelsk, men det kan kreves at sammendraget oversettes til norsk. En slik oversettelse pålegges eventuelt av Kredittilsynet, som er prospektmyndighet, jf. § 5-8 siste ledd.

Forskrift om opplysninger i prospekter § 1 første ledd sier at "EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29ba (forordning (EF) nr. 809/2004 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF med hensyn til opplysninger i prospekter og deres format, integrering ved henvisning og offentliggjøring av slike prospekter samt annonsering) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig." Bestemmelsens andre ledd sier at det skal inneholde de opplysningene som kreves etter forordningen nevnt i første ledd. De norske kravene til et EØS-prospekt er således i tråd med forpliktelsene etter EØS-avtalen.

Forskrift om opplysninger i prospekt § 2 angir kravene til innholdet i registreringsprospekt. Det skal blant annet gis opplysninger om hvem som har utarbeidet prospektet, opplysninger om selskapet og om verdipapirene.

#### 4.1.1 Straffeansvar

Vphl. § 14-3 har regler om straff for brudd på informasjonsplikten. Straff kan idømmes den som ikke overholder prospektplikten, jf. vphl. § 5-2, eller reglene for godkjenning av EØS-prospekt, jf. § 5-7. Straff kan også komme til anvendelse på "den som gir villedende eller uriktige opplysninger", jf. § 5-13 eller 5-15 (tillegg til prospekt). Skyldkravet er forsett eller uaktsomhet. Strafferammen er bøter eller fengsel inntil seks år.

---

<sup>57</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 23: "Kravet om utarbeidelse av prospekt har sitt utspring i behovet for å beskytte de ikke-profesjonelle investorer [...]". I dette ligger det en presumpsjon for at de som anses som profesjonelle investorer er kvalifiserte nok til å kunne foreta egne vurderinger, og må ta risikoen for disse.



Det er ”den som” bryter informasjonsplikten som kan bli strafferettslig ansvarlig. Det er følgelig snakk om et personlig ansvar som det ikke kan avgis skadesløserklæringer for. Jeg behandler ikke de strafferettslige sidene av prospektansvaret videre.

#### 4.1.2 Markedsføringsloven og kjøpsloven.

Lov om kontroll med markedsføring og avtalevilkår (markedsføringsloven) 16. juni. Nr. 47 1972 gjelder all markedsføring. Prospektet er et salgsdokument, og vil loven kunne komme til anvendelse.

Mfl. § 1 første ledd sier at ”[i] næringsvirksomhet må det ikke foretas handling som strider mot god forretningsskikk næringsdrivende imellom, eller er urimelig i forhold til forbrukere eller som for øvrig strider mot god markedsføringsskikk.” I § 2 heter det at ”[det] er forbudt i næringsvirksomhet å anvende uriktig eller av annen grunn villedende framstilling som er egnet til å påvirke etterspørselen etter eller tilbudet av varer, tjenester eller andre ytelser.” Mfl. setter altså skranker for utformingen og formuleringer i et emisjonsprospekt. Samlet sett kan det sies at prospektet ikke må være villedende eller av annen grunn i strid med god forretningsskikk.

Ved gjennomføringen av prospektdirektivet uttalte Advokatforeningen at vphl. var foreslått utformet slik at den ville være i tråd med de generelle kravene i markedsføringsloven, og at det var forståelse for at loven ikke ble gitt et for omfattende innhold, men skulle suppleres med markedsføringslovens generelle bestemmelser.<sup>58</sup> Dette finnes nå i vphl. kapittel 5 om ansvar og offentliggjøring mv. Det ble stilt spørsmål om denne lovteknikken ville gå noe på bekostningen av brukervennligheten av loven, men dette er en problemstilling jeg ikke går nærmere inn på.

---

<sup>58</sup> Den Norske Advokatforening *Gjennomføring av nytt prospektdirektiv med tilhørende forordning* (16.09.2004) [www.jus.no](http://www.jus.no) sist ajourført 20.09.2004

Lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp § 1 (1) sier at "[loven] gjelder kjøp for så vidt ikke annet er fastsatt i lov". I NOU 1995: 1 *Investeringsforetak* ble det avslutningsvis i pkt. 6.1 uttrykkelig sagt at "[kjøpslovens] regler kommer til anvendelse også på handel med finansielle instrumenter. Kjøpslovens regler kan ikke fravikes til ugunst for forbrukerkjøpere." Vphl. inneholder ikke bestemmelser som unntar kjøp av aksjer eller andre finansielle instrumenter. Ved en eventuell motstrid mellom regler i vphl. og annen lovgivning tilsier lex specialis-prinsippet at vphl. går foran.

## 4.2 Ugyldig aksjetegning

### 4.2.1 Lovgrunnlaget

En aksjetegning er et gjensidig bebyrdende forhold mellom tegner og selskap. Tegner plikter å betale innskuddet, selskapet plikter å utskrive aksjen. Tidspunktet for når binding oppstår er regulert i asal. § 2-11, og innbetaling av innskuddet kan ikke skje senere enn når melding sendes til Foretaksregisteret for registrering.

Utgangspunktet er at alminnelige avtalerettslige regler gjelder i forbindelse med aksjetegning. Dette modifiseres ved spesialregler som tar hensyn til tredjemann, det være seg andre aksjonærer som skal likebehandles, kreditorer som skal beskyttes eller eventuelle fremtidige tegnere. Slike spesialregler finnes i blant annet asal. og vphl.

Asal. § 10-7 jf. § 2-10 angir hvordan tegning av aksjer ved en kapitalforhøyelse skal skje. Tegningsformularet kan blant annet være et vedlegg til prospektet. Det åpnes også for bruk av tegning på elektronisk dokument, så lenge det i tillegg tilbys et "fysisk dokument" i tillegg.<sup>59</sup> Tegning på annen måte enn det som er angitt i bestemmelsen vil ikke være bindende, jf. § 10-7 (3) første punktum. Også kravene i § 2-10 må være oppfylt, jf. § 10-7 (3) siste punktum.

---

<sup>59</sup> De siste års teknologiske utvikling tatt i betraktning, er det ikke usannsynlig at dette om noen år vil være den vanligste måten å tegne seg for deltakelse i en emisjon.

I henhold til § 2-10 (2) første setning, jf. § 10-7 (3) siste setning, kan visste typer ugyldighetsinnsigelser ikke gjøres gjeldende etter at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret. Etter registreringen blir tegningen altså likevel gyldig selv om den ville vært ugyldig ”etter alminnelige regler for formuesrettslige disposisjoner”. Dette er en henvisning til alminnelig avtalerett, for eksempel avtl. 33 og 36 og læren om villfarelse og bristende forutsetninger.<sup>60</sup>

Villfarelse, eller uriktige forutsetninger, foreligger der en part ved tegningen hadde uriktige informasjon. Bristende forutsetninger, eller irregulær utvikling, foreligger der et forhold var korrekt ved tegningen, men etterfølgende begivenheter gjør at det forutsatte ikke inntrer likevel. Felles for de to typene er at forutsetningene må ha vært motiverende, synbare, vesentlige og relevante.<sup>61</sup>

Bristende forutsetninger eller irregulær utvikling inngår i avtl. § 36, og har i dette tilfellet neppe selvstendig betydning.<sup>62</sup> Tilbakebetaling som følge av mislighold etter registreringen blitt avvist av Høyesterett i Rt. 2003 s. 1574, Scandic Markiser AS. Retten fant at aksjeloven av 1976 § 2-5 siste ledd, som tilsvarende asl./asal. § 2-10, var til hinder for et tilbakebetalingskrav på kontraktsrettslig grunnlag. En forutsetning som viser seg å ikke bli innfridd eller en irregulær utvikling, kan dessuten være i overensstemmelse med prospektet så lenge risikoen er godt nok beskrevet.

Registrering i Foretaksregisteret kan således sies å ha reparerende virkning for de svake ugyldighetsgrunner.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Aarbakke, Magnus m.fl. *Aksjeloven og allmenaksjeloven, Kommentartutgave* 2. utgave, Universitetsforlaget 2004

<sup>61</sup> Jo Hov *Avtaleslutning og ugyldighet, kontraktsrett I*, 3. utgave Papinian 2002 s. 88-89

<sup>62</sup> Se for eksempel Rt. 1925 s. 618, Rt. 1961 s. 590. Se også Rt. 2001 s. 1513 om fullmakt.

