

Selskapers erverv av egne aksjer

I lys av 2006/68/EF

Veileder: Tore Bråthen

Antall ord: 13 267

Innleveringsfrist: 12.12.2011

1 INNLEDNING	4
1.1 PRESENTASJON AV OPPGAVENS TEMA	4
1.2 PRESISERINGER	5
1.3 AVGRENSNING	5
2 RETTSKILDEBILDET	5
2.1 RETTSGRUNNLAG	5
2.2 INTERNASJONALE FORPLIKTELSE	6
3. GENERELT OM ERVERV AV EGNE AKSJER	7
3.1 HENSYNENE BAK REGLENE	7
3.2 BEGREPSFORVIRRING; FORBUD ELLER ADGANG	8
4 FORENKLING OG MODERNISERING AV AKSJELOVENE	9
4.1 ENDRING AV ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	9
4.2 GJENNOMFØRINGEN I NORGE	9
4.3 ENDRINGS DIREKTIVETS BETYDNING FOR NORSKE REGLER	10
5 ERVERVSBEGRENSNINGEN	11
5.1 DAGENS REGEL - EN TIDEL AV AKSJEKAPITALEN	11
5.2 MULIG RETTSUTVIKLING – IKKE LENGER EN TIDEL AV AKSJEKAPITALEN	11
5.3 BØR ERVERVSGRENSEN PÅ 10 PROSENT ENDRES?	12
5.3.1 KONSEKVENSENE AV EN ENDRING	12
5.3.2 ØNSKET OM HARMONISERING MED INTERNASJONAL LOVGIVNING	14
5.3.2.1 Bakgrunnen for harmoniseringsønsket	14
5.3.2.2 Rettstilstanden i noen europeiske stater	15
5.3.2.2.1 Sverige	15
5.3.2.2.2 Danmark	15
5.3.2.2.3 Finland	15
5.3.2.2.4 Tyskland	16
5.3.2.2.5 Storbritannia	16
5.3.2.2.6 Frankrike	16
5.3.2.2.7 Nederland	16
5.3.2.3 BEHOVET FOR AT ERVERVSBEGRENSNINGEN TILPASSES ØVRIGE LANDS LOVREGULERING	16
5.3.3 ERVERVSBEGRENSNINGEN OG MISBRUKSFAREN	17
5.3.3.1 Risikoen dersom ervervsbegrensning oppheves	17
5.3.3.2 Risikoen for markedsmanipulasjon	17
5.3.3.3 Risikoen for innsidehandel	20
5.3.3.4 Risikoen for brudd på likhetsprinsippet	22
5.3.4 HVILKEN LØSNING BØR VELGES?	24
6. KRAVET OM MINSTE UTESTÅENDE AKSJEKAPITAL	25
6.1 DAGENS REGEL	25
6.2 AKSJEKAPITALKRAVET I ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	26
6.3 BETYDNINGEN AV ENDRINGENE I ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	26
6.4 HENSIKTMESSIGHETEN AV VIDEREFØRING AV AKSJEKAPITALKRAVET I § 9-2 (1) 2. PUNKTUM	28
6.4.1 GENERELT	28
6.4.2 FORHOLDET MELLOM KRAVET OM MINSTE UTESTÅENDE AKSJEKAPITAL OG OPPHEVELSE AV ERVERVSBEGRENSNINGEN	31

7. FULLMAKTKRAVET PÅ GENERALFORSAMLINGEN	32
7.1 DAGENS REGEL	32
7.2 FULLMAKTKRAVET I ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	32
7.3 BETYDNINGEN AV ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	32
7.4 HENSIKTMESSIGHETEN AV VIDEREFØRING AV KRAVET OM TO TREDJEDELS FLERTALL	33
8. KRAVET OM REGISTRERING I FORETAKSREGISTERET	34
8.1 DAGENS REGEL	34
8.2 REGISTRERINGSPLIKT I ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	35
8.3 BETYDNINGEN AV ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	35
8.4 HENSIKTMESSIGHETEN AV EN VIDEREFØRING AV KRAVET OM FORETAKSREGISTRERING	35
9. STYREFULLMAKTENS GYLDIGHETSPERIODE	36
9.1 DAGENS REGEL	36
9.2 GYLDIGHETSPERIODEN I ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	36
9.3 BETYDNINGEN AV ANNET SELSKAPSRETTS DIREKTIV	36
9.4 BØR GYLDIGHETSPERIODEN I AKSJELOVENE UTVIDES?	37
10. AVSLUTTENDE BEMERKNINGER	39
KILDER	40

1 Innledning

1.1 Presentasjon av oppgavens tema

Aksjeloven og allmennaksjeloven gir henholdsvis aksjeselskap og allmennaksjeselskap en begrenset mulighet til å erverve egne aksjer. Emnet reiser i seg selv flere ulike rettslige problemstillinger.

Rammene for selskapers handel med egne aksjer er gitt i aksjelovenes kapittel 9. Utgangspunktet er at aksjeselskap og allmennaksjeselskap kan erverve egne aksjer såfremt "den samlede pålydende verdi av beholdningen av egne aksjer etter ervervet ikke overstiger ti prosent av aksjekapitalen", jf asl/asal § 9-2 (1) 1. punktum. Utover dette oppstiller loven en rekke begrensninger.

Selskapers rett til å erverve egne aksjer er et forholdsvis nytt rettsområde innen norsk aksjeselskapsrett. Før aksjelovene fra 1997 trådte i kraft i 1999, var erverv av egne aksjer i utgangspunktet ikke tillatt.¹ Årsaken til at lovgiver valgte å åpne for erverv av egne aksjer, var et ønske om å følge selskapsrettens utvikling i Europa.² I 1991 vedtok EU annet selskapsrettsdirektiv. Artikkel 19 i direktivet åpnet for selskapers erverv av egne aksjer. Av denne grunn var tendensen i Europa mer liberale regler. Da aksjelovene av 1997 innenfor relativt strenge rammer ga adgang til erverv av egne aksjer, var dette kontroversielt og førte til diskusjon i den juridiske teori.³

Lovgiver har i dag satt i gang en ny revisjon av aksjelovgivningen. Et viktig formål er å gjøre aksjelovgivningen enklere og bedre tilpasset små og mellomstore selskapers behov.⁴ Et annet formål er å tilpasse de norske reglene til den selskapsrettslige utvikling som har skjedd innen EU siden aksjelovene trådte i kraft i 1999.⁵ Endringsdirektiv 2006/68/EF artikkel 19 gjør endringer i annet selskapsrettsdirektiv artikkel 19. Den nye bestemmelsen innebærer en adgang til ytterligere liberalisering av reglene om erverv av egne aksjer. En naturlig del av arbeidet med revisjon av aksjelovgivningen er derfor spørsmålet om endring av lovenes regler om selskapers erverv av egne aksjer.

Det største og mest påfallende forslag til endring innen området for selskapers erverv av egne aksjer, er at ervervsbegrensningen på ti prosent av aksjekapitalen kan sløyfes, jf aksjelovenes § 9-2 (1). Hvis dette får gjennomslag har aksjelovenes regler om erverv av egne aksjer gjennomgått en formidabel omstilling siden 1999. Utover forslaget om opphevelse av ervervsbegrensningen, kan revisjonen føre til flere andre endringer av reglene i aksjelovenes kapittel 9.

I denne oppgaven skal jeg redegjøre for de endringer som kan bli vedtatt, og konsekvensen av dem. De potensielle endringene vil bli sett i lys av dagens regler.

¹ Bråthen I s. 147.

² NOU 1992:29 s. 108.

³ Andenæs II s. 359.

⁴ Prop. 148 L s. 6.

⁵ Prop. 148 L s. 6.

Oppgaven vil særlig behandle forslaget om at selskaper skal kunne erverve inntil hundre prosent av egen aksjekapital, da dette innebærer en betydelig endring fra dagens regler.

1.2 Presiseringer

Reglene om erverv av egne aksjer i aksjeselskapsloven og allmennaksjeloven er i all hovedsak identiske. Med mindre det gis uttrykk for annet, gjelder det som skrives for begge lover. De forskjeller som finnes vil presenteres og presiseres underveis i fremstillingen. Når betegnelsen selskap anvendes, henvises det til begge selskapsformer.

Med kjøp av egne aksjer og tilbakekjøp av aksjer menes i oppgaven det samme som erverv av egne aksjer.

1.3 Avgrensning

Forbudet i aksjelovens § 9-1 mot at aksjeselskap og allmennaksjeselskap tegner egne aksjer vil ikke bli behandlet i oppgaven.

Skatte- og regnskapsrettslige spørsmål vil heller ikke bli behandlet. Det samme gjelder forholdet mellom aksjelovens regler om erverv av egne aksjer og regelen om avtale mellom selskapet og en aksjonær om erverv store aksjeposter, jf aksjelovens § 3-8.

Oppgaven vil ikke være en gjennomgang av alle vilkår som ifølge aksjelovens §§ 9-2 til 9-9 må oppfylles for at selskapet skal ha adgang til å erverve egne aksjer. De vilkår som er uten betydning i forhold til en eventuell endring av aksjeloven, behandles derfor ikke.

2 Rettskildebildet

2.1 Rettsgrunnlag

Aksjelovens og allmennaksjelovens ordlyd utgjør den naturlige primære rettskilde på dette rettsområdet.

Forarbeidene utarbeidet ved vedtakelsen av de to lovene er viktige kilder for å kartlegge innholdet av reglene som gjelder ved selskapers kjøp av egne aksjer.⁶ I tillegg er det utarbeidet etterfølgende forarbeid som er relevante da disse gir uttrykk for lovgiverviljen.⁷

⁶ NOU 1992:29, NOU 1996:3, Ot.prp.nr 36 (1993-94), Ot.prp.nr 23 (1996-97).

⁷ Ot.prp.nr 55 (2005-06), Prop. 148 L (2010-11).

Selskapers handel med egne aksjer har foreløpig ikke ført til saker som er behandlet av Høyesterett. Fraværet av rettspraksis understreker forarbeidernes viktige stilling som rettskilde.

Det finnes noe juridisk spesiallitteratur om selskapers erverv av egne aksjer, som vil bli brukt på vanlig måte i avhandlingen.

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg har i forbindelse med vedtakelsen av aksjelovene i 1997 utarbeidet et skrift med supplerende anbefalende regler for kjøp og salg av egne aksjer. I den grad skriftet "egne aksjer" anvendes som juridisk litteratur, er det klart en rettskilde som står på egne ben. Det kan stilles spørsmål til egen-vekten av de supplerende regler skriftet oppstiller, sammenlignet med aksjelovgivningen. Dette blir imidlertid et rettskildespørsmål som ligger utenfor oppgaven.

I likhet med Næringslivets Aksjemarkedsutvalg har Oslo Børs utformet supplerende og veiledende retningslinjer ved kjøp av egne aksjer.⁸ Vekten som rettskilde tilsvarer ovennevnte skrift fra NAU.

2.2 Internasjonale forpliktelser

Norge er gjennom EØS-avtalen artikkel 77 jf 119, forpliktet til å anvende og utforme selskapsretten slik at den samsvarer med EU-retten på dette området. Det aktuelle EU-direktivet som i denne sammenheng legger føringer på norsk rett, er annet selskapsrettsdirektiv.⁹ Direktivet legger bare rettslige føringer for reguleringen av selskaper tilsvarende norske allmennaksjeselskap, jf artikkel 1 nr 2. Den norske lovgiver har imidlertid ikke funnet grunn til å gjøre forskjell på reglene for allmennaksjeselskap og aksjeselskap.¹⁰ Direktivet er derfor av interesse for begge selskapsformer.

Som nevnt over, åpnet aksjelovene for erverv av egne aksjer slik at norsk rett skulle være i tråd med annet selskapsrettsdirektiv art 19-24. Årsaken til behovet for ny revidering av de norske reglene på området for selskapers erverv av egne aksjer, er at direktiv 2006/68/EF gjør endringer i annet selskapsrettsdirektiv. Norge er på samme måte som i forhold til annet selskapsrettsdirektiv bundet til å utforme nasjonal lovgivning i overensstemmelse med endringsdirektivet.

Annet selskapsdirektiv forplikter ikke medlemslandene til å tillate erverv av egne aksjer. Men for de land som åpner for selskapers handel med egne aksjer oppstiller direktivet regler som må følges.¹¹

Etttersom Norge i aksjelovene av 1997 valgte å åpne for selskapers kjøp av egne aksjer, er vi forpliktet til å overholde direktivets krav på dette rettsområdet.

⁸ Oslo Børs, 2/1999, 2/2008.

⁹ 77/91/EØF.

¹⁰ Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 110.

¹¹ Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 106.

3. Generelt om erverv av egne aksjer

3.1 Hensynene bak reglene

Det kan være flere grunner til at selskaper ønsker å handle med egne aksjer. I aksjelovens forarbeider fremheves flere situasjoner hvor selskaper kan ha helt legitime begrunnelser for å erverve egne aksjer.¹²

Blant disse legitime begrunnelsene er selskapers behov for effektivt å kunne endre kapitalstrukturen i selskapet.¹³ Mulighet for kjøp av egne aksjer kan bidra til at selskaper raskt kan endre forholdet mellom fremmed- og egenkapital, ettersom lovens formelle krav til kapitalendringer ikke må følges. Adgang til kjøp av egne aksjer representerer derfor en ubyråkratisk og effektiv fremgangsmåte for gjennomføring av kapitaltilpasninger.¹⁴

En annen legitim begrunnelse er at en beholdning av egne aksjer kan fungere som vederlag ved fusjon.¹⁵ Ved fusjon er det vanlig praksis at deler av vederlaget betales med aksjer i det overtakende selskap.¹⁶ Likeså kan egne aksjer fungere som vederlag både ved overtakelse av andre virksomheter og ved kjøp av formuesgjenstander.¹⁷

En tilgjengelig beholdning av egne aksjer kan også lette eieroverganger ved generasjonsskifte.¹⁸

Fordelen ved å ha en tilgjengelig beholdning av egne aksjer ved aksjonærs inntreden og uttreden, fremheves også i forarbeidene som et legitimt behov for erverv av egne aksjer.¹⁹ I tillegg er en adgang til å erverve egne aksjer svært praktisk for å lette administrasjonen av ordninger hvor ansatte eier selskapet.²⁰ Adgang til erverv av egne aksjer vil være særlig fordelaktig for selskaper som ikke er børsregistrert.²¹ Aksjene i et slikt selskap kan være vanskelig å omsette. Ved at selskapet kan kjøpe og selge egne aksjer etableres et marked.

¹² Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 108.

¹³ Ot.prp.nr 23 (1996-97) s. 102.

¹⁴ Krüger Andersen s. 254.

¹⁵ NOU 1992:29 s. 110.

¹⁶ Krüger Andersen s. 255.

¹⁷ NOU 1992:29 s. 110.

¹⁸ Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 108.

¹⁹ Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 106.

²⁰ NOU 1992:29 s. 110.

²¹ Krüger Andersen s. 255.

I juridisk teori nevnes det at selskapet ved å erverve egne aksjer gis mulighet til større fleksibilitet i forhold til tilbakebetaling til aksjonærene enn det som følger av aksjelovens regler om utbetaling av ordinært utbytte.²²

Ønsket om at norske regler om erverv av egne aksjer skal harmonisere med lovgivningen ellers i Europa fremheves også som et hensyn bak reglene om erverv av egne aksjer.²³

Det hensyn som i sterkest grad taler mot at selskaper skal kunne erverve egne aksjer er kreditorhensynet.²⁴ Erverv av egne aksjer har store likhetstrekk med kapitalnedsettelse. Det synes lite rimelig om selskapet skal kunne omgå disse reglene ved å erverve egne aksjer.

Forarbeidene fremhever også at muligheten for brudd på likhetsprinsippet, faren for kursmanipulasjon og muligheten for innsiddehandel taler mot at det overhode er adgang til erverv av egne aksjer.²⁵

Disse mot-hensynene ble av lovgiver ikke funnet tilstrekkelig tungtveiende til å utelukke en adgang for selskaper til å erverve egne aksjer.²⁶

3.2 Begrepsforvirring; forbud eller adgang

Som tidligere nevnt er utgangspunktet at selskaper kan handle egne aksjer så lenge deres samlede beholdning av egne aksjer ikke overstiger ti prosent av selskapets aksjekapital, jf asl/asal § 9-2 (1). Sees dette utgangspunktet isolert, fremstår det som om hovedregelen er adgang til handel med egne aksjer.

Aksjelovene §§ 9-2 til 9-4 stiller imidlertid opp flere begrensninger for ervervsadgangen. Det er omfanget av begrensningene og de hensyn som ligger bak disse, som er begrunnelsen for at det i juridisk teori er hevdet at lovenes utgangspunkt er et forbud mot erverv av egne aksjer.²⁷

Det synspunkt at aksjelovene bygger på et forbud mot erverv av egne aksjer stemmer overens med prinsippet i aksjeloven av 1976. Loven ga et tilnærmet unntaksfritt forbud mot erverv av egne aksjer.²⁸ Forskjellen mellom den utgåtte og den gjeldende aksjelovgivning er et forbud versus en adgang til begrenset erverv på gitte vilkår. Selv om muligheten for erverv er strengt regulert, virker det kunstig å klassifisere en adgang som et forbud. Det tas i det videre utgangspunkt i at aksjeloven oppstiller en adgang til selskapers erverv av egne aksjer.

²² Grønland s. 18.

²³ Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 108.

²⁴ Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 108-109.

²⁵ Ot.prp.nr 23 (1996-97) s. 101.

²⁶ Ot.prp.nr 23 (1996-97) s. 103.

²⁷ Andenæs s. 489, Grønland s. 17.

²⁸ Lov 4 juni 1976 nr 59 om aksjeselskaper § 7-2.

4 Forenkling og modernisering av aksjelovene

4.1 Endring av annet selskapsrettsdirektiv

EU vedtok 6. september 2006 endringsdirektiv 2006/68/EF. EØS-komiteen besluttet de nye reglene innlemmet i EØS-avtalen den 6. juli 2007.

Endringsdirektivet, som gjelder stiftelse av allmennaksjeselskap og sikring og endring av deres kapital, medførte endringer i annet selskapsdirektiv.²⁹ Blant endringene er adgang til lempeligere nasjonale regler vedrørende selskapers erverv av egne aksjer.

Endringsdirektivets hovedformål er å modernisere og forenkle reglene i annet selskapsdirektiv, slik at selskaper får større fleksibilitet til å foreta kapitalrelaterte disposisjoner.³⁰ Økt fleksibilitet kan føre til at selskaper mer effektivt kan tilpasse seg forandringer i markedet.³¹ EUs hovedformål om å sikre et funksjonelt, konkurransedyktig og effektivt indre marked, må antas å være et bakenforliggende hensyn når det utformes regler som skal gi bedre driftsbetingelser for selskaper av ASA-typen. I endringsdirektivets preambel fremheves det også at hensynet til kreditorer og aksjonærer ikke må svekkes som følge av de nye reglene.

4.2 Gjennomføringen i Norge

Stortinget vedtok endringsdirektivet som en del av EØS-avtalen den 16. desember 2008.

I 2007 ble forslag til endringer i aksjeloven og allmennaksjeloven som følge av endringsdirektivet, sendt ut til høring. I høringsnotatet ble det fremmet forslag om å endre aksjelovens § 9-4 (2), slik at den maksimale gyldighetsperiode for generalforsamlingens fullmakt blir utvidet fra atten måneder til fem år.³² Øvrige endringer i reglene om selskapers erverv av egne aksjer ble ikke fremmet.

I juni 2010 ble advokat Gudmund Knudsen på vegne av Justisdepartementet bedt om å utforme en utredning om behovet for forenkling og modernisering av aksjelovene. Utredningen forelå i januar 2011, og ble deretter sendt på høring. Utredningen innebærer forslag om en vesentlig oppmykning av aksjelovens gjeldende regler om selskapers erverv av egne aksjer.

Høringsrunden er nå avsluttet. Neste trinn i prosessen med revisjonen av aksjelovgivingen vil være at Justisdepartementet utferdiger en proposisjon. Denne er ventet rundt årsskiftet 2011/2012.

²⁹ Høringsnotat s. 2.

³⁰ Endringsdirektivets preambel punkt 4.

³¹ Endringsdirektivets preambel punkt 4.

³² Høringsnotat s. 18.

Gudmund Knudsens utredning blåser nytt liv i spørsmålet om aksjelovenes regler om erverv av egne aksjer bør tilpasses de lempeligere regler som endringsdirektivet åpner for.

4.3 Endringsdirektivets betydning for norske regler

Ifølge høringsnotatet fra 2007 nødvendiggjør ikke endringsdirektivet forandringer i norsk rett.³³ Endringsdirektivets utforming kan likevel tyde på at aksjelovenes regler om erverv av egne aksjer ikke kan beholdes uforandret.

I endringsdirektivet artikkel 19 nr 1 heter det at de vilkår som er oppstilt i artikkelens første del "skal" følges opp i nasjonal lovgivning, dersom landet åpner for erverv av egne aksjer.

Det opprinnelige krav i annet selskapsrettsdirektiv artikkel 19 var at landene "minst" måtte oppfylle de krav som fulgte av direktivet.

Det er fortsatt valgfritt om et land overhodet velger å tillate selskapers erverv av egne aksjer. Men den nye utformingen til artikkel 19 medfører at direktivet ikke lenger er et minimumsdirektiv.³⁴ Konsekvensen er sannsynligvis at nasjonal lovgivning som går lenger enn de vilkår som oppstilles i endringsdirektivet strider mot våre EØS-forpliktelser.³⁵

Aksjelovgivningen går på tre punkter lenger enn endringsdirektivets artikkel 19. Dette gjelder kravet om at kjøp av egne aksjer ikke må ha den konsekvens at aksjekapitalen med fradrag av beholdningen av egne aksjer blir mindre enn minste tillate aksjekapital på kroner 100 000, jf § 9-2 (1) 2 punktum, kravet om at generalforsamlingen må ha flertall som for vedtektsendring for å gi styret fullmakt til å beslutte erverv, jf § 9-4 (1), og kravet om at generalforsamlingens beslutning må registreres i Foretaksregisteret, jf § 9-4 (4).

I tillegg til de lovendringer som direktivet nødvendiggjør, er som nevnt det faktum at direktivet opphever ervervsbegrensningen på 10 prosent av stor betydning for spørsmålet om endring av norske regler.

Videre innebærer endringsdirektivets art 19 (1) bokstav a, at den maksimale gyldighetsperiode for generalforsamlingens fullmakt tillates utvidet fra atten måneder til fem år.

³³ Høringsnotat s. 2.

³⁴ Fosvold s. 89.

³⁵ Fosvold s. 93, Birkeland s. 14.

5 Ervervsbegrensningen

5.1 dagens regel - en tidel av aksjekapitalen

Lovtekstens første begrensning av selskapers handel med egne aksjer er at den "samlede pålydende verdi av beholdningen av egne aksjer etter ervervet ikke overstiger ti prosent av aksjekapitalen", jf § 9-2 (1) 1. punktum. Utover denne begrensningen oppstiller loven flere andre vilkår.

Egne aksjer som selskapet har avtalepant i er en del av selskapets beholdning av egne aksjer, jf § 9-2 (2). Likeså inkluderes datterselskaps beholdning av aksjer i morselskapet og aksjer ervervet til eie eller pant av andre enn selskapet, men for selskapets regning, jf § 9-2 (2). Beholdningen av egne aksjer omfatter videre både tidligere ervervede aksjer og nyervervede aksjer jf § 9-2 (2) 1.punktum sml. (1) 1. punktum.

Ti-prosents begrensningen er absolutt utformet.³⁶ Grensen endres derfor ikke selv om tungtveiende forhold skulle tilsi økt ervervsadgang. Eksempler på slike forhold kan være at selskapet har svært god likviditet, slik at sikkerheten for selskapets kreditorer ikke svekkes ved kjøp av egne aksjer. En annen situasjon kan være behov for en viss beholdning av egne aksjer i selskaper som eies av ansatte. Selskapet vil da være avhengig av mulighet for å kjøpe egne aksjer når ansatte slutter, og likeledes å ha tilgjengelige aksjer ved ansettelse.

Innenfor den absolutte grensen på ti prosent kan imidlertid selskapet erverve aksjer uten at kjøpet må begrunnes eller ha et spesielt formål.³⁷

Opprinnelig fastslo annet selskapsrettsdirektiv at medlemslandene kunne velge om de ville åpne for erverv av egne aksjer. All den tid den nasjonale lovgiver valgte å åpne for dette, oppstilte annet selskapsrettsdirektiv artikkel 19 en øvre ervervsgrænse på 10 prosent av aksjekapitalen. Aksjelovens § 9-2 er utformet i samsvar med direktivet.

5.2 Mulig rettsutvikling – ikke lenger en tidel av aksjekapitalen

Etter endringsdirektivet artikkel 19 nr 1, er det fortsatt valgfritt om medlemslandene vil åpne for handel med egne aksjer.³⁸ Den absolutte ervervsgrænse på ti prosent er imidlertid endret.

Såfremt det enkelte land åpner for handel med egne aksjer, er det nå valgfritt om det fastsettes en øvre ervervsgrænse.³⁹ Samtidig oppstiller endringsdirektivet en

³⁶ Aabakke s. 641.

³⁷ Andenæs s. 494.

³⁸ "Member States *may* permit a company to acquire its own shares".

minstegrense på ti prosent for de land som åpner for handel med egne aksjer.⁴⁰ Det betyr at EUs medlemsstater kan velge enten å forby erverv av egne aksjer, eller å tillate dette innenfor en ramme på ti til hundre prosent av egen aksjekapital.

Endringsdirektivet åpner med andre ord for en mer lempelig og fleksibel nasjonal lovgivning.

Justisdepartementet fremmet i høringsnotatet om endringene i annet selskapsrettsdirektiv forslag om videreføring av kravet om at den samlede verdien av egne aksjer etter ervervet ikke kan overstige ti prosent av aksjekapitalen, jf aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum.⁴¹

Gudmund Knudsen foreslår imidlertid i sin utredning om forenkling og revisjon av aksjeloven at ti prosentgrensen oppheves.⁴²

Ettersom aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum tillater erverv av egne aksjer innenfor en ramme på 10 % av egen aksjekapital, strider ikke bestemmelsen mot endringsdirektivets artikkel 19. Bestemmelsen kan derfor beholdes uforandret uten at Norge bryter sine forpliktelser etter EØS-avtalen.

Spørsmålet blir således ikke om Norge må, men heller om Norge bør forandre ervervsgrensen i § 9-2.⁴³

At ervervsgrensen fjernes innebærer mulighet for forskjellige lovtekniske løsninger. Endringsdirektivet åpner som nevnt for at det enkelte medlemsland kan tillate et erverv som medfører eierskap av mellom ti og hundre prosent av egen aksjekapital. Sammen med spørsmålet om Norge bør endre ervervsgrensen på ti prosent, oppstår derfor spørsmålet om hvor stor ervervsadgangen eventuelt bør være. Sistnevnte spørsmål behandles etter vurderingen av om ti-prosentgrensen bør oppheves.

5.3 Bør ervervsgrensen på 10 prosent endres?

5.3.1 Konsekvensene av en endring

Dersom begrensningen i aksjelovens § 9-2 (1) oppheves, vil selskaper få langt større adgang til å erverve egne aksjer. Dette vil gi selskaper økt fleksibilitet og handlefrihet, og vil således samsvare med endringsdirektivets formål.⁴⁴ Men selv om ervervsbegrensningen på ti prosent oppheves, oppstiller loven flere øvrige krav som utgjør kvantitative begrensninger for det antall aksjer som kan erverves.

³⁹ jf artikkel 19 i).

⁴⁰ jf artikkel 19 i) siste punktum.

⁴¹ Høringsnotat s. 14.

⁴² Gudmund Knudsen s. 101.

⁴³ Høringsnotat s. 11.