<sup>63</sup> Nærmere om skillet mellom sterke og svake ugyldighetsgrunner: se Woxholth *Avtalerett* s. 314

En tegning som er ”falsk, forfalsket, foretatt under grov tvang eller er i strid med vergemålsloven”, blir likevel ikke bindende selv om den er registrert. Registrering har altså ikke reparerende virkning for disse sterke ugyldighetsgrunnene, og de kan påberopes også etter registreringen.

#### 4.2.2 Feil som kan oppstå

Det kan oppstå en rekke feil i forbindelse med en kapitalforhøyelse, blant annet feil ved de beslutninger som skal fattes. Det kan for eksempel være gjort feil ved fastsettelse av kursen, tegningsprosessen eller tildeling av aksjer ved overtegning.

Å kjøpe aksjer innebærer alltid en viss fare for tap i form av negativ kursutvikling. Det kan være flere grunner til fall i aksjekursen, blant annet at verdsettelsen av aksjen bygger på feil forutsetninger. I det følgende vil jeg drøfte feil i prospektet som kan føre til at en aksje prises uriktig. Vurderingen må være objektiv, informasjon kan ikke være riktig med hensyn til en tegner, uriktig med hensyn til en annen.

Jeg har ikke for øyet de tilfeller der et prospekt fremstår som feilaktig grunnet forhold hos mottaker, for eksempel i form av opplysninger som tolkes feil grunnet manglende forståelse eller annen manglende kompetanse.

For det første kan det være feil i vurderinger eller bedømmelsen av fremtiden. Prospektforskriften § 2 b (h) fastsetter at det i visse tilfeller skal opplyses proforma tall hvis ”slik informasjon er vesentlig for forståelsen av den fremtidige virksomheten”. Hva som er *vesentlig* for fremtiden kan være problematisk å avgjøre, og det kan vise seg at den vurderingen som legges til grunn er feil. Siden det er, eller i alle fall kan eller bør være, selskapet som er nærmest til å vurdere egen fremtid, bør ansvaret for vesentlighetsvurderingen ligge hos dette.

For å finne ut hvilke opplysninger som er ”nødvendige for at investorene kan foreta en velfundert vurdering”, jf. vphl. § 5-13 første ledd, kan man for eksempel se hen til

børsforskriften slik den var før endringen som trådte i kraft 01.01.2006. Forskriften var da mer konkret i sin angivelse av hvilke opplysninger som skulle gis.

Det skulle blant annet opplyses om rettsvister med potensiell innflytelse på selskapets økonomiske stilling.<sup>64</sup> Dette kan være problematisk å vurdere i forhold til tvister man ikke vet hvorvidt vil oppstå, eller der utfallet av en pågående rettssak vil være av betydning for om andre også velger å gå til sak. Å ha fullstendig oversikt over alle rettsvister kan være vanskelig for et selskap av en viss størrelse, særlig der det opererer i flere jurisdiksjoner. Et selskap som selger produkter, for eksempel våpen eller software til datamaskiner, kan være klar over at det som følge av bruk av, eller feil ved, produktene, kan oppstå krav. Det er imidlertid vanskelig å angi *om* disse kravene vil oppstå, i hvor stor grad, og hvor store økonomiske konsekvenser dette kan ha.

Immaterielle rettigheter, så som patenter og copyright, kan ha internasjonale aspekter et selskap på et gitt tidspunkt kan ha vanskelig for å ha oversikt over. Selskapet kan gå ut ifra at det ikke vil komme innsigelser mot for eksempel en copyright, men det kan vanskelig *vite* det. Formuleringer angående immaterialrettigheter i et prospekt kan således bli feil. Særlige problemer kan knytte seg til Internett, for eksempel domenenavn, og goodwill.

Regnskapsmessige vurderinger kan av flere grunner være beheftet med feil. For eksempel vil det å foreta verdsettelse av eiendeler normalt kunne by på problemer.<sup>65</sup>

For det andre kan det forekomme ren feilskrift og lapsuser, for eksempel kan tall i regnskap eller økonomiske beregninger kan være feil.

En dom som til en viss grad befatter seg med feil i prospekt er fra Oslo Tingrett, Ulsmo AS mot Farian Investments Ltd og Bjørn Rune Gjelsten, Sak nr. 01-11482 A/94.<sup>66</sup> Tvisten sto

---

<sup>64</sup> Tidligere § 15-2 punkt 2.7

<sup>65</sup> Dette er nærmere drøftet i Gunnar A. Dahl *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag, 1997

mellom saksøkeren Ulsmo AS og saksøkte nr. 1, Farian, og saksøkte nr. 2, Gjelsten. Saksøker krevde å få tilbake 2,5 mill. NOK som ble betalt for en aksjepost i et selskap som relativt kort tid etter gikk konkurs. Det var også spørsmål om hvorvidt saksøkte nr. 2 hadde pådratt seg erstatningsplikt.

Saksøkte selskap ønsket å gjennomføre en emisjon og utarbeidet i den forbindelse et prospekt. Prospektet påpekte at det var ”en høy grad av risiko” forbundet med deltagelse i emisjonen. Etter at saksøkte investor hadde fått prospektet, forhandlet han fram en avtale for deltagelse i emisjonen. En konsekvens av denne avtalen var at forutsetningene som saksøker hadde bygget på for deltagelse, ble endret.<sup>67</sup> Etter få dager viste det seg også at de forutsetninger saksøkte hadde bygget på ikke holdt stikk, blant annet ved mangler ved rettighetene til domenenavn på Internett. I tillegg ville det antagelig være i strid med aksjeloven å gjennomføre den avtalen som lå til grunn for saksøkte investors deltagelse i emisjonene. Dette førte til nye forhandlinger og ny avtale. Igjen var saksøktes forutsetninger endret.

Det emitterende selskap hadde også gjort andre feil i prospektet ved å gi opplysninger om selskapets økonomi ”som viste seg å bli svært misvisende” Saksøker tapte sin investering i et internettsselskap på 2,5 mill kr da dette selskapet gikk konkurs. Retten mente at saksøkte hadde opptrådt grovt uaktsomt ved avtaleinngåelsen, og at saksøker derved kunne ha påberopt seg avtl. § 36. Retten ga imidlertid ikke saksøker medhold, da den mente at adgangen til å gjøre krav gjeldende var gått tapt grunnet passivitet.<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> Tilgjengelig på [www.lovdata.no](http://www.lovdata.no), TOSLO-2001-11482

<sup>67</sup> Saksøkte investor fikk etter avtalen ”forholdsvis større eierandel til en lavere pris pr aksje enn de øvrige investorer, men måtte til gjengjeld bistå aktivt uten å kunne kreve arbeidsvederlag for det.”

<sup>68</sup> Retten kommenterer gjennom hele dommen subjektive forhold ved partene, for eksempel i punkt V.I I: ”Retten er noe forbauset over at en så erfaren person som Gjelsten, som på dette tidspunkt hadde sitt hovedarbeid som styreleder i Aker RGI, i det hele tatt kunne inngå en så uklar avtale som dette, men han hadde muligens ikke tilgang til kompetente rådgivere da avtalen ble forhandlet frem « i løpet av kvelden og natten ».”

For det tredje kan prospektet inneholde informasjon som er bevisst uriktig. De som gir informasjonen kan ønske å oppnå høyere pris for aksjene og for å oppnå dette, gi positivt feilaktige opplysninger. Dette vil være forhold som under omstendighetene kan falle inn under straffeloven kapittel 18 om dokumentfalsk.

#### 4.2.3 Rækkevidden av Rt. 1996 s. 1463

Rt. 1996 s. 1463 Labogas (Labogas-dommen) angår direkte et kommandittselskap (KS), men prinsippene retten bygger på har betydning også for andre selskapsformer. Tvisten var mellom et kommandittselskap, hvis eneste aktivum var et skip, og tre kommandittister (heretter omtalt som kommandittistene). Kommandittistene påsto seg ubundet og ikke forpliktet til å betale innskuddet. De anførte at skipet var i dårligere stand enn angitt og at de hadde blitt villedet av tegningsinformasjonen. De krevde tilbakebetaling av innskuddet, erstatning og rett til å tre ut. Høyesterett fant at kommandittistenes innsigelser var av en slik art at de ble avskåret ved registreringen av selskapet i Foretaksregisteret. Uansett måtte krav grunnet misvisende opplysninger rettes mot de ansvarlige for opplysningene, og kravet om uttreden var uansett for sent fremsatt.