⁴⁴ Fosvold s. 23.

For det første må selskapets frie aksjekapital overstige det vederlag som betales for aksjene, jf aksjelovene § 9-3. Dette vilkåret vil ikke bli endret som følge av endringsdirektivet. Det er heller ikke tilstrekkelig at vederlaget ligger innfor selskapets frie aksjekapital, dersom ervervet ikke er "forenelig med forsiktig og god forretningsskikk", jf § 9-3 2. punktum. I den forbindelse skal det tas hensyn til tap som allerede er inntruffet, og tap som det kan forutsettes at vil inntreffe. Utover dette oppstiller aksjelovens § 3-4 et krav om at selskapet til enhver tid skal ha en forsvarlig egenkapital. Sammenhengen mellom det alminnelige krav til forsvarlig egenkapital, jf § 3-4, og hva som er forenelig med forsiktig og god forretningsskikk, jf § 9-3 2. punktum, er noe uklar.⁴⁵ Det er likevel ikke tvilsomt at begge bestemmelser utgjør kvantitative begrensninger for selskapers adgang til å erverve egne aksjer.

For det andre vil kravet om minste utestående aksjekapital i aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum, utgjøre en kvantitativ begrensning. I bestemmelsen heter det at ervervet ikke må medføre at "aksjekapitalen med fradrag av det samlede pålydende av beholdningen av egne aksjer blir mindre enn minste tillatte aksjekapital etter § 3-1 første ledd". Kravet om minste utestående aksjekapital kan bli opphevet under arbeidet med forenkling og modernisering av aksjelovgivning. Hvorvidt kravet om minste utestående aksjekapital bør oppheves eller videreføres, drøftes senere i oppgaven.

En eventuell opphevelse av ervervsbegrensningen på ti prosent reiser spørsmål om kreditorene vil få tilstrekkelig vern. En av begrunnelsene for at aksjelovene av 1997 åpnet for erverv av egne aksjer, var nettopp at ervervsbegrensningen på ti prosent ville sikre tilstrekkelig ivaretagelse av kreditorvernet.⁴⁶

Også kravet om minste utestående aksjekapital i aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum er begrunnet med kreditorvern.⁴⁷ Dette tilsier at denne kvantitative begrensningen vil kunne sikre kreditorvern dersom ervervsbegrensningen på ti prosent ikke videreføres. Betydningen av minste utestående aksjekapital som vern av kreditorene drøftes senere i oppgaven. Kort oppsummert kan det her nevnes at dette kravet gir begrenset kreditorvern. I tillegg er det, som tidligere nevnt, ikke gitt at kravet om minste utestående aksjekapital videreføres i fremtidens aksjelovgivning. Det er derfor mer interessant å vurdere hvorvidt lovens øvrige begrensninger i forhold til selskapets egenkapital ved erverv av egne aksjer, sørger for tilstrekkelig ivaretagelse av hensynet til kreditorene.

Aksjelovens forarbeider fremhever at kravet til fri egenkapital, jf § 9-3, vil beskytte kreditorene.⁴⁸ I tillegg til kravet om fri egenkapital vil både kravet om at ervervet må være "forenelig med forsvarlig og god forretningsskikk, jf § 9-3 2. punktum, og kravet om forsvarlig egenkapital, jf § 3-4, sikre at hensynet til kreditorene ivaretas selv om ervervsbegrensningen på ti prosent oppheves.⁴⁹

⁴⁵ Bråthen s. 155.

⁴⁶ Ot.prp.nr. 36 (1993-94) s. 108, Ot.prp.nr 23 (1996-97) s. 102.

⁴⁷ NOU 1992:29 s. 108, 112.

⁴⁸ Ot.prp.nr. 36 (1993-94) s. 108.

⁴⁹ Høringsnotat s. 13.

Vederlaget for kjøp av egne aksjer må under enhver omstendighet kunne dekkes av selskapets frie egenkapital, jf § 9-3 jf § 8-1 (3). Selskapets frie egenkapital setter rammen for det beløp som kan utdeles til aksjonærene som utbytte, jf § 8-1. I og med at selskapet uansett kan velge å utbetale dette som utbytte, vil denne delen av kapitalen uansett ikke gi vern til kreditorene.⁵⁰ De ovennevnte bestemmelsene innebærer således at selskapet ikke kan redusere sin bundne egenkapital ved erverv av egne aksjer.

Hensynet til selskapets kreditorer synes å være tilstrekkelig ivaretatt gjennom lovens krav til selskapets egenkapital.

I høringsnotatet utarbeidet i forkant av Knudsens utredning, uttales det at det neppe kan aksepteres at selskaper i det vesentlige blir selveiende.⁵¹ En opphevelse av ervervsbegrensningen på ti prosent, vil imidlertid ikke gi selskapet mulighet til å bli fullstendig selveiende.⁵² Selskapets egne aksjer gir ikke stemmerett på generalforsamlingen, jf asl § 5-3 (3) og asal § 5-4 (3). Sett i sammenheng med aksjelovens flertallskrav for gyldige beslutninger, jf §§ 5-17 til § 5-20, forutsettes det at minst én aksje må eies av andre enn selskapet.

Som nevnt under avsnitt 3.1, kan selskap ha legitime grunner for å erverve egne aksjer. Dagens ervervsbegrensning på ti prosent setter likevel en klar skranke for selskapers adgang til å erverve aksjer til disse legitime formålene.⁵³ Eksempelvis vil det være fordelaktig for selskaper som eies av sine ansatte, at ervervsbegrensningen på ti prosent ikke videreføres. Dette vil lette overførselen av aksjer i forbindelse med at ansatte slutter, og nye ansatte tilsettes. Også i andre situasjoner hvor selskapet har legitime grunner for å erverve egne aksjer, vil det være en fordel dersom ervervsbegrensningen sløyfes. Fordelen vil sannsynligvis bli ekstra stor for uregistrerte aksjeselskaper. For disse selskapene vil det i mange tilfeller være vanskeligere å omsette aksjene enn det er for registrerte aksjeselskaper. Behovet for å kunne erverve egne aksjer kan derfor være ekstra stort.

5.3.2 Ønsket om harmonisering med internasjonal lovgivning

5.3.2.1 Bakgrunnen for harmoniseringsønsket

Internasjonalt konkurransedyktige regler innen selskapslovgivningen er viktig for norsk næringsliv. Når endringsdirektivet legger opp til en liberalisering av selskapslovgivningen i EUs medlemsstater, blant annet ved at ervervsbegrensningen på ti prosent av aksjekapitalen kan sløyfes, vil det være av verdi å se hvordan øvrige land har gjennomført dette.

I høringsnotatet utarbeidet i forkant av Gudmund Knudsens utredning, var Justisdepartementets foreløpige vurdering at den gjeldende regel; selskapets beholdning av egne aksjer etter ervervet ikke kan overstige 10 prosent, burde bli

⁵⁰ Birkeland s. 17.

⁵¹ Høringsnotat s. 13.

⁵² Knudsen s. 101.

⁵³ Sml. Knudsen s. 101.

stående. Men i umiddelbar sammenheng ble det fremhevet at dette standpunktet måtte vurderes opp mot de løsninger andre land velger.⁵⁴ Høringsnotatet fremhever særlig betydningen av rettstilstanden i de nordiske landene.⁵⁵

Ettersom andre lands lovtekniske løsninger i kjølvannet av endringsdirektivet er av betydning for den norske gjennomføringen, gis det i det følgende en kort oversikt over ervervsbegrensningen i våre nærmeste naboland og i noen europeiske land.

5.3.2.2 Rettstilstanden i noen europeiske stater

5.3.2.2.1 Sverige

Svenske noterte aksjeselskap kan etter dagens gjeldende regel kjøpe egne aksjer såfremt egen beholdning etter ervervet ikke utgjør mer enn ti prosent av selskapets aksjekapital.⁵⁶ Dagens rettsstilling i Sverige samsvarer således med aksjelovens § 9-2.

Ervervsbegrensningen på ti prosent er imidlertid foreslått opphevet.⁵⁷ Det er derfor sannsynlig at svenske noterte aksjeselskap i fremtiden vil kunne erverve opptil hundre prosent av aksjekapitalen.

5.3.2.2.2 Danmark

Danske aksjeselskapers adgang til erverv av egne aksjer var tidligere i stor grad sammenfallende med dagens regler i aksjelovene. I dag gir de danske regler større adgang til erverv av egne aksjer enn de norske. Danmark har valgt å følge endringsdirektivets utvidede ervervsadgang fullt ut. Selskabsloven kapittel 12 åpner derfor for erverv av hele aksjekapitalen.⁵⁸

5.3.2.2.3 Finland

Unoterte aksjeselskaper har etter den finske aksjeloven ikke adgang til å erverve egne aksjer.⁵⁹ Finske aksjeselskaper tilsvarende norske allmenaksjeselskaper kan erverve inntil ti prosent av aksjekapitalen.⁶⁰ Finland har dermed valgt å ikke endre ervervsgrensen, på tross av den adgang som gis i endringsdirektivet. Per dags dato har Finland ikke fremmet forslag om å endre reglene.

⁵⁴ Høringsnotat s. 14.

⁵⁵ Høringsnotat s. 14.

⁵⁶ Aktiebolagslag kapittel 19 § 15.

⁵⁷ DS 2010:8 s. 76, Sou 2009:34 s. 236.

⁵⁸ Selskabsloven §§ 197-198.

⁵⁹ Aktiebolagslag kapittel 15 § 11(2).

⁶⁰ Aktiebolagslag kapittel 15 § 11(1).

5.3.2.2.4 Tyskland

Tyskland har ikke opphevet ervervgrensen som følge av endringsdirektivet. Tyske aksjeselskaper kan erverve inntil ti prosent av selskapets aksjekapital.⁶¹

5.3.2.2.5 Storbritannia

Storbritannia åpnet før endringsdirektivet for erverv av egne aksjer. I tråd med annet selskapsrettsdirektiv var ervervgrensen på ti prosent.⁶² Bestemmelsen som angir ervervgrensen er nå besluttet opphevet.⁶³ Gjeldende rett er derfor at aksjeselskap kan erverve inntil hundre prosent av egen aksjekapital.

5.3.2.2.6 Frankrike

Franske noterte aksjeselskaper kan på gitte vilkår erverve ti prosent av egen aksjekapital.⁶⁴ Frankrike har dermed valgt å ikke utvide ervervsbegrensningen.

5.3.2.2.7 Nederland

Nederland hadde tidligere ervervgrense på ti prosent. Denne begrensningen ble sløyfet som følge av den utvidede ervervsadgangen i endringsdirektivet. I dag kan nederlandske børsnoterte selskap i teorien kjøpe hundre prosent av et selskaps aksjer.⁶⁵

5.3.2.3 Behovet for at ervervsbegrensningen tilpasses øvrige lands lovregulering

Gjennomgangen viser at det ikke er noen klar europeisk tilbøyelighet verken for å oppheve eller beholde ti prosents-grensen. Det kan derfor ikke alene argumenteres med at vi i Norge bør velge å sløyfe ervervsbegrensningen på ti prosent fordi en overvekt av land har valgt å følge den mulighet endringsdirektivet gir.

Likevel tilsier konkurransehensyn at Norge bør oppheve ti-prosentsgrensen. Norge er et lite land med en økonomi som er avhengig av import og eksport. Likeså er vi avhengig av at vilkårene for etablering av selskap er gunstigst mulig. Desto strengere rettsregler vedrørende etablering og drift Norge opererer med, desto færre utenlandske aktører vil etablere seg på det norske markedet. Opphevelse av ervervgrensen har som formål å fremme den beste kapitalutnyttelse i

⁶¹ Aktiengestez § 71 (8).

⁶² Opprinnelig lovtekst: Companies Act chapter 6 section 725.

⁶³ Statutory Instruments, 2009 no. 2022 s.1.

⁶⁴ Code de commerce L 225-209.

⁶⁵ Burgerlijk Wetboek, bok 2, Art 2:98 jf art. 2:64.

aksjeselskaper. Oppheves ti-prosentgrensen, vil dette gi selskapene større fleksibilitet, noe som vil være positivt for norsk næringsliv.

Konkurranseshensynet hadde gjort seg gjeldende allerede om bare et knippe europeiske land hadde opphevet ervervs grensen på ti prosent. Det faktum at flere land nå tillater erverv av opp mot 100 prosent av aksjekapitalen, gjør at argumentet bør veie enda tyngre. Som nevnt ovenfor ga høringsnotatet særlig uttrykk for betydningen av hvilken ervervsbegrensning våre nærmeste naboland ville velge.⁶⁶ At Danmark allerede har valgt å oppheve ervervsbegrensningen på ti prosent og Sverige har foreslått det samme, tilsier at ervervsbegrensningen i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum bør sløyfes.

Hertil kommer også et tidsaspekt. Ettersom det etter direktiv 2006/68/EF er valgfritt om landene i det hele tatt ønsker å åpne for erverv av aksjer, samtidig som de land som tillater dette kan fastsette en grense på mellom ti og hundre prosent av aksjekapitalen, vil Norges konkurransefordel være større jo tidligere ervervsbegrensningen på ti prosent eventuelt sløyfes.

En konsekvens av at lovgiver gjør det mer attraktivt å drive selskap i form av AS eller ASA, kan bli at færre velger å drive som NUF (norsk filial av utenlandsk foretak). Et av formålene bak arbeidet med forenkling og modernisering av aksjeloven synes nettopp og være ønsket om å legge en demper på lysten til å etablere NUF.⁶⁷

Harmoniseringshensynet og rettsutviklingen i Europa synes å peke i retning av at det vil være hensiktsmessig å oppheve ervervs grensen.

5.3.3 Ervervsbegrensningen og misbruksfaren

5.3.3.1 Risikoen dersom ervervsbegrensning oppheves

Dersom ervervsbegrensningen på ti prosent i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum ikke videreføres, får selskaper større adgang til å erverve egne aksjer. Det har blitt hevdet at økt ervervsadgang kan føre til en tilsvarende økning av selskapers muligheter for markedsmanipulasjon, innsidehandel og brudd på prinsippet om likebehandling av aksjonærene.⁶⁸

5.3.3.2 Risikoen for markedsmanipulasjon

Spørsmålet blir hvilken betydning en eventuell opphevelse av ervervsbegrensningen i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum vil ha for faren for markedsmanipulasjon.