Høyesteretts resonnement bygger på analogi, og det legges til grunn at læren om uriktige forutsetninger minner om avtl. § 33. I dommen fastholdes det at registrering i Foretaksregisteret avskjærer de svake ugyldighetsgrunner, men ikke de sterke. Det pekes på at det er voldgiftspraksis for at registreringen også begrunner en avskjæringsregel av mer generell karakter.<sup>69</sup> Høyesterett vurderer forholdet til den tidligere Rt. 1988 s. 982, men finner ikke at denne avgjørende taler imot en generell avskjæringsregel som følge av registrering. Hensynet til tredjemenn, især selskapets kreditorer, tillegges større vekt enn hensynet til investorer. Verdt å merke seg er det at et krav om tilbakebetaling på grunn av ugyldighet har rettsvern i konkurs, mens det ikke er tilfellet for et hevingskrav.

---

<sup>69</sup> Nordiske Domme i Sjøfartsanliggender 1991 s. 372, Tweendeck (særlig s. 402-404)

I dommen vurderes det i hvilken grad de manglende eller misvisende opplysningene skyldes uaktsomhet, og således om et culpaansvar kan bli aktuelt. Også ved vurderingen av erstatningskravet tas det avgjørende hensyn til kreditorene. Det uttales at hvis retten skulle gi medhold i et erstatningskrav "ville [tegner] ved å gå veien om erstatning svekke det dekningsgrunnlag som selskapskreditorene skulle sikres gjennom registreringen". Vern om selskapskapitalen tillegges således avgjørende vekt. Det fremheves videre at kravet må rettes mot de "ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget."

På side 1471 uttaler Høyesterett:

”Når det gjelder kravet på erstatning, bemerker jeg at de hensyn som medfører at kommandittistene ikke kan fragå tegningen, og således ikke kreve fritakelse for videre innskuddsplikt eller tilbakebetaling av innskudd, tilsier at de heller ikke kan vinne fram med et erstatningskrav mot selskapet. Dette gjelder hva enten erstatningskravet ses som et alternativt grunnlag for å få tilbake det som søkes oppnådd gjennom anførsle om ugyldighet, eller om erstatningskravet begrenses til den "overpris" som ble betalt ved ervervet av andelene. 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 erstatningskrav må i tilfelle rettes mot personer som eventuelt er ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget.”

Denne uttalelsen er med på å danne grunnlaget for den rettsoppfatning at aksjeeierne ikke kan reise erstatningskrav mot selskapet etter registreringen av en emisjon, for eksempel på grunn av mangelfulle eller uriktige opplysninger i prospektet.<sup>70</sup>

Labogas-dommen viderefører resultatet i Rt. 1926 s. 512 og Rt. 1932 s. 145. I disse avgjørelsene går retten også langt i å nekte uriktige eller misvisende opplysninger i

---

<sup>70</sup> Ot.prp. nr. 55 (2005-2006)



prospekt eller tegningsinnbydelse som grunnlag for ugyldighet eller erstatning. Høyesterett har altså anlagt en restriktiv holdning til å kjenne aksjetegninger ugyldig.

Et sentralt hensyn bak reglene om registrering er at den registrerte kapitalen skal være troverdig. Dette tar vare på tredjemanns interesser og innebærer blant annet at en som vurderer å yte kreditt skal kunne ha tillit til at registeret gir uttrykk for at den kapitalen som er registrert er reell. Siden reglenes formål er å verne om tredjemanns interesser, er de preseptoriske og kan ikke fravikes ved avtale.<sup>71</sup> At det gjennom slike regler tas avgjørende hensyn til tredjemann, da især selskapskreditorene, kan synes naturlig hvis man anser lånekapital den primære måten å finansiere en virksomhet på, hvilket det nok har vært tradisjon for i Norge. Aksje- eller allmennaksjeselskapet har blitt stadig vanligere som selskapsform, og bruk av kapitalmarkedet er således en viktig måte å finansiere virksomhet på. Det virker derfor ikke unaturlig om hensynet til aksjeeiere får en sterkere stilling. Det framgår av høringsnotatet *Etterkontroll*<sup>72</sup> at Oslo Børs ønsker en endring som tar større hensyn til tegnerne. Justisdepartementet ønsket ikke en endring som gjør innhugg i den registrerte aksjekapitalens troverdighet på kreditorenes bekostning.

Ved endringene i vphl. i 2005 ble det foreslått å fortsette ordningen med registrering i Foretaksregisteret.<sup>73</sup> To av høringsinstansene, Brønnøysundregistrene og Nærings- og Handelsdepartementet, mente at all registrering av prospekter burde overlates til ett organ. Dette var ikke departementet enig i, og ga sin tilslutning til arbeidsgruppens forslag om at registrering fortsatt skal foretas av Foretaksregisteret. Det ble videre uttalt at "[gjennomføring] av prospektdirektivet medfører etter departementets oppfatning ikke behov for endringer i gjeldende regler på dette punktet på nåværende tidspunkt. Det foreslås enkelte tekniske endringer i forslaget til ny vphl. §5-10.", pkt. 7.3.4.

---

<sup>71</sup> Knudsen, Gudmund *Selskapets ansvar for uriktige eller villedende opplysninger ved aksjetegning og kjøp av aksjer* Tidsskrift for forretningsjuss, nr. 4 1997 s. 1 (Knudsen) pkt. 2.1.2.

<sup>72</sup> Tilgjengelig på [http://odin.dep.no/jd/norsk/dok/andre\\_dok/hoeringsnotater/012041-080099/dok-bn.html](http://odin.dep.no/jd/norsk/dok/andre_dok/hoeringsnotater/012041-080099/dok-bn.html)

<sup>73</sup> Ot. prp. nr. 69 (2004-2005)

At registrering i Foretaksregisteret for alle praktiske formål avskjærer innsigelser innebærer en tilsidesettelse av alminnelige erstatningsregler. Dessuten kan saksbehandlingstiden i Foretaksregisteret være svært kort.<sup>74</sup> Tegnerne har følgelig liten tid til å klargjøre om de vil gjøre innsigelser gjeldende. Vanligvis er fristen mye lengre før muligheten til å gjøre innsigelser gjeldende. Det kan virke som lovgiver har lagt til grunn det syn at tegneren i stor grad har godtatt risikoen for at innskuddet kan gå tapt.

De lege lata har nok resultatet av Labogas-dommen, at innsigelser om ugyldig aksjetegning grunnet svake ugyldighetsgrunner avskjæres ved registrering i Foretaksregisteret, også gyldighet i dag. Det har likevel vært diskusjon om hvorvidt dommen er heldig de lege ferenda. Bergo kaller dommen "et klart arbeidsuhell", og legger en "vesentlig del av ansvaret" til lovgiver grunnet vedtakelsen av vphl. 1985 § 10, vphl. § 5-13 annet ledd og asl./ asal. §§ 1-10 og juridisk teori.<sup>75</sup> Han påpeker at registrering i Foretaksregisteret som regel vil skje kort tid etter at emisjonsbeløpet er innbetalt, og at fristen for å betale er få dager etter at tegningsperioden er over. Videre hevdes at det er "temmelig hardkokt å kreve at tegnerne skal avklare alle mulige innsigelser før innbetalingen og registreringen", særlig ved bevisst forledelse fra selskapet. Liknende synspunkter kan sies å ha fått støtte i Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) der det foreslås lovendringer som i større grad beskytter aksjetegnerne.

Det kan tenkes at prospektet inneholder en opplysning som gjør at noen velger å ikke kjøpe aksjer. Hvis denne opplysningen viser seg å være feil, og at de som unnlot å tegne seg faktisk hadde gjort det om opplysningene hadde vært korrekte, har den uriktige informasjonen ført til at en potensiell investor gikk glipp av en fortjenestemulighet hvis aksjene stiger i verdi. Beslutningen om å ikke investere var altså tuftet på ukorrekte opplysninger og førte til tap av økonomisk gevinst. Betingelsene for erstatning er i utgangspunktet til stede. Det kan likevel antas at det vil være vanskelig å føre bevis for et slikt krav. Videre drøftelse av denne problemstillingen faller utenfor oppgavens rekkevidde.

---

<sup>74</sup> Gjennomsnittlig ni dager i følge [www.brreg.no/saksbehandlingstider](http://www.brreg.no/saksbehandlingstider) (oppdatert 19.04.2006)

<sup>75</sup> Bergo s. 218

#### 4.2.4 Aksjetegnernes alternative misligholdsbeføyelser

I følge vphl. § 5-18 er styret ansvarlig for at prospektet fyller lovens krav, og det skal gi en erklæring om dette. Det kan derfor tenkes at noen prøver å gjøre krav mot styret gjeldende grunnet feil eller mangelfull informasjon. Det vil her dreie seg om en uaktsomhetsvurdering, altså et culpaansvar.

Det kan tenkes at man lettere vil vinne frem med et krav mot selskapets styre. Et slik krav vil ikke angripe selskapskapitalen, og kreditor blir ikke skadelidende på samme måte som ved utbetalinger fra selskapet. Et krav mot styret vil dog være lite verdt for investor hvis styret ikke er søkegodt, og vil således i mange tilfeller være lite tilfredsstillende for investor.<sup>76</sup>

I sin høringsuttalelse i forbindelse med lovendringen stiller Advokatforeningen spørsmål ved om en slik erklæring medfører et objektivt tilsikringsansvar.<sup>77</sup> I juridisk teori er det lagt til grunn at en slik erklæring oppfyller vilkårene for rent objektivt tilsikringsansvar etter alminnelige ulovfestede kontraktsrettslige erstatningsregler.<sup>78</sup> For å finne ansvarsgrunnlaget, må vi imidlertid lese hele bestemmelsen i sammenheng.

Vphl. § 5-18 tredje ledd første punktum åpner for at det inntas et forbehold fra styret om at opplysningene ”så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og om at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet eller at det i prospektet ikke forekommer utelatelse som er av en slik art at de kan endre prospektets

---

<sup>76</sup> Det finnes ordninger med styreforsikringer som i varierende grad vil dekke slike krav, men mange styremedlemmer har ikke slik forsikring.

<sup>77</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) s. 58

<sup>78</sup> Se Viggo Hagstrøm *Obligasjonsrett* i samarbeid med Magnus Aarbakke, Universitetsforlaget 2003, s. 507 ff. pkt. 19.5, særlig 19.5.5

betydningsinnhold.” Med en slik erklæring hefter styret, på samme måte som tilretteleggere og rådgivere, kun for uaktsomhet. Jeg går ut ifra at en slik erklæring om forbehold inntas i prospekter som en nærmest obligatorisk del.

Culapaansvaret dekker ikke bare hvilken informasjon som presenteres, men også hvordan. Det kan ikke brukes så fordelaktige beskrivelser at det er uaktsomt å la noen sette lit til dem. Så vidt jeg kan se vil dette også kunne begrenses av at meningsinnholdet ikke skal endres gjennom formuleringene. Bruker man en altfor fordelaktig formulering, vil dette ikke bare være uaktsomt, men også kunne gi utsagnet en annen betydning enn det er dekning for.

Også hvor optimistiske antagelser for fremtiden som kan anlegges, kan vurderes etter uaktsomhetsnormen. Den vil avhenge noe av hvor lett etterprøvbare spekulasjonene eller antagelsene er. For eksempel vil normen være relativt streng for antagelser om utviklinger innad i selskapet. Dette kan det være vanskelig for utenforstående investorer å ha, eller skaffe seg, særlig kunnskap om. På den andre side kan normen være mindre streng for generelle samfunnsmessige eller økonomiske antagelser, for eksempel om rentenivået. En investor kan normalt gjøre selvstendige vurderinger av slike spørsmål, og aktsomhetsvurderingen vil følgelig være mildere.

Det er normalt at tilretteleggere og rådgivere søker å fri seg fra culpaansvar gjennom erklæringer.<sup>79</sup> Så lenge lederne hos tilretteleggerne eller rådgiverne ikke har handlet med forsett eller grov uaktsomhet eller andre ansatte kan bebreides for forsett, er det tradisjonelle utgangspunkt visstnok at ansvarsfraskrivelsen vil stå seg etter sin ordlyd.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> I ”Prospekt utarbeidet i forbindelse med børsnoteringen av og World Nordic ApS’ salg av aksjer i Bergesen Worldwide Gas ASA” er følgende erklæring fra hovedtilretteleggerne inntatt: ”Vi kan ikke innestå for at Prospektets innhold er fullstendig og korrekt og kan heller ikke påta oss noe juridisk eller økonomisk ansvar for investeringer som er basert på informasjon som fremkommer i Prospektet.”

<sup>80</sup> Bergo s. 211

Avtl. §§ 33 og 36 vil kunne komme inn og tilsidesette en slik erklæring. Det skal nok mye til før dette skjer, særlig anvendes bestemmelsen sjelden i profesjonelle forhold, og det er usikkerhet om hvor stor selvstendig betydning disse bestemmelsene har ved siden av uaktsomhetsvurderingen.

Det har vært stilt spørsmål om tilretteleggere og rådgivere, som for eksempel advokater og revisorer, kan bli ansvarlige på objektiv grunnlag. Dette har blitt avvist av domstolene.<sup>81</sup>

Heving er en annen misligholdsbeføyelse tegneren kan prøve å gjøre gjeldende. Imidlertid vil et hevingskrav også føre midler ut av selskapet og følgelig svekke kreditors posisjon. Dette tilsier at heller ikke et hevingskrav vil føre frem.

---

<sup>81</sup> Se om dette dom avsagt av Agder lagmannsrett 8. feb. 1993. Også om ansvarsgrunnlag: Rt. 1996 s. 742 befatter seg tidligere asl. § 15-1, arbeidsgiveransvaret, organansvaret og ansvarsgjennombrudd.

## 5 Skadesløserklæringer

### 5.1 Utgangspunkt

Prospektet for en kapitalforhøyelse vil ofte være utformet av tilrettelegger.<sup>82</sup> Tilrettelegger vil normalt bygge på opplysninger gitt av selskapet selv eller dets rådgivere, ofte jurister og revisorer. Hvis tilrettelegger ikke er villig til å påta seg risikoen for at informasjonen som er blitt forelagt fra selskapet og dets rådgivere er korrekt, kan tilrettelegger kreve en erklæring om å bli holdt skadesløs. Selskapet er en juridisk person og har avtalekompetanse.<sup>83</sup> Følgelig skulle det i prinsippet ha muligheten til å inngå avtale om å holde tilrettelegger skadesløs. Hvis emisjonen skjer i forbindelse med en større eiers nedsalg, kan tilrettelegger komme til å kreve at denne eieren avgir en skadesløserklæring.

Registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret avskjærer som hovedregel muligheten til å gjøre innsigelser som følge av feil eller mangler i prospekt gjeldende jf. asal. § 10-7 (3) annet punktum, jf. § 2-10 (2) siste punktum. En mulighet for selskapet til å holde tilrettelegger skadesløs etter dette tidspunkt vil føre midler ut av selskapet, og potensielt gå på bekostning av kreditors mulighet til å få dekket sine krav. Som nevnt innledningsvis er det ingen generell regel regulerer hvorvidt selskapet gyldig kan avgi skadesløserklæring til fordel for tilrettelegger. I det følgende vil jeg drøfte de hovedhensyn som gjør seg gjeldende ved vurderingen av om slike erklæringer har, eller bør ha, rettslig gyldighet.

---

<sup>82</sup> Bergo s. 203

<sup>83</sup> Se Woxholth *Avtalerett* s. 237 flg.

## 5.2 Lov om garantistillelse fra Statoil ASA

I forbindelse med at Statoil ASA (Statoil) skulle noteres på Oslo Børs og New York Stock Exchange (NYSE) i 2001 ble det i Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) pkt. 3 påpekt at det etter gjeldende norsk rett kan "reises tvil om" krav etter skadesløserklæring kunne gjøres gjeldende.<sup>84</sup> Det ble vist at registrering i Foretaksregisteret avskjærer adgangen til å gjøre krav om heving eller ugyldighet gjeldende. Videre heter det at i Rt. 1996 s. 1463 Labogas ble hensynet til selskapets kreditorer funnet å veie tyngre enn hensynet til tegnerne, slik at disse heller ikke kan kreve tilbakebetaling av emisjonsbeløp eller erstatning etter registreringen.

For at det ikke skulle være tvil om at selskapet skulle kunne inngå avtaler om å holde tilretteleggere skadesløse, fant lovgiver et behov for å vedta en egen særlov for at Statoil skulle kunne avgi skadesløserklæringer til fordel for tilretteleggere "uten at det kan reises tvil om at Statoil plikter å oppfylle forpliktelsene". Tilretteleggerne opptrer som underwritere, og det fremholdes at det er internasjonal praksis for at selskapet utsteder skadesløserklæringer for krav som måtte bli reist som følge av "uriktige, villedende eller mangelfulle opplysninger i prospektet".