Selskaper som erverver egne aksjer, kan utad gi inntrykk av at de anser kjøp av egne aksjer som en god investering. Dermed kan de også påvirke aksjekursen.⁶⁹

⁶⁶ Høringsnotat s. 14.

⁶⁷ Knudsen s. 11.

⁶⁸ Høringsnotat s. 13.

⁶⁹ NAU s. 27.

Spørsmålet om selskapers erverv av egne aksjer er å anse som markedsmanipulasjon må vurderes på vanlig måte i forhold til verdipapirhandellovens regler om markedsmanipulasjon.⁷⁰

Verdipapirhandelloven § 3-8 (1) fastsetter et forbud mot "markedsmanipulasjon". Transaksjoner som "gir, eller er egnet" til å gi et feilaktig bilde av aksjers markedspris eller som "sikrer" en kunstig aksjekurs, strider mot forbudet mot markedsmanipulasjon, jf vphl § 3-8 (2) nr 1. Det gjøres unntak for transaksjoner hvor de som gjennomfører dem, kan "godtgjøre" at den er "legitim" og utført i "overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis i det aktuelle markedet", jf § 3-8 (2) nr 1. I slike tilfeller har markedsmanipulasjon ikke skjedd.

Selv om selskapers erverv av egne aksjer i prinsippet kan påvirke aksjekursen, vil ikke slik handel uten videre utgjøre ulovlig markedsmanipulasjon.⁷¹ Dette følger allerede av at lovgiver gjennom aksjelovens § 9-2 har valgt å åpne for handel med egne aksjer, samtidig som det er oppstilt et forbud mot markedsmanipulasjon i vphl § 3-8.⁷²

Hvis ervervsbegrensningen på ti prosent oppheves, vil dette medføre at selskapet kan eie inntil hundre prosent av egen aksjekapital. I teorien kan dette også bety at selskapet ved én handel kan erverve alle sine aksjer.

Det er størrelsen på den aksjepost selskapet erverver som er mest interessant i forhold til en eventuell opphevelse av ti prosents-grensen. Økningen av mengden aksjer som kan erverves, gir større mulighet for transaksjoner med kraftigere signaler til markedet, og således økt fare for markedsmanipulasjon. Forutsatt at selskaper ikke skjuler informasjon om hvor stor del av aksjekapitalen de selv eier, vil størrelsen på egen eierandel gi mindre signaler til markedet, og dermed være av mindre betydning enn størrelsen på selve tilbakekjøpet.

Det kritiske punkt i forhold til markedsmanipulasjon ved en eventuell opphevelse av ervervs grensen på ti prosent er således det faktum at det åpnes for større kjøp.

Det kan stilles spørsmål om reglene om markedsmanipulasjon i seg selv har evne til å forhindre at økt ervervsadgang gir en korresponderende misbruksmulighet.

Det vil være av betydning hvorvidt kjøpet av egne aksjer er kursendrende eller kursstabiliserende. En viss kursstabilisering vil kunne aksepteres.⁷³ Begrunnelsen synes å være at slike disposisjoner kan rette opp unormal kursutvikling, og således bidra til å gi et riktigere bilde av selskapets investeringsverdi.⁷⁴ Med kursendrende transaksjoner menes derimot transaksjoner som gir et feilaktig bilde av selskapets

⁷⁰ Grønland s. 158.

⁷¹ Bråthen s. 167.

⁷² NAU s. 90.

⁷³ Ot.prp.nr. 12 (2004-05) s. 69, NOU 1996:2 s. 119.

⁷⁴ Oslo Børs, Børssirkulære s. 5.

underliggende forhold, og derfor har en manipulativ virkning.

Generelt gjelder det at jo flere aksjer som erverves av selskapet innenfor et avgrenset tidsrom, desto mindre skal til før handelen er å anse som markedsmissbruk. Dette har sammenheng med at store kjøp lett kan føre til så store svingninger i aksjekursen at transaksjonen er kursendrende - ikke stabiliserende. På den andre side er det ingen automatikk i at et kjøp som medfører eierskap i mer enn ti prosent eller som i seg selv er større enn ti prosent av selskapets aksjekapital er markedsmanipulasjon, selv om ervervsgrensen oppheves.

Erverv av et stort kvantum aksjer vil imidlertid ha stor evne til å endre kursen. Det er rimelig at det skal mye til før slike erverv er å betrakte som "legitime", jf vphl § 3-8 (2) nr 1. I følge Bergo har selskapene ikke mye å gå på før tilbakekjøp anses som kursmanipulasjon.⁷⁵ Uttalelsen er sannsynligvis gitt på bakgrunn av at størrelsen på selskapers erverv er begrenset av dagens regel i aksjelovenes § 9-2 (1) 1. punktum. Selskaper vil imidlertid ikke ha noe mer å gå på dersom ervervsbegrensningen på ti prosent oppheves, slik at de i teorien kan kjøpes større aksjeposter enn i dag.

Straff for markedsmanipulasjon forutsetter at det kan påvises skyld hos den som handler egne aksjer, jf vphl § 17-3 (1). Det er tilstrekkelig med uaktsomhet. Dersom et selskap bare har til hensikt å stabilisere kursen, men kjøper så stort kvantum egne aksjer at kursen ender opp på et unormalt nivå, kan dette betraktes som kursendring og dermed som ulovlig kursmanipulasjon. Forutsetningen er at den som utførte handelen på vegne av selskapet forstod eller burde ha forstått dette. Jo større kjøp av egne aksjer som utføres av selskapet, desto mindre skal til før man bør forstå at dette kan være kursendrende.

Dersom det skjer en kursstabilisering, men selskapet kjøper egne aksjer i samsvar med reglene i forordning 2273/2003, er dette uansett ikke markedsmanipulasjon, jf vphl § 3-12. Forordningens regler vil sikre at økt ervervsadgang ikke fører til fritt spillerom for selskaper. Selv om det åpnes for at selskaper kan erverve inntil hundre prosent av egen aksjekapital, vil forordningen begrense hvor store kjøp som kan gjennomføres som "safe harbour".⁷⁶ Det gis derfor ikke en videre fremstilling av denne typen tilbakekjøpsprogrammer.

Reglen om markedsmanipulasjon i vphl § 3-8 synes etter dette i seg selv å oppstille en begrensning for selskapers ervervsadgang. Av denne grunn vil regelen kunne forhindre at en eventuell økt ervervsadgang gir en korresponderende misbruksmulighet.

Foruten den beskyttelse vphl § 3-8 selv gir, vil reglene om meldeplikt ved kjøp av egne aksjer i vphl § 4-1 (1) 2. punktum sikre informasjon til markedet. Dette vil bidra til å beskytte markedet mot markedsmanipulasjon dersom selskapers ervervsadgang økes.

⁷⁵ Bergo II s. 298.

⁷⁶ Bla: EF nr 2273/2003 art 5.

Fare for markedsmanipulasjon ved erverv av egne aksjer er først og fremst en problemstilling for selskaper som har en organisert form for omsetning av aksjene, med andre ord fortrinnsvis for børsnoterte selskaper. Av denne grunn vil ikke en opphevelse av ervervsbegrensningen på ti prosent medføre økt fare for kursmanipulasjon i unoterte selskaper.

5.3.3.3 Risikoen for innsidehandel

Spørsmålet blir her hvilken betydning en eventuell opphevelse av ervervsbegrensningen i aksjelovenes § 9-2 (1) 1. punktum vil ha for faren for innsidehandel.

Det problematiske med innsidehandel er at den som utfører handelen sitter med informasjon som gir vedkommende et konkurransefortrinn sammenlignet med andre aktører på markedet.

Ulovlig innsidehandel er regulert i vphl § 3-2 og § 3-3. Forbudet gjelder også ved selskapers erverv av egne aksjer.⁷⁷

Innsideinformasjon er definert som opplysninger om "forhold som er egnet til å påvirke kursen på (...) finansielle instrumente[r] merkbart" og som "ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet", jf vphl § 3-2.

Det å ha kjennskap til slik informasjon er naturligvis ikke ulovlig i seg selv. Ulovlig innsidehandel er det først når noen som har slik informasjon som nevnt over utfører "kjøp (...) eller tilskyndelse til [kjøp]" jf vphl § 3-3 (1). I tillegg oppstiller loven den reservasjon at informasjonsbruken må kunne betegnes som "misbruk" av innsideinformasjon jf § 3-3 (2).

Det er ikke slik at selskapet som sådan innehar innsideinformasjon fordi en person i selskapet har informasjon av en slik karakter.⁷⁸ Ulovlig innsidehandel er det først når en eller flere som deltar i handelen, sitter inne med informasjon som nevnt i vphl § 3-2.⁷⁹

Et selskap som handler med egne aksjer, har i juridisk teori blitt klassifisert som den "ultimate primærinnsider".⁸⁰ Selskapet vil som oftest ha kjennskap til kursrelevant og ikke-offentlig informasjon på tidspunktet når kjøp av egne aksjer gjennomføres.⁸¹ Erverv av egne aksjer vil derfor i svært mange tilfeller falle inn under verdipapirhandelens karakteristikk av ulovlig innsidehandel.

Det er likevel ikke meningen at verdipapirhandelens forbud mot ulovlig innsidehandel skal utelukke selskapenes adgang til erverv av egne aksjer. Dette

⁷⁷ Ot.prp.nr. 36 (1993-94) s. 106-107.

⁷⁸ Bergo I s. 156.

⁷⁹ Bergo I s. 156.

⁸⁰ Bergo II s. 296.

⁸¹ Andersen s. 352-353.

følger av at lovgiver i aksjelovgivningen har valgt å åpne for selskapers erverv av egne aksjer, samtidig som de har vært bevisst på forbudet mot ulovlig innsidehandel i verdipapirhandelloven.⁸²

Spørsmålet om et selskaps erverv av egne aksjer innebærer ulovlig innsidehandel bør derfor bero på en vurdering av om vilkårene i vphl § 3-2 og 3-3 er oppfylt, og en avveining mellom selskapets rett og begrunnelse for erverv av egne aksjer på den ene side, og på den andre side behovet for å verne både markedet og markedsaktørene mot at ikke-offentliggjort informasjon misbrukes på deres bekostning.⁸³ Det må altså foretas en konkret og skjønnsmessig vurdering. Hvilken type informasjon de personer som deltar i beslutningen om erverv av aksjer har kjennskap til, vil være av særlig betydning.⁸⁴

Dersom ervervsbegrensningen på ti prosent i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum ikke videreføres, vil selskapers adgang til erverv av egne aksjer utvides. Men i forhold til innsidehandel er det misbruk av informasjon som andre ikke har tilgang til, som er betenkelig.⁸⁵ En opphevelse av ervervsbegrensningen vil ikke medføre endring av den informasjon selskaper sitter med når de beslutter å kjøpe egne aksjer. Det vil heller ikke føre til at flere personer i selskapet besitter innsideinformasjon. Ettersom opphevelse av ervervsbegrensningen på ti prosent ikke vil endre informasjonsforholdet i selskapet, vil det heller ikke bli lettere å gjennomføre en innsidehandel.

En eventuell opphevelse av ervervsbegrensningen vil gi selskapet adgang til å erverve et større antall aksjer ved ett og samme kjøp. I de tilfeller hvor ulovlig innsidehandel forekommer vil derfor muligheten for kurspåvirkning, og således også skadevirkningene, kunne bli større. Her vil imidlertid forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl § 3-8 kunne fungere som en sikkerhetsventil.

Økt ervervsadgang kan også få den konsekvens at det vil bli vanligere å erverve egne aksjer. Flere tilfeller av tilbakekjøp kan naturlig nok føre til flere tilfeller av ulovlig innsidehandel. Det ville likevel være inkonsekvent å vektlegge dette.

Det er viktig å se på verdipapirhandellovens regler som et strengt og viktig middel for å forhindre ulovlig innsidehandel, fremfor å se på ulovlig innsidehandel som en uheldig konsekvens av selskapers erverv av egne aksjer.

Bestemmelsene i vphl § 3-2 og § 3-3 gjelder bare for selskap med aksjer som er notert på et regulert marked, jf vphl § 3-1 (1). For aksjeselskaper som ikke har noen organisert form for omsetning av aksjene vil imidlertid avtl § 36 kunne forhindre innsidehandel.⁸⁶

⁸² Se blant annet Ot.prp.nr. 36 (1993-94) s. 107, 109.

⁸³ Andersen s. 353.

⁸⁴ Grønland s. 157.

⁸⁵ NOU 1992:29 s. 109.

⁸⁶ NOU 1992:29 s. 110.

Etter dette synes ikke faren for ulovlig innsidehandel å være et tungtveiende argument mot å oppheve ervervsgrensen på ti prosent.

5.3.3.4 Risikoen for brudd på likhetsprinsippet

Spørsmålet blir her hvilken betydning en eventuell opphevelse av ervervsbegrensningen i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum vil ha for faren for brudd på likhetsprinsippet.

For å kunne belyse konsekvensen av en opphevelse av ervervsbegrensningen på ti prosent, gjennomgås først gjeldende regler om likebehandling sett opp mot selskapers erverv av egne aksjer.

Likhetsprinsippet er regulert både i aksjelovene og verdipapirhandelloven. Prinsippet gjør seg derfor gjeldende både for noterte og unoterte selskaper.

I aksjelovens § 4-1 heter det at "alle aksjer gir lik rett i selskapet". Bestemmelsen innebærer et prinsipp om likebehandling etter aksjeinnhav.⁸⁷ Det følger av ordlyden at bestemmelsen bare gjelder den rett som følger med den enkelte aksje. Den enkelte aksjonærs rettsstilling reguleres ikke.⁸⁸

Aksjelovens § 5-21 og § 6-28 forbyr henholdsvis generalforsamlingen og styret å gjennomføre disposisjoner "som er egnet til å gi visse aksjeeiere (..) en urimelig fordel på andre aksjeeieres (..) bekostning".