Det er ikke usannsynlig at det hadde vært vanskelig å få til en Underwriting Agreement om det ikke hadde vært sikkerhet rundt Statoils anledning til å avgi skadesløserklæringer. Opptaket til notering på NYSE innebar en introduksjon til det internasjonale verdipapirmarkedet, og en betydelig andel amerikanske aktører. Det er også en viss usikkerhet om skadesløserklæringers rettslige stilling i USA. Skadesløserklæringene har under amerikansk rett karakter av å være en kontraktsklausul som skal respekteres av partene, men som det kan være vanskelig å få dom for at skal gjennomføres.<sup>85</sup>

---

<sup>84</sup> Selskapet ble tatt opp til notering 18. juni 2001

<sup>85</sup> Maynard, Edwin S. *Introduction to Securities Practice* forelesning advokatfirmaet Paul, Weiss, New York 06.03.2006

I Lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer 18. mai 2001 nr. 22 ble det endelig vedtatt at Statoil kunne utstede skadesløserklæringer til fordel for tilrettelegger. I medhold av § 1 kreves det samtykke fra Kongen.

Loven representerer et ikke ubetydelig unntak fra ellers gjeldende rett i det lovens § 2 sier at krav etter skadesløserklæringer gitt i medhold av loven kan gjøres gjeldende "uten hinder av ellers gjeldende selskaps- og verdipapirrettslige prinsipper og regler". Dette må forstås som at krav etter skadesløserklæringen har prioritet foran kreditors krav, uavhengig av tidspunktet for registrering i Foretaksregisteret.

I prospektet fra Statoil står det generelt opplyst at selskapet har avgitt skadesløserklæringer overfor tilretteleggerne, men enkelthetene i disse avtalene presiseres ikke.<sup>86</sup> De offentliggjøres heller ikke.<sup>87</sup> I Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) uttales det i pkt. 2 i.f. at "Skadesløsholdelsen vil normalt dekke samtlige opplysninger i prospektet og også omfatte saks- og andre omkostninger knyttet til behandlingen av kravene". Ordlyden tilsier at skadesløserklæringene er omfattende.

### 5.3 Kreditorbeskyttelse

Hvis et selskap må foreta en utbetaling for å holde tilrettelegger skadesløs, fører det midler ut av selskapet og det kan svekke kreditorers mulighet til å få dekning for sine krav. Drøftelsen avgrenses til de tilfeller der selskapet ved kapitalforhøyelsen er solvent.

---

<sup>86</sup> Prospektet s. 188 "We have agreed to indemnify the underwriters and the Norwegian State against a variety of liabilities, losses and expenses, including liabilities under the Securities Act, as amended, or to contribute to payments that the underwriters or the Norwegian State may be required to make in respect of those liabilities, losses and expenses. The Norwegian State has not agreed to indemnify the underwriters in connection with the offering."

<sup>87</sup> På min forespørsel om innsyn opplyser Lars Rørvik, Head of Equity Capital Markets hos hovedtilrettelegger DnB NOR Markets pr. e-mail at etter en intern vurdering fant de å ikke kunne stille materialet til disposisjon for utenforstående.



Muligheten til å få lån og kreditter er viktig for aktører i verdipapirmarkedet. Et selskaps kreditorer vil i mange tilfelle være banker og andre finansinstitusjoner som har kommet i kreditorposisjon ved å yte lån og kreditter i forbindelse med stiftelse og drift av selskapet. Lån og kreditter kan være en viktig finansieringsmåte som kanskje kan svekkes hvis kreditors posisjon i alvorlig grad kan undergraves av avtaler mellom selskapet og tilretteleggere. Kreditor har et aktverdig behov for beskyttelse i det han har et rettmessig krav på å få dekket sin fordring.

Rune Sæbø drøfter kreditorhensynet ved ugyldig aksjetegning. Han anfører at ”kreditorenes dekningsinteresse skulle kanskje være ivaretatt såfremt aksjonærenes erstatningskrav ikke medfører at verdipapirutsteder blir insolvent.”<sup>88</sup> Et spørsmål er om det kan stilles opp et solvenskriterium. Han kommer til at praktiske hensyn taler imot dette. For det første kan det være vanskelig å vurdere om selskapet blir insolvent etter erstatningskravet. For det andre kan kravet føre til en slik svekkelse av selskapets økonomi at kreditorinteressene blir skadelidende, selv om ikke selskapet blir insolvent. Han mener at selskapet må kunne utstede skadesløserklæring overfor tilrettelegger så lenge kravet fra tilrettelegger ikke gjør selskapet insolvent, eller i det minste at selskapets egenkapital ikke blir angrepet. Hvis selskapet er solvent, og egenkapitalen ikke blir angrepet, er kreditorenes interesser ivaretatt i tilstrekkelig grad. Aksjeeierne rår over den frie egenkapitalen, så dette er uansett en dårlig sikkerhet for kreditorene.

Gudmund Knudsen finner avgjørende at reglene om tegning og registrering ”er regler av positivrettslig karakter hvor det er lite rom for skjønnsmessige betraktninger”.<sup>89</sup> Vernet om selskapskapitalen kommer i første rekke. Emisjonen skal tilføre selskapet nye midler, og hvis selskapets ansvar etter en skadesløserklæring skal ”belastes selskapets frie fond, vil dette reelt innebære at kapitalforhøyelsen dels blir finansiert av selskapets egne midler”. I

---

<sup>88</sup> Sæbø, Rune *Innsidehandel med verdipapir* Fagbokforlaget 1995, s. 590-591.

<sup>89</sup> Knudsen s. 8 pkt. 2.2. Her hevdes det at en mulig synsvinkel er at selskapet må holde tilrettelegger skadesløs så lenge dette ikke fører til insolvens og at ”Et slikt synspunkt bli a er nevnt av Sæbø [op.cit.], men mer som en de lege ferenda betraktning”.

et solvent selskap vil det ved emisjonen innhentede beløp være å finne igjen i selskapet enten som kontantinnskudd eller aktiva. En kreditor som har ytet kreditt i tillitt til den registrerte kapitalen *før* emisjonen, vil ikke få endret sin stilling i negativ retning selv om selskapet må betale tilretteleggere grunnet krav etter skadesløserklæring. Likevel kan det hevdes at det med en økt internasjonalisering og profesjonalisering av verdipapirmarkedet, har skjedd endringer som gjør at hensynet til selskapets tilgang til kapitalmarkedet bør veie tyngre enn kreditorhensyn.

Mot dette kan det innvendes at selskapet er en juridisk person med den kompetanse som følger av dette. Kreditorerne ikke har noe generelt vern mot at selskapet påtar seg forpliktelser eller pådrar seg ansvar etter andre regler, og det kan spørres om hvorfor emisjonssituasjonen skal settes i en særstilling. Et svar på dette kan være at en emisjon er en ekstraordinær begivenhet og den er underlagt regler som gjør den lettere å kontrollere. Den omfatter gjerne store summer, og de økonomiske konsekvensene av en emisjon som utløser krav, kan bli svært store.

Det kan tenkes at en investor prøver å gjøre andre misligholdsbeføyelser enn erstatning gjeldende, for eksempel heving. Dette vil også føre midler ut av selskapet, og potensielt gå ut over kreditorer. Andre misligholdsbeføyelser må således også være utelukket.<sup>90</sup>

Det er i praksis funnet avgjørende at den registrerte kapitalen skal være troverdig. Dette fastholdes Rt. 1996 s. 1463 Labogas. Dette kan tyde på at hensynet til kreditor må veie tyngre enn hensynet til skadesløsholdelse av tilretteleggere, og at det følgelig er ikke grunnlag i norsk rett for et selskap kan utstede erklæring om skadesløsholdelse av tilretteleggere ved en kapitalforhøyelse.

---

<sup>90</sup> Sæbø s. 588

#### 5.4 Hensynet til verdipapirmarkedet og investorbeskyttelse

Kreditt og kapital formidles gjennom verdipapirmarkedet. Dette har gjennomgått store forandringer de siste 15 - 20 årene, både nasjonalt og internasjonalt.<sup>91</sup> Fra å være nasjonalt og med få aktører, har det blitt globalt, kommersialisert og med mange deltagere. Det har blitt flere verdipapirforetak og investorer, både private og institusjonelle. Denne utviklingen fører til et behov for praktisk og juridisk samarbeid over landegrensener, både mellom Norge og EU og globalt. I Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet m.v.) kapittel 1 pkt. 1.1 sier Finansdepartementet:

”Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til at samfunnets kapital kanaliseres dit den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i anvendelsen av samfunnets ressurser. Verdipapirmarkedet kan bare fungere etter hensikten hvis deltakerne har den nødvendige tillit til dets virkemåte.”

Følgelig anerkjennes at tilgang til kapital er en viktig forutsetning for økonomisk vekst. Effektivitet, i den forstand at kapital kanaliseres dit den gir best avkastning, er et mål.<sup>92</sup> Skal norske aktører være konkurransedyktige i globalt perspektiv, må rammebetingelsene være på linje med forholdene i konkurrerende land.

Ved gjennomføringen av prospektdirektivet i Sverige ble prospektansvaret grundig drøftet i SOU 2005: 18. Det uttales at svensk lovgivning ikke inneholder uttrykkelige regler om emittentens eller selgers ansvar for feil eller mangler i prospekt.<sup>93</sup> Loven har kun et såkalt organansvar.<sup>94</sup> Det fremholdes også at internasjonal utvikling på området tilsier at det skal

---

<sup>91</sup> Se mer om dette i *Tilstanden i finansmarkedet 2004*, Kredittilsynets rapport mars 2005

<sup>92</sup> Ot.prp. nr. nr. 69 (2004-2005) pkt. 1.1

<sup>93</sup> Statens offentliga utredningar SOU 2005: 18 Prospektansvar s. 9

<sup>94</sup> ”I svensk lagstiftning saknas för närvarande bl.a. uttryckliga regler om emittenters och säljares ansvar för feil eller brister i ett prospekt. Det finns inte heller några lagregler som ålägger den som medverkar vid upprättandet av ett prospekt något ansvar. Lagbestämmelser som medför ansvar för fel eller brister i ett

være en mulighet for å holde ansvarlig den som på grunnlag av feilaktig eller mangelfullt prospekt har emittert finansielle instrumenter og dermed oppnådd berikelse, og at rettsgrunnlaget for skadesløserklæringer i forbindelse med emisjonsprospekter bør fastslås. Det er stor likhet mellom norsk og svensk rett på området, og argumenter fra diskusjonen i Sverige vil kunne ha interesse også når norsk rett skal vurderes.

SOU 2005: 18 gir en relativt grundig redegjørelse for internasjonal rett på området, i det den viser hvordan EU-land<sup>95</sup>, Norge, Sveits og USA har løst problemene knyttet til prospektansvar. Det påpekes at i alle de undersøkte landene kan feil og mangler i prospekt medføre erstatningsansvar og at utgangspunktet er om det er inntatt uriktig eller ufullstendig informasjon. Erstatningsansvar kan bare bli aktuelt der feil og mangler i prospektet er av betydning for vurderingen av de verdipapir som tilbys, og det legges særlig vekt på hvilket helhetsinntrykk prospektet gir til investorene. Det er internasjonalt praksis for at et emitterende selskap kan utstede skadesløserklæringer til fordel for tilretteleggere.<sup>96</sup> Hensynet til deltagelse i det internasjonale verdipapirmarkedet kan følgelig tilsi at det bør være slik mulighet etter norsk rett også.

Selv om kapitalmarkedet har vokst betraktelig de senere år, har det vært ført få saker for domstolene om prospektansvar.<sup>97</sup> Det er rimelig å anta at selv etter en lovendring som åpner for skadesløserklæringer vil antallet rettssaker bli beskjedent.<sup>98</sup>

---

prospekt finns endast beträffande organföreträdarna i aktiebolag och försäkringsbolag. Ansvar för fel eller brister i ett prospekt får därför i stor utsträckning prövas enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler avseende ren förmögenhetsskada.”

<sup>95</sup> Før 1. mai 2004

<sup>96</sup> Dette påpekes også i Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) pkt. 2.

<sup>97</sup> Knutsen s. 8 pkt. 2.2 og for Sverige: SOU 2005: 18 s. 117

<sup>98</sup> Antall prospekt registrert av den svenske Finansinspektionen de siste fem år, har gjennomsnittlig vært 1450. For Stockholmsbörsen er tallet 74. Over 90 prosent av prospektene var for warrants og andre lignende instrumenter, kun litt i overkant av 100 prospekt var for aksjer. Om så mange som fem prosent av disse skulle bli gjenstand for rettslig prøving, ville dette være en dramatisk økning, men utvalget finner at dette ikke er sannsynlig.

Et selskap kan i flere sammenhenger pådra seg erstatningsansvar, så å åpne for å holde det ansvarlig etter en skadesløserklæring vil ikke være helt unaturlig. Det er heller ikke noen grunn til at selskapet, som får pengene, ikke skal kunne holdes ansvarlige overfor tegnere som investerer på grunnlag av uriktige opplysninger gitt av selskapet.

De tilretteleggere som er med på å utarbeide et prospekt uten å ha tilstrekkelig (innleid) juridisk kompetanse, må regne med å øke denne. Økte kostnader og risiko for tilrettelegger kan veltes over på det emitterende selskap gjennom skadesløserklæringer.

Hensynet til kapitalmarkedet og internasjonale forhold taler følgelig for en adgang for selskapet til å avgi skadesløserklæringer.

## 5.5 Hensynet til aksjeeiere

Reglene om innbetaling av kapitalen og registrering i Foretaksregisteret tar også hensyn til aksjeeierne, i det de andre tegnerne må oppfylle de betalingsforpliktelser de har påtatt seg.

Hvis selskapet må holde tilrettelegger skadesløs som følge av et krav fra en tegner, innebærer dette at penger går fra selskapet til tegner, og således reduseres den underliggende verdi per aksje. Hvis ikke alle aksjeeiere kan gjøre erstatningskrav gjeldende, vil dette innebære en forskjellsbehandling der de som gjør krav gjeldene får større økonomisk utbytte av hver aksje. Dette kan innebære et brudd mot likhetsgrunnsetningen i asal. § 4-1.<sup>99</sup> Så vidt jeg kan se, vil kravet til likebehandling av aksjonærene likevel være ivaretatt så lenge aksjeeierne har fått lik informasjon.

Uansett om selskapet ikke gyldig kan påta seg å holde tilrettelegger skadesløs, kan tilrettelegger antagelig kreve skadesløserklæring fra en annen part hvis en slik erklæring

---

<sup>99</sup> Knudsen pkt. 2.2 som refererer til den tidligere asl. § 8-14

ikke angriper selskapskapitalen. Ofte vil dette være selskapets hovedaksjonær.<sup>100</sup> På denne måten får ikke kreditor sin posisjon forringet, men det kan innebære en svært stor risiko for hovedaksjonæren.

Oppsummeringsvis kan det sies at skadesløserklæringers rettslige status er usikker. En del hensyn taler for at domstolene anerkjenner erklæringene som gyldige, men i praksis har det vært lagt på hensyn som tyder på det motsatte.

## 5.6 Forslag til ny asal. § 10-7 (4)

I Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) er det foreslått en endring av asal. § 10-7. Forslaget til nytt fjerde ledd lyder:

”Bestemmelser i denne loven er ikke til hinder for at selskapet kan bli ansvarlig etter en skadesløserklæring som utstedes i forbindelse med kapitalforhøyelsen til noen som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger kapitalforhøyelsen. Ansvar etter første punktum er begrenset til det samlede beløpet av aksjeinnskudd regnet netto etter fradrag for utgifter til kapitalforhøyelsen.”

Dette er altså et forslag om å lovregulere selskapets rett til å utstede skadesløserklæringer i forbindelse med en emisjon. Formålet er å gjøre det lettere å benytte tilretteleggere ved kapitalforhøyelser og dermed bedre mulighetene for norske selskaper til å hente kapital i det internasjonale kapitalmarkedet.<sup>101</sup>

Det fremheves i notatet at det er internasjonal praksis for at selskapet kan avgi skadesløserklæringer til fordel for tilretteleggeren, og at usikkerheten rundt dette i Norge

---

<sup>100</sup> Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) pkt. 4: ”I Norge og land med tilsvarende rettsstilstand har praksis [...] vært at tilretteleggerne også krever at selskapets hovedaksjonær avgir garantier/ erklæringer om skadesløsholdelse for påstått uriktige, villedende eller mangelfulle opplysninger i prospekt.”