For børsnoterte selskapers omsetning av aksjer følger det av vphl § 5-14 (2), at det ikke kan treffes tiltak som er egnet til å gi enkelte aksjeeiere en "urimelig fordel" på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.

Reglene om likebehandling i aksjelovene og verdipapirhandelloven er tilsynelatende nokså likt utformet. Det er imidlertid antatt at likebehandlingsregelen i vphl § 5-14 (2) innebærer en strengere norm enn likebehandlingsreglene i aksjelovgivningen.⁸⁹ I det videre behandles imidlertid likebehandlingsprinsippene i de to lovene samlet.

Spenningsforholdet mellom likhetsprinsippet og kjøp av egne aksjer er spørsmålet om selskapet må fremme kjøpstilbud til alle aksjonærer.

Som utgangspunkt er det antatt at et selskap ikke plikter å fremme kjøpstilbud til alle sine aksjonærer.⁹⁰ Ifølge forarbeidene vil et slikt krav undergrave retten til erverv av egne aksjer.⁹¹ Dette utgangspunktet kan også forsvares med at styret er avhengig av at generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring beslutter å gi dem fullmakt, jf aksjelovene § 9-4 jf § 5-18. Dette gir alle aksjonærer, også de som eier

⁸⁷ Andenæs s. 132.

⁸⁸ Bergo I s. 151.

⁸⁹ Bergo I s. 151, Bergo II s. 127.

⁹⁰ Ot.prp.nr 23 (1996-97) s. 102.

⁹¹ Ot.prp.nr 23 (1996-97) s. 102.

aksjer i aksjeklasser som ikke er stemmeberettiget, mulighet til å ta stilling til om selskapet skal gis adgang til kjøp av egne aksjer. Arbeidet med forenkling og modernisering av aksjeloven kan imidlertid føre til at kravet om flertall som for vedtektsendring blir lempet til et krav om simpelt flertall.

I juridisk teori er det oppstilt to vilkår som må oppfylles dersom selskapet skal kunne fremme kjøpstilbud til en aksjonær eller en begrenset krets aksjonærer, uten å krenke likhetsprinsippet.

For det første stilles det for noterte selskap krav om at ervervet skjer over børs.⁹² Handel over børs sikrer i utgangspunktet overholdelse av vilkår nummer to; at ervervet skjer til markedspris eller lavere. Dette vilkåret står på egne ben dersom selskapet er unotert. De to vilkårene er begrunnet med rimelighetshensyn. Dersom aksjene omsettes til markedspris eller lavere, vil de aksjonærer som avhender sine aksjer ikke oppnå en økonomisk fordel på bekostning av øvrige aksjonærer.⁹³ Det skjer med andre ord ingen forskjellbehandling.

At egne aksjer kjøpes over børs er likevel ikke tilstrekkelig dersom det er svak likviditet i aksjen, slik at aksjene er vanskelig omsettelig.⁹⁴ I en slik situasjon vil de aksjonærer som avhender sine aksjer, og dermed får realisert deres verdier, oppnå en fordel på de øvrige aksjonærers bekostning i strid med likhetsprinsippet. I en slik situasjon må selskapet fremme et kjøpstilbud til alle aksjonærer.

Selskapet kan fravike likebehandlingsprinsippet dersom det har en saklig begrunnelse for dette.⁹⁵ At saklig begrunnede disposisjoner som etter sin art er forskjellsbehandling likevel kan være tillatt, kan utledes fra lovteksten i aksjelovens §§ 5-21 og 6-28. Der heter det at ingen skal gis en "urimelig fordel" på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning. Dette innebærer at forskjellsbehandling kan skje all den tid dette gjøres i aksjonærenes og selskapets felles interesse. I vphl § 5-14 (1) 2. punktum følger kravet om saklig begrunnelse direkte av lovteksten. En forskjellsbehandling er saklig begrunnet dersom den gjennomføres for å sikre en mest mulig effektiv og lønnsom drift av selskapet.⁹⁶ Handlinger utført med dette motiv vil til syvende å sist, forutsatt at de er vellykket, komme alle aksjonærer til gode. Dersom selskapet har en saklig begrunnelse kan det eksempelvis fremme kjøpstilbud til en pris under markedspris.

Hvis ervervsgrensen oppheves blir det lettere å bli hovedaksjonær i eget selskap. Det vil også gi selskapene større mulighet for å påvirke forholdet mellom forskjellige aksjegrupperinger.

At selskapet gis adgang til å erverve et økt antall aksjer er uten betydning for selskapets stemmerett ved generalforsamlingen. Selskapet kan uansett ikke utøve stemmerett for sin beholdning av aksjer, jf asl § 5-3 (3)/asal § 5-4 (3).

⁹² Oslo Børs 2/2008 s. 4, Bergo I s. 152.

⁹³ Christensen s. 345.

⁹⁴ Oslo Børs 2/2008 s. 4.

⁹⁵ Truyen s. 309.

⁹⁶ Aarbakke II s. 404.

Hvis selskapets adgang til kjøp av egne aksjer øker, vil også deres mulighet for å påvirke stemmefordelingen aksjonærene imellom øke. Dette kan lett anses som et brudd på likhetsprinsippet. På den andre side gir allerede dagens ervervsadgang på ti prosent selskapet en stor mulighet for å påvirke stemmefordelingen mellom aksjonærene. Lovgiver har ikke ansett denne muligheten som en avgjørende trussel mot likebehandlingsprinsippet. Selv om muligheten for å påvirke stemmefordeling vil øke dersom ervervsbegrensningen oppheves, vil prinsippet om likebehandling selv sørge for å utjevne dette.

Dersom ervervsgrensen økes, er et annet potensielt problem at selskapet kan være tvunget til å tilby en høy pris for aksjene for å få tilslag på ønsket volum. Dersom kjøpstilbudet ligger over normal salgspris på aksjene, kan dette være problematisk i forhold til likebehandlingsprinsippet. Problemet vil da være at bare de aksjonærer som har lagt sine aksjer ut for salg på børsen vil få økt fortjeneste. Disse aksjonærene oppnår da en økonomisk fordel på bekostning av øvrige aksjonærer. På den andre side har alle aksjonærer i børsnoterte selskaper alltid mulighet til å legge sine aksjer ut for salg, og på den måten realisere sine verdier. Det problematiske vil likevel være at de aksjonærer som tilfeldigvis har sine aksjer ute for salg på det tidspunktet selskapet kjøper egne aksjer, oppnår den økonomiske gevinst som følger med kjøpstilbudet. De øvrige aksjonærer får derimot ikke ta del i dette. Her vil de rettslige retningslinjer som er utformet for overholdelse av likebehandlingsprinsippet virke inn. Selskapet må enten fremme et kjøpstilbud til alle aksjonærer eller ha en saklig begrunnelse for kjøpet slik at den fordel den enkelte aksjonær oppnår, ikke blir "urimelig".

Det følger av det som er gjennomgått ovenfor, at en opphevelse av ervervsgrensen på ti prosent i aksjelovenes § 9-2 (1) 1. punktum, kan føre til problemer i forhold til likebehandlingsprinsippet. Reglene om likebehandling innebærer imidlertid strenge retningslinjer for selskapers erverv av egne aksjer. Det er derfor viktig å se reglene som et middel for å forhindre misbruk, i stedet for å betrakte likhetsprinsippet som et hinder for økt ervervsadgang.

Etter dette synes ikke de problemer en endring av ervervsgrensen vil skape i forhold til likebehandlingsprinsippet å være så store at opphevelse av ervervsbegrensningen bør utelukkes.

5.3.4 hvilken løsning bør velges?

Dersom arbeidet med forenkling og modernisering av aksjelovgivning fører til at ervervsbegrensningen på ti prosent i aksjelovenes § 9-2 (1) 1. punktum ikke videreføres, vil dette gjøre norske regler om erverv av egne aksjer liberale og konkurransedyktige.

Det vil også bidra til at selskaper kan utnytte de fordeler som ligger i erverv av egne aksjer mye mer effektivt. Generelt vil en utvidelse av ervervsadgangen gi selskaper bedre mulighet til å utnytte sine økonomiske ressurser.⁹⁷

Ulempene som oppstår i forhold til markedsmanipulasjon, innsidehandel og fare for brudd på likhetsprinsippet synes ikke å være så store at de overveier de positive følger ved en opphevelse av ervervsbegrensningen på ti prosent.

Konklusjonen er derfor at Norge bør endre ervervsbegrensningen på ti prosent i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum.

Ettersom endringsdirektivets artikkel 19 i) tillater at medlemslandene å fastsette en ervervsgrense på mellom ti- og hundre prosent av den tegnede kapitalen, oppstår spørsmålet om hvor stor ervervsadgangen bør være.

Tendensen i Europa er at landene enten opphever ervervsbegrensningen helt, slik at et selskap kan eie inntil hundre prosent av aksjekapitalen, eller at grensen på ti prosent beholdes uforandret. Ønsket om harmonisering med europeisk lovgivning og hensynet til konkurransedyktige regler tilsier at Norge bør velge å fjerne hele ervervsbegrensningen, dersom det går inn for at denne bør endres.

I utredningen om forenkling og modernisering av aksjeloven går også Knudsen inn for at ervervsbegrensningen på ti prosent bør oppheves i sin helhet.⁹⁸ Knudsens utredning har vært ute til høring. Med unntak av Finansnæringens Fellesorganisasjon som muligens har tilslutning fra Finansieringsselskapenes Forening, slutter alle høringsuttalelsene seg til Knudsens forslag.

Ervervsbegrensningen på ti prosent i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum bør dermed endres slik at det ikke settes en øvre grense for det antall aksjer som kan erverves.

6. Kravet om minste utestående aksjekapital

6.1 Dagens regel

I aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum heter det at selskapers kjøp av egne aksjer ikke må føre til at "aksjekapitalen med fradrag av det samlede pålydende av beholdningen av egne aksjer blir mindre enn minste tillatte aksjekapital etter § 3-1 første ledd." Denne begrensningen kommer i tillegg til kravet om at selskapets beholdning av egne aksjer etter ervervet ikke må overstige ti prosent av aksjekapitalen, jf § 9-2 (1) 1. punktum.

Minste tillatte aksjekapital er henholdsvis kr 100 000 for aksjeselskap, jf asl § 3-1 (1), og kr 1 000 000 for allmennaksjeselskap, jf asal § 3-1 (1).

⁹⁷ Birkeland s. 17.

⁹⁸ Knudsen s. 101.

Kravet innebærer at differansen mellom selskapets aksjekapital slik den er registrert i vedtektene, jf asl § 2-2 (1) nr 4 /asal § 2-2 (1) nr 5, og lovens minstekrav til aksjekapital, jf aksjelovens § 3-1 (1), må være større enn den samlede pålydende beholdning av selskapets egne aksjer.⁹⁹ Konsekvensen er at selskapet må ha en aksjekapital som er større enn henholdsvis 100 000 eller 1 000 000 kroner for å i det hele tatt ha mulighet til å erverve egne aksjer.¹⁰⁰

Kravet til minste utestående aksjekapital gjelder uavhengig av selskapets økonomiske stilling.¹⁰¹ Det vil eksempelvis si at et aksjeselskap som har 1 000 000 i egenkapital, likevel er avskåret fra å erverve egne aksjer dersom den registrerte aksjekapitalen ikke er høyere enn 100 000, jf asl § 3-1 jf § 9-2 (1) 2. punktum.

Trolig gjelder kravet om minste utestående aksjekapital ikke bare på tidspunktet for erverv av egne aksjer, men også i etterfølgende tid. Både forarbeidene og lovteksten er taus om tidsaspektet. Tidsaspektet er heller ikke drøftet i norsk juridisk litteratur. At kravet om minste utestående aksjekapital også gjelder i etterfølgende tid er imidlertid et akseptert prinsipp i Danmark.¹⁰² Dette innebærer at aksjer som er ervervet i samsvar med kravet om minste utestående aksjekapital kan være ulovlig, dersom selskapet på et senere tidspunkt foretar en nedsettelse av aksjekapitalen. Et eksempel er at et aksjeselskap med en registrert aksjekapital på 300 000 kroner, erverver egne aksjer med en pålydende verdi på 30 000 kroner. Før nedsettelse av aksjekapitalen er dette uproblematisk. Men dersom aksjekapitalen nedsettes til 100 000, vil selskapets beholdning av egne aksjer stride mot kravet i aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum.

6.2 Aksjekapitalkravet i annet selskapsrettsdirektiv

Annet selskapsrettsdirektiv artikkel 6 oppstiller et minstekrav til selskapers aksjekapital. Men i motsetning til de norske aksjelovene er ikke direktivets minstekrav et vilkår for selskapers erverv av egne aksjer.

6.3 Betydningen av endringene i annet selskapsrettsdirektiv

Verken annet selskapsrettsdirektiv eller endringsdirektivet oppstiller en begrensning om minste tillatte aksjekapital ved erverv av egne aksjer. Aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum går derfor lenger enn direktivet.

At aksjelovens krav om minste utestående aksjekapital går lenger enn kravet i direktivet, er problematisk på grunn av utformingen av endringsdirektivets artikkel 19. Den opprinnelige artikkel 19 i annet selskapsrettsdirektiv var utformet som en minimumsbestemmelse. Dersom det enkelte land åpnet for erverv av aksjer, måtte de "minst" oppstille de vilkår som fulgte av direktivet. Bestemmelsen ga dermed det

⁹⁹ NOU 1992:29 s. 111-112.

¹⁰⁰ Grønland s. 94.

¹⁰¹ Aarbakke s. 642.

¹⁰² L 170, 2008-09 s. 320.

enkelte medlemsland adgang til å utforme strengere vilkår enn de som fulgte av direktivet.

Betegnelsen "minst" er sløyfet i endringsdirektivets art 19. Konsekvensen er sannsynligvis at artikkel 19 er uttømmende utformet.¹⁰³ Nasjonal lovgiving som stiller strengere krav enn det som følger av direktivet, synes derfor å være i strid med våre forpliktelser etter EØS-avtalen.