<sup>101</sup> Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 7 og 8.

gjorde det nødvendig å vedta en egen lov i forbindelse med børsnoteringen av Statoil ASA. Implisitt i dette er det rimelig å anta at det ligger en betraktning om at selskaper som i utgangspunktet følger de samme lover, også ellers bør ha like vilkår for driften. Selv om Statoil ASA relativt sett er et selskap med særlig økonomisk tyngde og internasjonal deltagelse, vil det ikke vært rimelig at det skulle ha vesentlig bedre forretningsvilkår enn andre norske selskap notert på Oslo Børs.

Bestemmelsen foreslår ikke en ubegrenset rett til å påta seg ansvar etter skadesløserklæring.<sup>102</sup> For det første gjøres ansvaret begrenset til å kunne gjelde tap oppstått på grunn av ”villedende eller ufullstendige opplysninger”. Som nevnt overfor er det ikke bare opplysninger som kan være beheftet med feil. Også beslutninger kan være feil, og dette kan føre til tap. Slik den nye bestemmelsen er foreslått kan det være tvilsomt om skadesløserklæringene vil kunne omfatte slike feil ved beslutninger. I så fall kan dette medføre at skadesløserklæringene ikke kan være så omfattende som det som etter internasjonal praksis er vanlig.

For det andre er det beløpsmessig begrenset til ”det samlede beløpet av aksjeinnskudd regnet netto etter fradrag for utgifter til kapitalforhøyelsen”. Dette inkluderer en eventuell overkurs og utgjør netto emisjonsproveny.<sup>103</sup>

Oslo Børs påpeker en ulempe ved en slik begrensning. Hvis ikke alle tegnerne oppdager feilen i tegningsgrunnlaget samtidig, ”vil tegnere som oppdager feilen sent kunne møtes med at det ikke er dekning for deres krav i henhold til de begrensninger som ligger i bestemmelsen, fordi andre tegnere har ”brukt opp” hele beløpet”. Dette vil innebære en

---

<sup>102</sup> Oslo Børs stiller i sin høringsuttalelse spørsmål om “[...] hvorfor aksjonæren innenfor de samme rammer ikke skal kunne gå direkte på selskapet.” Krav i forbindelse med aksjetegning som er begrunnet i feil informasjon fra selskapet, bør således kunne rettes mot enten selskap eller tilrettelegger.

<sup>103</sup> Om overkurs se høringsnotatet pkt. 19. Handelshøyskolen BI stiller i sin høringsuttalelse spørsmål om ”utgifter til kapitalforhøyelsen” inkluderer tilretteleggers provisjon. Selv om provisjonen ikke er beløpsmessig fastsatt før emisjonen er gjennomført, er det en utgift som er en direkte følge av tilretteleggers innsats og i klar sammenheng med emisjonen. Dette er ikke sentralt for fremstillingen, og jeg drøfter det ikke videre.

forskjellsbehandling av aksjeeiere. Den kan tenkes avhjulpet ved at selskapet må varsle at krav er gjort gjeldende. Det påpekes også at denne regelen vanskelig lar seg kombinere med alminnelige konkursrettslige prioritetsregler.

For det tredje vil krav i medhold av en skadesløserklæring ha prioritet etter krav som er oppstått etter registreringen av kapitalforhøyelsen. Den Norske Advokatforeningen sier i sin uttalelse at en slik prioritetsregel ikke vil imøtekomme behovet for å kunne avgi skadesløserklæringer i tilstrekkelig grad. Det foreslås i stede at ansvar etter en skadesløserklæring står tilbake for senere kreditorer ”med mindre etterfølgende kreditorer er gjort kjent med eksistensen av skadesløserklæringen, for eksempel ved at denne meldes til Foretaksregisteret sammen med kapitalforhøyelsen.” På denne måten vil kreditor med fordring som har oppstått etter at emisjonen er registrert, ha hatt all mulighet til å bli kjent med eksistensen av skadesløserklæringen og ta dette med i risikovurderingen.

Ved at det ikke foreslås en ubegrenset adgang for selskapet til å påta seg ansvar etter en skadesløserklæring forfektes ikke hensynet til kreditor helt. I stede avveies hensynet til investorbeskyttelse og verdipapirmarkedet mot kreditorbeskyttelse.

Departementet sier også at det er viktig at den registrerte aksjekapitalen er troverdig og vurderer forholdet til kreditorene. Det påpekes at kapitalforhøyelsen bringer midler inn i selskapet, noe som øker kreditors dekningsmuligheter. De som har fordringer fra tiden før kapitalforhøyelsen tas det særlig hensyn til ved at ansvaret etter skadesløserklæringer foreslås begrenset til de midler som netto tilføres selskapet. De som har fordringer som oppsto etter kapitalforhøyelsen, kan ha stiftet disse i tillit til den etter kapitalforhøyelsen registrerte kapitalen, og av hensyn til denne gruppen av kreditorer foreslås det at ansvar etter en skadesløserklæring skal stå tilbake for krav oppstått etter kapitalforhøyelsen.

Det følger av asl. § 10-1 første ledd tredje punktum at ”[bare] aksjeeierne eller bestemte navngitte personer kan innbys til å tegne nye aksjer” i et aksjeselskap. Selskapet har således ikke anledning til å henvende seg til det generelle markedet for å hente inn kapital. Følgelig



foreslås det lovregulering av anledningen til å avgi skadesløserklæringer bare i asal. Det kan hevdes at et aksjeselskap i gitte tilfeller også kan ha behov for å utstede skadesløserklæringer til fordel for tilrettelegger uten at det hefter tvil ved gyldigheten av denne. Ved en emisjon i et aksjeselskap kan tilretteleggers behov for skadesløsholdelse lettere dekkes ved at en eller flere aksjonærer utsteder skadesløserklæringen i stede for selskapet.

For det tilfellet at forslaget til ny asal. § 10-7 ikke vedtas, vil det etter norsk rett fortsatt være tvilsomt om et selskap kan holde tilretteleggere skadesløse. Slik tvil kan være uheldig av særlig to grunner.

For det første er det i de fleste andre vestlige land vanlig at selskapet kan avgi skadesløserklæringer.<sup>104</sup> Hvis ikke tilretteleggere kan vite at de vil bli holdt skadesløse ved transaksjoner med norske aktører, vil de antagelig vegre seg mot å bistå disse, og heller velge utenlandske konkurrenter. Å sette sin lit til at domstolene skal ta en aktiv rolle på området og akseptere at skadesløserklæringer står seg også etter at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, vil antagelig innebære en risiko tilretteleggeren ikke er villig til å ta.<sup>105</sup> Dette vil antagelig begrense norske selskapers tilgang til det i økende grad internasjonaliserte verdipapirmarkedet, samt at det norske markedet kan bli lite attraktivt for internasjonale investorer.

For det andre bryter det med det grunnleggende hensyn at risikoen for eierne i et asa begrenser seg til innskuddet i form av det ved tegningen innbetalte beløp jf. asal. §§ 1-1 og 1-2.<sup>106</sup> Dette kan virke som et mer formalistisk argument, men jeg antar det også kan ha betydning for eierskapsstrategier. På sikt kan det kanskje svekke norske selskaper i form av

---

<sup>104</sup> Ot.prp. 47 (2000-2001) pkt. 4

<sup>105</sup> Skoghøy, Jens Edvin A. *Utviklingstrekk i Høyesteretts rettskildebruk* Lov og Rett 1996 s. 209: ”Det virker som om det i dag skal mindre til for å fravike et prejudikat enn tidligere [...] Den økende tilbøyelighet til å fravike prejudikater synes først og fremst å være et utslag av et sterkere rettspolitisk engasjement, hvor det legges større vekt på reelle hensyn. Etter min oppfatning virker det som om Høyesterett i større utstrekning enn tidligere tar ansvar for å forme rettsutviklingen.”

<sup>106</sup> Woxholth *Selskapsrett* s. 54 - 55

manglede vilje hos investorer til å foreta større transaksjoner eller å komme i posisjon til å drive et mer aktivt eierskap.<sup>107</sup> På denne måten kan manglende vedtakelse av ny asal. § 10-7 bidra til å endre aktørenes praksis og posisjoner på en måte jeg antar ikke er ønskelig. En videre diskusjon av problemstillinger knyttet til dette, foretas ikke.