Annet selskapsrettsdirektiv med endringsdirektivt gjelder direkte bare allmennaksjeselskap, jf artikkel 1 nr 2.¹⁰⁴ Det må derfor påpekes at den norske lovgiver uansett ikke er forpliktet til å sløyfe kravet til minste utestående aksjekapital i aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum. Da aksjelovens regler om erverv av egne aksjer ble gitt, ble det ansett som hensiktsmessig å tilpasse både aksjeloven og allmennaksjeloven til reglene i annet selskapsrettsdirektiv.¹⁰⁵ Det er lite sannsynlig og heller ingen holdepunkter som tilsier at lovgiver bare vil følge opp endringsdirektivets artikkel 19 i allmennaksjeloven.¹⁰⁶ I det videre behandles derfor spørsmålet om lovendring samlet for både aksjeloven og allmennaksjeloven.

Selv om lovteksten i aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum går lenger enn direktivets krav ved erverv av egne aksjer, synes ikke virkningen av regelen å være forskjellig fra direktivet.¹⁰⁷ Etter direktivet kan et selskap ikke gjennomføre utdeling til aksjonærene dersom den tegnede aksjekapitalen blir høyere enn netto aktiva, jf artikkel 15 nr 1 bokstav a. Dette samsvarer med prinsippet i norsk aksjelovgivning om at bunden egenkapital, herunder selskapets aksjekapital, ikke kan anvendes til utbetaling i form av utbytte til aksjonærene, jf aksjelovene § 8-1. Det kan argumenteres for at erverv av egne aksjer er en form for utbytte, ettersom det gir selskapet en mulighet for å overføre midler til aksjonærene. En slik tolkning medfører at virkningen av minstekravet til aksjekapital i § 9-2 (1) 2. punktum samsvarer med direktivet. Aksjelovens krav vil da ikke være i strid med direktivet.¹⁰⁸ Dette tilsier at kravet om aksjekapitalens størrelse kan bli stående som en begrensning for adgangen til å erverve egne aksjer, på tross av ordlyden i endringsdirektivt artikkel 19.

Likheten mellom kapitalnedsettelse ved innløsning av aksjer og erverv av egne aksjer, tilsier også at aksjekapitalkravet i § 9-2 (1) 2. punktum kan bli stående, selv om artikkel 19 i endringsdirektivt ikke lenger fremstår som et minimumsdirektiv. Etter annet selskapsrettsdirektiv artikkel 34 er nedsettelse av aksjekapitalen kun tillatt hvis den tegnede aksjekapital ikke blir lavere enn direktivets krav til minstekapital, jf artikkel 6. Dette peker i retning av at virkningen av aksjekapitalkravet i § 9-2 (1) 2. punktum ikke strider mot direktivet.

Også Gudmund Knudsen legger i sin utredning til grunn at aksjekapitalkravet i

¹⁰³ Fosvold s. 89.

¹⁰⁴ Grønland s. 25.

¹⁰⁵ Ot.prp.nr 36 (1993-94) s. 110.

¹⁰⁶ Høringsnotat I s. 4, Fosvold s. 93.

¹⁰⁷ Birkeland s. 15.

¹⁰⁸ Birkeland s. 15.

aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum kan bli stående.¹⁰⁹ Noen begrunnelse for dette gis imidlertid ikke. I Danmark er kravet om minste utestående aksjekapital videreført i lov om aktie- og anpartsselskaber § 197 (1) 2. punktum. De nye danske bestemmelser om erverv av egne aksjer er ment å overholde og benytte reglene i endringsdirektivet fullt ut.¹¹⁰ Kravet om minste utestående aksjekapital er riktig nok ikke drøftet i forarbeidene, men det faktum at det er inntatt i lovteksten tilsier at Danmark har forutsatt at det ikke strider mot artikkel 19 i endringsdirektivet.

Det er dermed mye som tyder på at Norge ikke er nødt til å oppheve aksjekapitalkravet i aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum.

6.4 Hensiktsmessigheten av videreføring av aksjekapitalkravet i § 9-2 (1) 2. punktum

6.4.1 Generelt

Selv om det kan være mulig å videreføre aksjekapitalkravet i § 9-2 (1) 2. punktum uten at det oppstår konflikt med Norges EØS-forpliktelser, medfører usikkerheten at det er av interesse å vurdere hensiktsmessigheten av en videreføring av kravet.

De hensyn som begrunner kravet til aksjekapitalen i § 9-2 (1) 2. punktum vil kunne belyse konsekvensen av en eventuell opphevelse av kravet.

Lovgivers begrunnelse for kravet om minstestørrelse på aksjekapitalen i § 9-2 (1) 2. punktum er at erverv av egne aksjer i realiteten kan anses som innløsning av aksjer.¹¹¹ Når et selskap erverver egne aksjer mot et vederlag til den avhendende aksjonær, blir realiteten den samme som om selskapet skulle tilbakebetale allerede innbetalt aksjekapital til aksjonæren. Ved kapitalnedsettelse i form av innløsning av aksjer, jf § 12-1, stilles det krav om minste tillatte aksjekapital, jf § 12-2 (2) 1. punktum. Dette tilsier at kreditorer bør gis samme vern ved erverv av egne aksjer som ved nedsettelse av aksjekapitalen.¹¹²

Begrunnelsen for kravet om aksjekapitalens minstestørrelse i § 9-2 (1) synes således å ha to aspekter. Det ønskes rettslig harmoni og samsvar mellom to nokså likeartede tilfeller. Rettslig parallellitet skal på sin side sikre at kreditorene får tilstrekkelig vern.

Det kan imidlertid stilles spørsmål til i hvilken grad kravet om aksjekapitalens minstestørrelse som betingelse for erverv av egne aksjer, bidrar til kreditorvern.

Minstegrensen for aksjekapitalen i asl § 3-1 er vedtatt nedsatt fra 100 000 til 30 000 kroner. Regjeringen vedtok og fremmet dette forslaget 02.09.2011 med Prop. 148 L (2010-11) til Stortinget. Stortinget vedtok dette 06.12.2011.

¹⁰⁹ Knudsen s. 102.

¹¹⁰ Betænkning 1498 s. 482.

¹¹¹ NOU 1992:29 s. 112.

¹¹² NOU 1992:29 s. 107, 112.

Aksjekapitalkravet er med dette redusert med hele sytti prosent. Reduksjonen av aksjekapitalens minstepålegg fører til at dens verdi som sikkerhet for kreditorene er blitt vesentlig mindre.

Kravet til minste tillatte aksjekapital for allmennaksjeselskap i asal § 3-1 er ikke foreslått endret.¹¹³ Ovennevnte betraktning vil derfor ikke være av betydning for allmennaksjeselskap. Ettersom aksjekapitalkravet på 1 000 000 består uendret, vil slike selskapers kreditorer i hvert fall ha en noe større dekningsmulighet enn aksjeselskapers kreditorer.

Aksjelovene inneholder ingen regler som stiller krav til forholdsmessighet mellom selskapets økonomiske situasjon og den aksjekapital som registreres i vedtektene. Et selskap med 5 000 000 i startkapital og et selskap med 100 000 i startkapital, kan derfor begge vedtektsfeste en aksjekapital på 100 000. Tilsvarende er det ikke gitt at den vedtektsfestede aksjekapitalen er tilstrekkelig til å sikre at selskapet til enhver tid har en forsvarlig egenkapital, jf aksjelovene § 3-4.¹¹⁴ Det manglende samsvaret mellom selskapets økonomiske stilling og aksjekapitalen, illustrerer at aksjekapitalens kreditorvern er begrenset.

Aksjekapitalkravet i annet selskapsrettdirektiv artikkel 6 skal alene være begrunnet med at selskap skal stiftes etter en tilstrekkelig overveielse.¹¹⁵ Det kan se ut til at den norske lovgiver har endret sitt syn på aksjekapitalens formål i samme retning. Mens hensynet til kreditorene ble fremhevet i forarbeidene til aksjelovgivningen, presiserer lovgiver i dag behovet for å motvirke useriøse og lite gjennomtenkte selskapsstiftelser.¹¹⁶ Denne begrunnelsen for lovens krav til aksjekapital er ikke i overensstemmelse med den tidligere begrunnelsen, som nettopp var kreditorvern. Dette avkrefter påstanden om at aksjekapitalkravet som vilkår for erverv av egne aksjer skal verne kreditorene, og tilsier således at kravet kan avskaffes.¹¹⁷

Lovens forutsetning om minste utestående aksjekapital kommer i tillegg til kravet om fri egenkapital, jf aksjelovens § 9-3. I følge bestemmelsen må selskapets frie egenkapital overstige det vederlag som betales for aksjene. Bestemmelsen sikrer at den bundne egenkapitalen ikke kan anvendes som vederlag ved kjøp av egne aksjer, og bidrar med dette til kreditorvern. Videre følger det av § 9-3 at kjøp av egne aksjer uansett ikke kan gjennomføres dersom det ikke er "forenelig med forsiktig og god forretningsskikk".

Ettersom loven krever at vederlaget må ligge innenfor selskapets frie egenkapital, kan det stilles spørsmål til om aksjekapitalkravet i § 9-2 (1) 2. punktum, har særlig selvstendig betydning som bidrag til kreditorvern.¹¹⁸ Jo mindre selvstendig vekt

¹¹³ Prop. 148 L (2010-11) s. 5.

¹¹⁴ Fosvold s. 94.

¹¹⁵ Winter s. 82.

¹¹⁶ NOU 1992: 29 s. 37 vs. Prop. 148 L (2010-11) s. 22.

¹¹⁷ sml Fosvold s. 92.

¹¹⁸ sml Fosvold s. 92.

kravet om minste utestående aksjekapital har, desto mer tilsier at konsekvensene ikke blir store dersom kravet ikke videreføres.

Egenkapitalkravet i § 9-3 (1) er i samsvar med endringsdirektivets art 19 nr 1 b. Av denne grunn er endringer av bestemmelsen ikke påkrevet. Det er heller ingen holdepunkter i høringsnotatet om oppfølgingen av endringsdirektivet eller i Knudsens utredning, som tilsier at denne regelen vil endres.

Legaldefinisjonen av "fri egenkapital" følger av aksjelovens § 8-1 (3). Sett i sammenheng med § 9-3, må selskapets midler som ellers kunne vært benyttet til utbetaling av utbytte, overstige vederlaget som må betales for aksjene.

Selskapets registrerte aksjekapital er en del av selskapets bundne egenkapital og kan ikke utdeles som utbytte.¹¹⁹ I tråd med det som er sagt ovenfor kan aksjekapitalen derfor ikke anvendes som betalingsmiddel ved erverv av egne aksjer.

At aksjekapitalen ikke kan utbetales som utbytte følger ikke klart av ordlyden i § 8-1. Aksjekapitalen er en form for egenkapital, og etter § 8-1 (1) kan "annen egenkapital" utdeles som utbytte. I følge lovens forarbeid er formuleringen "annen egenkapital" ment som en henvisning til regnskapsloven.¹²⁰ Begrepet "annen egenkapital" i rskl § 6-2 C II nr 2 inkluderer ikke aksjekapital. "Annen egenkapital" i aksjelovens § 8-1 (1) må derfor tolkes innskrenkende, slik at aksjekapital ikke faller inn under betegnelsen.

Etter § 9-3 er det således en forutsetning for erverv av egne aksjer at selskapets egenkapital overstiger den innskutte aksjekapital og deres bundne egenkapital for øvrig.

På forskjellig vis vil både kravet om minste utestående aksjekapital, jf § 9-2 (1) 2. punktum, og kravet om fri egenkapital sikre at det er gjenværende verdier i selskapet etter erverv av egne aksjer. Egenkapitalkravet i § 9-3 1. punktum sikrer at selskapet må ha en egenkapital som overstiger den registrerte aksjekapital og den bundne egenkapital for øvrig, mens kravet om minste utestående aksjekapital i § 9-2 (1) 2. punktum bare sikrer lovens minstekrav til registrert aksjekapital.

Kravet om tilgjengelig fri egenkapital gir dermed et bedre vern av de verdier som er igjen i selskapet enn kravet om minste utestående aksjekapital. Dette, sett i sammenheng med aksjekapitalen i seg selv er en usikker dekningskilde for kreditorene, tilsier at kravet om minste utestående aksjekapital har liten selvstendig vekt. Konsekvensen av at kravet ikke videreføres vil derfor ikke være særlig stor.

¹¹⁹ Andenæs s. 443.

¹²⁰ Ot.prp.nr 44 (1997-98) s. 27, 33.

6.4.2 Forholdet mellom kravet om minste utestående aksjekapital og opphevelse av ervervsbegrensningen

Det kan stilles spørsmål til hva kravet om minste utestående aksjekapital i aksjelovens § 9-2 (1) 2. punktum innebærer.

I bestemmelsen heter det at et kjøp av egne aksjer ikke kan føre til av aksjekapitalen med fradrag av det samlede pålydende av egne aksjer blir mindre enn henholdsvis 100 000 for aksjeselskap eller 1 000 000 for allmennaksjeselskap.

Det kan tenkes to tolkningsalternativer. For det første kan bestemmelsen innebære at selskapet etter ervervet må ha en utestående kapital tilsvarende lovens minstekrav for aksjekapital, jf aksjelovens § 3-1. Det andre tolkningsalternativ er at aksjer med pålydende som til sammen tilsvarer lovens minstekrav må eies av andre enn selskapet.

Forarbeidene sier ikke noe direkte om dette. I følge Grønland medfører kravet om en minste utestående aksjekapital at det er av betydning hvilken pålydende aksjekapital som eies av andre.¹²¹ Dette tilsier at tolkningsalternativ nummer to er det riktige.

En formålsbasert tolkning peker i samme retning. Som nevnt ovenfor gir den innskutte aksjekapital ikke grunnlag for utbetaling av utbytte.¹²² Aksjekapitalen setter dermed en grense for selskapets utdelingsadgang. Kreditorerne vil riktig nok ha samme mulighet for dekning uansett om selskapet etter ervervet har en utestående kapital tilsvarende lovens minstekrav, eller om aksjer med pålydende som til sammen tilsvarer lovens minimum eies av andre. Men dersom kravet om minste utestående aksjekapital innebærer et krav om utestående kapital tilsvarende lovens minimum, vil dette gi selskapet mulighet til å omgå den begrensning som ligger i at aksjekapitalen ikke gir grunnlag for utbytte. Når selskapet kjøper egne aksjer må det betale vederlaget med egne midler, og dette vil være en utbetaling til aksjonærene på kreditorenes bekostning.

Etter dette innebærer kravet om minste utestående aksjekapital i § 9-2 (1) 2. punktum at aksjer med pålydende som til sammen tilsvarer lovens minstekrav må eies av andre enn selskapet.

Ettersom bestemmelsen innebærer en begrensning i selskapets adgang til å bli selveiende, må den sees i sammenheng med en eventuell opphevelse av ervervsbegrensningen på ti prosent i aksjelovens § 9-2 (1) 1. punktum.

Forutsatt at ervervsbegrensningen på ti prosent oppheves, slik at selskaper kan erverve inntil hundre prosent av aksjekapitalen, kan det virke lite hensiktsmessig å videreføre kravet om minste utestående aksjekapital.

Hvis bestemmelsen videreføres, vil dette føre til at Norges regler om erverv av egne aksjer bare nesten er harmonisert med de land i Europa som har valgt å oppheve

¹²¹ Grønland s. 94.

¹²² Andenæs s. 416.

ervervsbegrensingen. All den tid det ønskes liberal selskapslovgivning som skal sikre effektiv utnyttelse av skapers kapital og som også skal gjøre det gunstig å etablere aksjeselskap her til lands, bør kravet om minste utestående aksjekapital ikke videreføres.

Det bør imidlertid nevnes at Danmark har valgt å beholde kravet om minste utestående aksjekapital, samtidig som de har opphevet ervervsbegrensningen på ti prosent av aksjekapitalen.¹²³

7. Fullmaktkravet på generalforsamlingen

7.1 Dagens regel

For at et selskap skal kunne gjennomføre erverv av egne aksjer, krever aksjelovenes § 9-4 (1) at generalforsamlingen med "flertall som for vedtektsendring" beslutter å gi styret slik fullmakt. Det kreves således to tredjedels flertall både fra de avgitte stemmer og den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen, jf aksjelovenes § 5-18 (1).

7.2 Fullmaktkravet i annet selskapsrettsdirektiv

Annet selskapsrettsdirektiv artikkel 40 nr 1 angir hvilke beslutninger som krever to-tredjedels flertall av generalforsamlingen. Fullmakt til erverv av egne aksjer er ikke blant disse. Alminnelig flertall tilsvarende kravet i aksjelovenes § 5-17 vil dermed være tilstrekkelig.

7.3 Betydningen av annet selskapsrettsdirektiv

Ettersom aksjelovenes § 9-4 (1) krever "flertall som for vedtektsendring", mens alminnelig flertall er tilstrekkelig etter direktivet, går det norske flertallskravet lenger enn direktivet.

Som for kravet til minste utestående aksjekapital, har det faktum at flertallskravet går lenger enn direktivet den konsekvens at det tilsynelatende strider mot annet selskapsrettsdirektiv og våre forpliktelser etter EØS avtalen.

Endringsdirektivet artikkel 19 nr. 1 bokstav a oppstiller imidlertid ikke i seg selv et kvantitativt krav til det flertall som må stå bak generalforsamlingen beslutning. Bestemmelsens taushet om generalforsamlingens beslutningsdyktighet kan tilsi at medlemslandene kan fastsette dette etter eget ønske. Dersom artikkel 19 kan tolkes slik, vil ikke forbeholdet om "flertall som for vedtektsendring" i § 9-4 (1) gå lenger

¹²³ Selskapsloven § 197.

enn direktivet.

En antitetisk tolkning av annet selskapsrettsdirektiv artikkel 40 nr 1 tilsier imidlertid at flertallskravet i aksjelovenes § 9-4 (1) går lenger enn direktivets krav. På den andre side er nedsettelse av aksjekapitalen blant de beslutninger som krever flertall som for vedtektsendring etter art 40 nr 1. I Norge er det nettopp likheten mellom kapitalnedsettelse og erverv av egne aksjer som har begrunnet vilkåret om to tredjedels flertall på generalforsamlingen.¹²⁴ Likheten kan peke i retning av Norge kan beholde vilkåret om "flertall som for vedtektsendring" i § 9-4 (1).

Gudmund Knudsen synes i sin utredning om forenkling og modernisering av aksjeloven å legge til grunn at kravet om flertall som for vedtektsendring kan videreføres. Noe grunnlag for dette gis imidlertid ikke.¹²⁵ Også i juridisk teori er det tatt til orde for at vilkåret kan opprettholdes.¹²⁶

7.4 Hensiktsmessigheten av videreføring av kravet om to tredjedels flertall

Kravet om to tredjedelsflertall er som nevnt ovenfor, begrunnet med likheten mellom erverv av egne aksjer og kapitalnedsettelse. Utover dette fremhever forarbeidene at beslutning om erverv av egne aksjer er en så viktig avgjørelse at også aksjeeiere med aksjer uten stemmerett bør ha mulighet til å påvirke resultatet, all den tid de møter opp på generalforsamlingen.¹²⁷

Hvis lovgiver som følge av endringsdirektivet må endre flertallskravet til et krav om alminnelig flertall, vil det føre til forskjellige flertallskrav for beslutning om kapitalnedsettelse og beslutning om erverv av egne aksjer. Dette kan medføre forvirring ved anvendelsen av reglene, og vil generelt være uheldig ettersom virkningen av kapitalnedsettelse og erverv av egne aksjer lang på vei er den samme for aksjonærene.

På den annen side har selskapers erverv av egne aksjer likhetstrekk med utdeling av utbytte. Ved beslutning om utbetaling av utbytte er simpelt flertall på generalforsamlingen tilstrekkelig, jf aksjelovenes § 8-2 1. punktum jf § 5-17 (1). Kravet til generalforsamlingens beslutningsmyndighet for erverv av egne aksjer og utdeling av utbytte har så vidt vites bestått side om side uten å skape problemer. Dette svekker argumentet om at forskjellige flertallskrav til gyldig generalforsamlingsbeslutning for nedsettelse av aksjekapital og erverv av egne aksjer, er problematisk.

Til tross for at erverv av egne aksjer har likhetstrekk med både kapitalnedsettelse og utdeling av utbytte, kan det være rimelig å legge større vekt på likheten med kapitalnedsettelse når det gjelder spørsmålet om flertallskravet i

¹²⁴ NOU 1992:29 s. 112.

¹²⁵ Knudsen s. 101.

¹²⁶ Birkeland s. 15.

¹²⁷ NOU 1992:29 s. 112.

generalforsamlingen. Utdeling av utbytte vil i stor grad anses som positivt for aksjonærene. Det er derfor mindre behov for det vern som gis aksjonærene ved krav om kvalifisert flertall. Erverv av egne aksjer innebærer en reduksjon av selskapets egenkapital. Dette fører til reduksjon av det beløp som kan utbetales som utbytte. I tillegg kan erverv av egne aksjer i uregistrerte aksjeselskap medføre brudd på likhetsprinsippet. Dette peker i retning av at en beslutning om erverv av egne aksjer er så viktig at kravet bør være to tredjedels flertall, jf § 9-4 (1).

Ved å innføre et krav om alminnelig flertall vil aksjeeiere med aksjer i aksjeklasser uten stemmerett miste sin mulighet til å påvirke beslutningen om selskapet skal kunne erverve egne aksjer. I det hele tatt vil en slik oppmykning av regelen svekke vernet av aksjeminoriteten.¹²⁸

I endringsdirektivet artikkel 19 nr 1 fastholdes det imidlertid at prinsippet om likebehandling av alle aksjeeiere i samme stilling må respekteres ved erverv av egne aksjer. Til en viss grad vil dette bidra til å verne aksjeminoriteten. På den andre side er et krav om flertall som for vedtektsendring et mer håndfast vern. Det sørger effektivt for at alle aksjeeiere gis mulighet til innflytelse på avgjørelsen av om styret i det hele tatt skal gis fullmakt. En henvisning til det generelle prinsipp om likebehandling vil i større grad overlate vurderingen av om en beslutning om erverv av egne aksjer krenker likebehandlingsprinsippet, til styret. Av denne grunn er endringsdirektivets vern mindre effektivt og mindre håndgripelig enn det vern som følger av dagens regel i aksjelovenes § 9-2.¹²⁹

Med forbehold for at kravet i aksjelovenes § 9-4 (1) om flertall som for vedtektsendring ikke strider mot Norges EØS-forpliktelser, synes det hensiktsmessig å videreføre kravet.

8. Kravet om registrering i Foretaksregisteret

8.1 Dagens regel

For at styret skal kunne erverve egne aksjer i samsvar med generalforsamlingens fullmakt, må fullmakten "meldes til Foretaksregisteret og (..) være registrert", jf aksjelovenes § 9-4 (4).

Registrering av generalforsamlingens fullmakt i Foretaksregisteret er således en betingelse for at selskapet overhode skal ha mulighet til å erverve egne aksjer.¹³⁰

¹²⁸ Fosvold s. 97.

¹²⁹ Fosvold s. 97 (i samme retning).

¹³⁰ NAU s. 70.

8.2 Registreringsplikt i annet selskapsrettsdirektiv

Kravet i aksjelovens § 9-4 (4) om registrering i Foretaksregisteret hadde ingen parallell regel i annet selskapsrettsdirektiv da den ble innført i aksjelovene.¹³¹

I endringsdirektivets art 19 iii heter det at det enkelte land kan velge å oppstille vilkår om at "selskapet oppfyller egnede rapporterings- og meddelelseskra". Foretaksregistrering kan anses for å være et rapporteringskrav. Det er imidlertid ikke gitt at endringsdirektivet mener å vise til foretaksregistrering av generalforsamlingens fullmakt. Det er mer sannsynlig at dette vilkåret mener å vise til den informasjon som må gis i et forslag om beslutning om erverv av egne aksjer. Med andre ord at aksjonærene sikres et tilstrekkelig informasjonsgrunnlag for å kunne ta stilling til spørsmålet om å gi fullmakt til erverv av egne aksjer.¹³²

Dersom lovgiver endrer kravet til foretaksregistrering, slik at dette ikke lenger er et gyldighetsvilkår for styrets fullmakt og dermed heller ikke en absolutt betingelse for erverv av egne aksjer, er det mulig at kravet om Foretaksregistrering kan videreføres uten at dette vil stride mot direktivet.¹³³ Det kan imidlertid stilles spørsmål til den konsekvens dette vil ha for reglens effektivitet. I tillegg kan en slik løsning bli ansett som et forsøk på omgåelse av art 19 i endringsdirektivet.¹³⁴

8.3 Betydningen av annet selskapsrettsdirektiv

Under den forutsetning at registrering i Foretaksregisteret ikke kan innfortolkes under "egne rapporterings og meddelelseskra" i endringsdirektivets art 19 iii, går vilkåret lenger enn direktivet. Konsekvensen av at vilkåret er direktivstridig er at det ikke kan videreføres.¹³⁵

8.4 Hensiktsmessigheten av en videreføring av kravet om foretaksregistrering

Kravet om foretaksregistrering er begrunnet med hensynet til publisitet og notoritet.¹³⁶ Informasjon om at det foreligger fullmakt for erverv av egne aksjer, og dennes innhold, bør være tilgjengelig for utenforstående.¹³⁷ For potensielle investorer er det viktig å ha tilgang til slike opplysninger når de vurderer å investere i et selskap.¹³⁸ Dette bidrar til å gi investorene forutsetninger for å kalkulere risikoen og vinningsmuligheten ved ervervet.

¹³¹ NOU 1992:29 s. 112.

¹³² Sml. Promemoria s. 16.

¹³³ Fosvold s. 95.

¹³⁴ Fosvold s. 95.

¹³⁵ Sml. Fosvold s. 95.

¹³⁶ Grønland s. 118.

¹³⁷ NOU 1992:29 s. 112.

¹³⁸ Fosvold s. 96.

En offentlig tilgjengelig styrefullmakt gir også kreditorene informasjon som kan være av betydning for deres dekningsmulighet. Foretaksregistrering vil dermed også bidra til beskyttelse av kreditorene.

En ytterligere negativ følge dersom bestemmelsen om foretaksregistrering i § 9-4 (4) ikke kan videreføres, er at det vil føre til et brudd med aksjelovens mønster i forhold til styrefullmakter. Både styrefullmakt ved kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer, og styrefullmakt ved avtale om lån med rett til å utstedt aksjer, må registreres i Foretaksregisteret før styret kan anvende fullmakten, jf § 10 -16 jf § 11-8(5).

Det er med andre ord mye som taler for at foretaksregistrering som vilkår for erverv av egne aksjer bør videreføres i aksjeloven. Dette forutsetter imidlertid at registreringskravet ikke er å anse som en omgåelse av kravene i endringsdirektivets art 19

9. Styrefullmaktens gyldighetsperiode

9.1 Dagens regel

Gyldigheten av generalforsamlingens fullmakt til styret kan "ikke (..) være lenger enn 18 måneder", jf aksjelovens § 9-4 (2) 1. punktum.

Det følger av ordlyden at det kan fastsettes en kortere gyldighetsperiode.

Fristen for fullmaktens gyldighet begynner å løpe på det tidspunkt generalforsamlingen beslutter å gi styret fullmakt.¹³⁹

9.2 Gyldighetsperioden i annet selskapsrettsdirektiv

Ifølge endringsdirektivets artikkel 19 nr 1 bokstav a, kan den fullmakt som gis av generalforsamlingen ikke "overskride fem år".

At gyldighetsperioden er satt til fem år er en utvidelse i forhold til den opprinnelige lovtekst i artikkel 19 i annet selskapsrettsdirektiv. Etter denne bestemmelsen kunne gyldighetsperioden ikke overskride 18 måneder.