---

<sup>107</sup> Om fordeler ved aktivt eierskap: Onarheim, Anders *Aktivt eierskap –ille eller ille bra?*  
<http://www.na24.no> 30.03.2006.

## 6 Avslutning

Et emitterende selskap som benytter seg av profesjonelle tilretteleggere kan ha praktisk behov for å avgi erklæring for å holde tilretteleggerne skadesløse for krav som følge av krav om ubundenhet fra investorene.

Siden emisjonsprovenyet tilfaller selskapet, og tilretteleggerne bare fungerer som mellommenn, er det internasjonal praksis for at selskapet påtar seg å holde tilretteleggerne skadesløse. Skadesløserklæringer er kontraktsbestemmelser og vil normalt innebære at tilretteleggeren får dekket alle krav fra tegnerne og omkostninger i tilknytning til disse, herunder prosess- og administrasjonskostnader.

Det må antas at i de fleste tilfeller vil både selskap og tilrettelegger arbeide ut ifra det mål at krav som kan gjøre skadesløserklæringen aktuell, ikke skal oppstå. Normalt ønsker ingen av partene at feil skal forekomme, og skadesløserklæringen får dermed preg av å være en slags forsikring avtalt mellom to kontraktsparter. Kun i svært få tilfeller vil ansvar etter skadesløserklæring bli gjort gjeldende.<sup>108</sup>

Internasjonalt er det praksis for at det er adgang for et selskap til å avgi skadesløserklæringer. Under norsk rett er dette mer tvilsomt.

De motstridende hensyn er i hovedtrekk kreditorhensyn mot hensynet til tilgang til verdipapirmarkedet. Jeg har ikke funnet at noen av de hensyn jeg har drøftet med sikkerhet avgjør spørsmålet. Det er ikke usannsynlig at lovgiver vil ta stilling til spørsmålet. I det foreliggende forslaget til endring av selskapslovgivningen legges avgjørende vekt på

---

<sup>108</sup> Knudsen s. 8 pkt. 2.2: "[...] selskapets løfte om å holde tilrettelegger ansvarsfri [blir] statistisk svært sjelden aktuelt[...]"

tilgang til kapitalmarkedet og det foreslås å vedta en lovendring som åpner for avgivelse av skadesløserklæringer. Dette vil fjerne en del tvil om med hensyn til skadesløserklæringer og lette norske selskapers tilgang til det internasjonale kapitalmarkedet.

## 7 Kilder

### Lover

- Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (asl.)
- Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.)
- Lov 31.mai nr. 4 1918 om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtl.)
- Lov 17. november 2000 nr. 69 om børsvirksomhet m.m. (børsl.)
- Lov 18. mai 2001 nr. 22 om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer
- Lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp (kjl.)
- Lov 16. juni 1972 nr. 47 om kontroll med markedsføring og avtalevilkår (mfl.)
- Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl.)

### Forskrifter

- Forskrift 17. januar 1994 nr. 30 (børsforskriften)
- Forskrift 12. september 2005 nr. 1422 om opplysninger i prospekt (prospektforskriften)
- Forskrift 12. september 2005 nr. 1423 om gjennomføring av prospektkontrollen

### Forarbeider

- Ot.prp. nr. 47 (2000-2001) Om lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer
- Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)
- Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven mv.(gjennomføring av prospektdirektivet)
- Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.

- Justis- og politidepartementets høringsnotat *Etterkontroll av lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*
- St.prp. nr. 80 (2003-2004)
- Innst. O. nr. 80 (1996-1997)
- Innst. S. nr. 19 (2004-2005)
- NOU 1995: 1
- NOU 1996: 3
- NOU 2004: 23

#### Rettspraksis

- Rt. 1925 s. 618
- Rt. 1926 s. 512
- Rt. 1932 s. 145
- Rt. 1961 s. 590
- Rt. 1988 s. 982
- Rt. 1996 s. 742
- Rt. 1996 s. 1463, Labogas
- Rt. 2001 s. 1513
- Rt. 2003 s. 1574, Scandic Markiser AS
- Dom Agder lagmannsrett 8. februar 1993
- Dom Oslo Tingrett, Ulsmoe AS mot Farian Investments Ltd. og Bjørn Rune Gjelsten, Sak nr. 01-11482 A794

#### Litteratur

- Aarbakke, Magnus i *Tidsskrift for Rettsvitenskap* 1989
- Aarbakke, Magnus m.fl. *Aksjeloven og allmenaksjeloven, Kommentanutgave* 2. utgave, Universitetsforlaget 2004
- Aarum, Kristin Normann *Prospektansvaret – behov for nytenkning?*, *Tidsskrift for rettsvitenskap* 2002 Nr. 01-02 s. 4

- Andenæs, Mads Henry *Aksjeselskapsrett* 2. utgave, Oslo 1992
- af Sandeberg, Catharina *Prospektansvaret, Caveat emptor eller caveat venditor?*, Iustus forlag, 2001
- Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett*, Cappelen Akademisk Forlag 2004
- Dahl, Gunnar A. *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag 1997
- Eckhoff, Torstein *Rettskildelære* 5. utgave ved Jan E. Helgesen, Universitetsforlaget 2001
- Gjems-Onstad, Ole *Valg av selskapsform* 4. utgave, Gyldendal Akademisk 1999
- Hagstrøm, Viggo *Obligasjonsrett* i samarbeid med Magnus Aarbakke, Universitetsforlaget 2003
- Hov, Jo *Avtaleslutning og ugyldighet, kontraktsrett I* 3. utgave, Papinian 2002
- Hov, Jo *Avtalebrudd og partsskifte, kontraktsrett II* 2. utgave, Papinian 2002
- Knudsen, Gudmund *Selskapets ansvar for uriktige eller villedende opplysninger ved aksjetegning og kjøp av aksjer* Tidsskrift for forretningsjuss, nr. 4 1997 s. 1
- Lødrup, Peter *Lærebok i erstatningsrett* 4. utgave, Oslo 1999
- Rune Sæbø *Innsidehandel med verdipapir* Fagbokforlaget 1995
- Woxholth, Geir *Avtalerett* 5. utgave, Gyldendal Akademisk 2003
- Woxholth, Geir *Selskapsrett*, Gyldendal Akademisk 2004

#### Artikler og publikasjoner

- Boye, Knut *Pynting av bruden – Selgers Due Diligence prosess*
- Farmakis, Nikolaos og Bjørn Segrov *Milliardstrøm til Børsen* i Dagens Næringsliv 1./2. oktober 2005
- Onarheim, Anders *Aktivt eierskap – ille eller ille bra*
- *Tilstanden i finansmarkedet 2004* Kredittilsynets rapport mars 2005
- *Penger og kreditt* Norges Bank, publikasjon, mars 2001

#### Annet

- Direktiv 2003/71/ EF om prospekt som skal offentliggjøres når verdipapir tilbys til offentligheten eller opptas til handel og om endring av direktiv 2001/34/EF (prospektdirektivet)

- Direktiv 2003/71/EF om prospekt som skal offentliggjøres når verdipapir tilbys til offentligheten eller opptas til handel og om endring av direktiv 2001/34/EF (prospektdirektivet)
- EØS-avtalen vedlegg IX nytt punkt 29b
- EØS-komiteens beslutning nr. 73/2004 8. juni
- Statens offentlige utredninger SOU 2001:1
- Statens offentlige utredninger SOU 2005: 18 Prospektansvar
- Den Norske Advokatforening *Gjennomføring av nytt prospektdirektiv med tilhørende forordning*
- APL Prospectus in connection with application for listing of the Company's Shares on Oslo Børs and Offering of up to 8,370,832 Shares
- Prospekt utarbeidet i forbindelse med børsnoteringen av og World Nordic ApS' salg av aksjer i Bergesen Worldwide Gas ASA
- 383,177,480 Ordinary Shares in the form of American Depositary Shares or Ordinary Shares, Statoil ASA (Statoil-prospektet)
- Vedlegg 2 til de alminnelige forretningsvilkår for Pareto Securities ASA
- Ruud, Cecilie Grue og Bjørn Dale (2005): *Et børsliv*. Forelesning, Oslo: Wikborg, Rein 09.10.2005
- Maynard, Edwin S. *Introduction to Securities Practice* forelesning advokatfirmaet Paul, Weiss, New York 06.03.2006
- [www.brreg.no](http://www.brreg.no)
- [www.bedin.no](http://www.bedin.no)
- [www.nfmf.no](http://www.nfmf.no)