9.3 Betydningen av annet selskapsrettsdirektiv

Såfremt medlemslandene tillater erverv av egne aksjer, må kravet i om at fullmaktens gyldighetsperiode er fem år overholdes. At dette er et tvingende vilkår følger av betegnelsen "skal" i artikkel 19 nr. 1 2. punktum.

¹³⁹ Bråthen s. 157.

Dermed oppstår spørsmålet om det er motstrid mellom aksjelovens maksimallengde på 18 måneder, og direktivet gyldighetsperiode på fem år. Ettersom gyldighetsperiodens varighet etter endringsdirektivet er et tvingende vilkår, kan aksjelovens maksimallengde på 18 måneder ikke videreføres hvis det er motstrid.

Det problematiske er at gyldighetsperiodene er forskjellige.

Endringsdirektivet angir imidlertid at det tidspunkt fullmakten kan gjelde for ikke kan "overskride fem år". Direktivet synes med dette å henvise til at fem år er den maksimale lengde som kan settes i nasjonal lovgivning.¹⁴⁰ En naturlig tolkning tilsier at det enkelte land kan velge en kortere frist. Av denne grunn er det ikke motstrid mellom aksjelovens maksimallengde på 18 måneder og direktivets gyldighetsperiode på fem år

9.4 Bør gyldighetsperioden i aksjelovene utvides?

Ettersom den maksimale gyldighetsperiode på 18 måneder i aksjelovens § 9-4 (2) ikke strider mot artikkel 19 i direktivet, kan regelen videreføres.

Gyldighetsperiodens maksimale varighet er imidlertid foreslått utvidet til fem år.¹⁴¹ Knudsen gir i sin utredning om forenkling og modernisering av aksjeloven uttrykk for at dette forslaget bør følges opp.¹⁴²

Dermed oppstår spørsmålet om gyldighetsperioden på 18 måneder i aksjelovens § 9-4 (2) bør utvides til fem år.

Utvidelsen av fullmaktens gyldighet i annet selskapsrettdirektiv fra 18 måneder til fem år ble begrunnet med at den kortere frist var unødvendig restriktiv.¹⁴³ Dersom fullmaktens maksimale varighet utvides, vil dette gi styret økt fleksibilitet og handlefrihet.¹⁴⁴ Eksempelvis vil det bli lettere å gjennomføre et tilbakekjøpsprogram som går over et lengre tidsrom.

Hvis fullmaktens maksimale varighet utvides, vil det ikke være behov for at generalforsamlingen årlig må vurdere spørsmålet om å gi styret fullmakt. Utvidelse av styrefullmaktens gyldighetsperiode kan derfor bidra til besparelser hva angår saksbehandlingen.¹⁴⁵

På den andre side vil en utvidelse av fullmaktens varighet berøre et prinsipielt spørsmål om hvor stor innflytelse aksjonærene bør ha på selskapets drift. Dersom fullmaktens maksimale varighet settes til fem år, åpnes det for at

¹⁴⁰ Grundmann s. 180, Sou 2009:34 s. 232.

¹⁴¹ Høringsnotat s. 12-13, s. 22.

¹⁴² Knudsen s. 101.

¹⁴³ Slim working group s. 13.

¹⁴⁴ Birkeland s. 15.

¹⁴⁵ Fosvold s. 96.

generalforsamlingen setter seg selv på sidelinjen hva angår spørsmålet om selskapets erverv av egne aksjer. I aksjelovenes forarbeid fremheves det at spørsmålet om å gi styret fullmakt til erverv av egne aksjer er en så viktig beslutning at den bør prøves årlig.¹⁴⁶ Generelt fremtrer det som lovgiver har et ønske om aktive eiere hva angår spørsmålet om erverv av egne aksjer.¹⁴⁷

Dersom fremtidens regler om erverv av egne aksjer ikke vil inneholde krav om foretaksregistrering, vil en utvidelse av fullmaktens lengde være særlig uheldig. For aksjonærer som har blitt eiere på et senere tidspunkt enn generalforsamlingens beslutning om styrefullmakt, vil det gå lang tid før de får anledning til innflytelse i dette spørsmålet. Og dersom fullmakten ikke er registrert, vil deres mulighet for å beregne egen risiko og gevinstmulighet innskrenkes vesentlig.

I det hele tatt må spørsmålet om utvidelse av fullmaktens varighet sees i sammenheng med de øvrige lovendringer som kan bli en følge av endringsdirektivet. Hvis endringer som opphevelse av ervervsgrensen på ti prosent og kravet om minste utestående aksjekapital gjennomføres, vil styrets handlingsrom innen fullmakten bli langt større enn i dag.¹⁴⁸ Generalforsamlingen har riktig nok anledning til å fastsette rammer både for antall aksjer som kan erverves og det vederlag som maksimalt kan ytes.¹⁴⁹ Men dersom dagens regler endres, vil den økte ervervsadgangen kunne føre til en praksis hvor rammene for disse generalforsamlingsbestemte begrensningene økes. Dette vil være i overensstemmelse med endringsdirektivets formål om fleksibilitet og handlingsfrihet vedrørende selskapets kapital og reduksjon av den administrative byrder.¹⁵⁰ Aksjonærenes adgang til kontroll med selskapets kapitalforvaltning vil imidlertid svekkes.

En utvidelse av den lovgitte fullmaktperioden vil ikke innskrenke aksjonærenes mulighet til å begrense fullmaktens varighet. En slik begrensning kan gjøres permanent i selskapets vedtekter eller fastsettes i den enkelte generalforsamlingsbeslutning. Videre kan generalforsamlingen trekke tilbake styrets fullmakt, jf avtl § 16.¹⁵¹ Disse mulighetene vil ivareta aksjonærenes anledning til å utøve innflytelse på selskapets avgjørelse om erverv av aksjer, på tross av at fullmaktens maksimale varighet utvides.

For å ivareta både aksjonærenes innflytelse på spørsmålet om erverv av egne aksjer og ønsket om større fleksibilitet og handlingsfrihet for selskapet, kan den norske lovgiver velge å utvide dagens gyldighetsperiode på 18 måneder til en frist som er kortere en fem år.¹⁵² Denne løsningen vil imidlertid avvike fra gjennomføringen av regelen i de øvrige medlemstatene i EU. Tendensen i Europa synes å være at den økte gyldighetsperiode på fem år anvendes fullt ut. Danmark, Storbritannia, Tyskland og Nederland er blant landene som har valgt å utvide fullmaktens gyldighet i tråd med

¹⁴⁶ NOU 1996:3 s. 153.

¹⁴⁷ NOU 1996:3 s. 153, NOU 1992:29 s. 112.

¹⁴⁸ Fosvold s. 96.

¹⁴⁹ Endringsdirektivet art 19 nr 1, bokstav a.

¹⁵⁰ Endringsdirektivets preambel punkt 4.

¹⁵¹ Birkeland s. 16.

¹⁵² Fosvold s. 96-97.

endringsdirektivet.¹⁵³ Enkelte land som Finland og Frankrike har foreløpig ikke utvidet fullmaktens maksimale varighet.¹⁵⁴ Disse landene har beholdt den opprinnelige gyldighetsperiode på 18 måneder.

Hensynet til harmoni mellom de europeiske lands lovregler tilsier at Norge ikke bør velge en mellomløsning. Det faktum at et flertall av EUs medlemsstater har valgt å utvide fullmaktens gyldighetsperiode til fem år, taler for at Norge også bør velge denne løsningen.

På tross av at aksjonærenes mulighet til innflytelse på avgjørelser om erverv av egne aksjer vil svekkes, synes det etter dette hensiktsmessig å utvide fullmaktens ervervsgrænse til 5 år.

10. Avsluttende bemerkninger

Lovgivningsprosessen med modernisering og forenkling av aksjelovgivningen innebærer forslag om betydelig oppmykning av aksjelovens regler om erverv av egne aksjer.

Jo nærmere de norske regler om erverv av egne aksjer utformes de liberale regler som endringsdirektivets artikkel 19 åpner for, desto større fleksibilitet i forvaltningen av egen kapital oppnår selskapene.

Det er klart at eventuelle uheldige konsekvenser for aksjonærer, kreditorer og andre tredjemenn må tas i betraktning når de nye reglene utformes. Men de nye norske reglene om erverv av egne aksjer bør utformes liberalt, slik at disse gir gode rammevilkår som også er internasjonalt konkurransedyktige.

¹⁵³ Danmark: selskabsloven § 198 (2), Storbritannia: Companies act del 18, kapittel 4, §§ 694 (5), 697 (4), 700 (4), Tyskland: Aktg § 71 (1) nr 8 1. punktum, Nederland: Burgerlijk Wetbook, bok 2, art 2:98 (4).

¹⁵⁴ Frankrike: Code de commerce L 225-209, Finland: Aktiebolagslag kapittel 15 § 5 (2) 2. punktum.

Kilder

Litteraturliste:

Andenæs, Mads Henry: Aksjeselskaper og allmenn aksjeselskaper, Oslo 2006

Andenæs, Mads Henry: Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, Oslo 1998

Andersen, Paul Krüger, Clausen, Nis Jul: Børsretten II, tredje utgave, Jurist- og Økonomforbundets forlag, København, 2008

Bergo, Knut: Børs- og verdipapirrett, Cappelen Akademiske Forlag, Oslo, 2008

Bergo, Knut: Selskapenes handel med egne aksjer – børs- og aksjerettslige aspekter, De nordiske Juristmøder, Helsingfors 2002

Birkeland, Kari: EU Kommisjonens forslag til forenkling av annet selskapsrettsdirektiv, Tidsskrift for Forretningsjuss (TFF), 2005:4

Bråthen, Tore: Selskapers kjøp og salg av egne aksjer etter norsk rett, Nordisk Tidsskrift for selskapsrett (NTS), Djøef forlag, 2000:2

Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber: aktie- og anpartsselskabsret, Forlaget Thomson, København, 2003

Fosvold Solveig Kristine: Forslaget til nye EU-regler om tilbakekjøp av aksjer, Nordisk Tidsskrift for selskapsrett (NTS), Djøef forlag 2005:3

Grundmann, Stefan: Europäisches Gesellschaftsrecht, C.F. Müller, Hamburg, 2008

Grønland, Karl-Anders: Selskapers handel med egne aksjer, Cappelen Akademiske Forlag, Oslo, 2007

Knudsen, Gudmund: Forenkling og modernisering av aksjeloven, Utredning på vegne av Justis- og Politidepartementet, Oslo, 2011

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg: Egne aksjer, ad Notam Gyldendal, 1999

Oslo Børs, børssrikulære 2/1999, Selskapenes erverv av egne aksjer

Oslo Børs, børssirkulære 2/2008, Tilbakekjøp av egne aksjer og kursstabilisering

Truyen, Filip: Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskap, Jussens Venner, 2004 s. 305.

Winter, Jaap: Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, Brussel, 2002

Aarbakke, Magnus, Aarbakke, Asle, Knudsen, Gudmund, Ofstad, Tone, Skåre, Jan: Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave, Universitetsforlaget, Oslo, 2004

Norsk lov-register:

Allmennaksjeloven 1997 nr. 45 (asal)

Aksjeloven 1997 nr. 44 (asl)

Avtaleloven 1918 nr. 4 (avtl)

Verdipapirhandeloven 2007 nr. 75 (vph)

Regnskapsloven 1998 nr. 56 (rskl)

Internasjonalt lov -register:

Aktiebolagslag, 624/2006, Finland

Aktiebolagslag, 551/2005, Sverige

Aktiengestez, 1965, Tyskland

Burgerlijk Wetboek, 1992, Nederland

Code de commerce, Frankrike

Companies Act, 2006, Storbritannia

Selskabsloven, 322/2011, Danmark

Forarbeid:

Ot.prp.nr 36 (1993-94)

Ot.prp.nr 23 (1996-97)

Ot.prp.nr 44 (1997-98)

Ot.prp.nr 12 (2004-05)

Prop. 148 L

Nou 1992:29

Nou 1996:2

Nou 1996:3

Utenlandske offentlige utredninger:

Betænkning 1498, November 2008, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Danmark

Ds 2010:8, Fyra aktiebolagsrättsliga frågor, Justitiedepartementet, Sverige

L 170, 2008-09, Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), Økonomi og erhvervsministeren, Danmark

Promemoria, Några frågor med anledning ändringar i kapitaldirektivet, Justitiedepartementet, Sverige

Slim working group, recommendations by the company law slim working group on the simplification of the first and second company law directives, EU

Sou 2009:34, Statens offentliga utredningar, Sverige

Statutory Instruments 2009 No. 2022, The Companies Share Capital and Acquisition by Company of its own Shares, Storbritannia

Høringsnotat:

Oppfølging av Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2006/68/EF om endringer i Rådsdirektiv 77/91/EØF når det gjelder stiftelse av allmennaksjeselskap og sikring og endring av deres kapital- Forslag om endringer i Allmennaksjeloven og Aksjeloven og ny forskrift, Justis- og Politidepartementet, Lovavdelingen, Juli 2007.

Direktiv og forordninger:

77/91/EØF

2006/68/EF

EF nr 2273/2003

Forkortelsesregister

Annet selskapsrettsdirektiv:	77/91/EØF
Andenæs I:	Andenæs, Mads Henry: Aksjeselskaper og allmenn aksjeselskaper, Oslo 2006
Andenæs II:	Andenæs, Mads Henry: Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, Oslo 1998
Bergo I:	Bergo, Knut: Selskapenes handel med egne aksjer – børs- og aksjerettslige aspekter
Bergo II:	Bergo, Knut: Børs- og verdipapirrett
Endringsdirektivet:	2006/68/EF
Høringsnotat:	Oppfølging av Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2006/68/EF om endringer i Rådsdirektiv 77/91/EØF når det gjelder stiftelse av allmennaksjeselskap og sikring og endring av deres kapital- Forslag om endringer i Allmennaksjeloven og Aksjeloven og ny forskrift
NAU:	Næringslivets Aksjemarkedsutvalg