

STYREMEDLEMMERS ERSTATNINGSANSVAR FOR VILLEDNING AV  
INVESTOR VED AKSJEEMISJONER. SÆRLIG OM INFORMASJON  
OM SELSKAPETS FREMTIDSUTSIKTER

KANDIDATNR: 151516

VEILEDER: FILIP TRUYEN

ANTALL ORD: 13535 inkl. fotnoter

LEVERINGSFRIST: 17.12.2007

15.12.2007

## INNHold

<b>1.</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>3</b>
1.1.	Avhandlingens tema.....	3
1.2.	Presisering og avgrensning av aktører og typetilfeller.....	4
<b>2.</b>	<b>UTGANGSPUNKTER FOR UAKTSOMHETSVURDERINGEN...5</b>	
2.1	Kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer – nærmere om styrets oppgaver og legislative hensyn.....	5
2.1.1	Innledning.....	5
2.1.2	Legislative hensyn.....	5
<b>3.</b>	<b>UAKTSOMHETSKRITERIET I ASL OG ASAL § 17-1.....9</b>	
3.1.	Innledning.....	9
3.2.	Nærmere om rolleforventningen til selskapets styremedlemmer.....	10
3.2.1	Særlig om rolleforventningen ved emisjoner.....	12
<b>4.</b>	<b>DEN OBJEKTIVE SIDE AV AKTSOMHETSVURDERINGEN...14</b>	
4.1	Innledning .....	14
4.2	Det kontraktsrettslige aspektet av ansvaret.....	14
4.2.1	Prinsipper for fortolkningen av tegningsgrunnlaget.....	15
4.3	Betydningen av at opplysningene er gitt en skjønnsmessig eller upresis form.....	16
4.4	Betydningen av at opplysningene er delvis basert på skjønn.....	18
4.5	Foreløpig oppsummering.....	19
<b>5.</b>	<b>SÆRLIG OM PROSPEKTREGLENE I VERDIPAPIRHANDEL-LOVEN.....20</b>	
5.1	Betydningen av at det er utarbeidet prospekt selv om det ikke er påbudt.....	22
<b>6.</b>	<b>ANSVAR FOR OPPLYSNINGER OM FORETAKETS FREMTID ?.....23</b>	
6.1	Særlig om børsnoterte selskaper .....	27
6.2	Særlig om emisjoner underlagt prospektreglene.....	29
6.3	Oppsummering.....	30
<b>7.</b>	<b>DEN SUBJEKTIVE SIDE AV UAKTSOMHETSVURDERINGEN .....</b>	<b>31</b>
<b>8.</b>	<b>BETYDNINGEN AV INVESTORS EGET FORHOLD.....34</b>	
<b>9.</b>	<b>SÆRLIG OM ANSVARFRASKRIVELSER.....37</b>	

# 1. INNLEDNING

## 1.1. Avhandlingens tema

Tema for denne avhandlingen er styremedlemmers informasjons- og erstatningsansvar overfor aksjetegner (investor) ved kapitalforhøyelser i form av nytegning av aksjer (nyemisjon). Vi befinner oss dermed i det såkalte *primærmarkedet*. I dette markedssegmentet kan selskapene finansiere deler av sin næringsvirksomhet gjennom å emittere omsettelige verdipapirer.

I forbindelse med en emisjon vil det gjerne gis utførlig informasjon i en tegningsinnbydelse eller prospekt om forhold av betydning for potensiell investor, når denne skal vurdere å tegne aksjer i selskapet. Dersom investeringen viser seg å bli tapsbringende for investor og han mener seg villedet av den informasjon som ble gitt i forbindelse med aksjetegningen, oppstår spørsmålet om han kan kreve handelen omgjort eller å få sitt tap erstattet av selskapet, aksjonærer, tilrettelegger eller noen i selskapets ledelse. Denne avhandlingen vil begrenses til erstatningsansvar for selskapets styremedlemmer.

Området for avhandlingen blir dermed styremedlemmers erstatningsansvar for rene formuestap oppstått som følge av at investor er gitt villedende informasjon. Ettersom styremedlemmene ikke er direkte part i avtalen med aksjetegnerne, blir det videre spørsmål om et deliktsbasert ansvar; dovs. et ansvar utenfor kontrakt. Dette kan en også kalle et *informasjonsansvar*. Begrepet har ingen rettslig betydning. Det er kun en samlebetegnelse for de typetilfeller som gjelder erstatningsansvar for villedning av annen enn kontraktspart.<sup>1</sup>

Ansvarsgrunnlaget er den alminnelige culperegelen, som er kodifisert i aksjeloven (asl) og allmennaksjeloven (asal) § 17-1. Før lovendringen som trådte i kraft 01.01.07 hjemlet bestemmelsen bare erstatningsansvar overfor selskapet. Erstatningsansvar overfor den enkelte aksjeeier eller kreditor måtte bedømmes etter alminnelige ulovfestede erstatningsregler.<sup>2</sup>

Etter lovenes § 17-1 kan et styremedlem bli erstatningsansvarlig for skade han "forsettlig eller uaktsomt" har voldt en annen. Det er flere vilkår som må være oppfylt for å ilagge erstatningsansvar. Foruten ansvarsgrunnlag må det bla. foreligge et økonomisk tap, og det må være årsakssammenheng mellom det ansvarsbetingende forhold og tapet. Av hensyn til avhandlingens rammer avgrenses det til skyldspørsmålet, herunder kun skyldgraden uaktsomhet. Spørsmålet blir altså om styremedlemmer kan bli ilagt erstatningsansvar for

---

<sup>1</sup> Jfr. Truyen, 2007, s. 88. Se også Hagstrøm, 1989 og LB-1995-3002

<sup>2</sup> Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 112 – 114. Her fremgår også at lovendringen ikke tar sikte på noen realitetsendring av gjeldende rett på området.

“uaktsomt” å ha villedet en investor til å foreta en tapsbringende disposisjon ved å tegne aksjer i selskapet.

## **1.2. Presisering og avgrensning av aktører og typetilfeller**

En tapsbringende investering kan reise spørsmål om plassering av ansvar i flere ledd i en omsetningsrekke. Tema for denne avhandlingen er som nevnt utelukkende styremedlemmers ansvar i forbindelse med nyemisjon. Ansvar for andre aktører som videreformidler eller rådgir om kjøp og salg av finansielle instrumenter i det såkalte *sekundærmarkedet* vil ikke bli behandlet.<sup>3</sup> Avhandlingen avgrenses videre mot børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt etter børsloven og børsforskriften. Disse reglene vil likevel bli nevnt der de er egnet til å belyse avhandlingens tema.

Det vil i utgangspunktet ikke bli sondret skarpt mellom aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper – ei heller mellom børsnoterte og unoterte selskaper. Noen særproblemstillinger vil likevel bli tatt opp særskilt i kap. 6.

I forbindelse med større offentlige emisjoner, opptak til notering og spredningssalg vil det videre kunne utløses plikt til å utarbeide prospekt etter nærmere bestemte regler i verdipapirhandelloven. Dette kalles gjerne *prospektansvaret*. Av hensyn til avhandlingens rammer vil det heller ikke bli anledning til å gå utførlig i dybden på dette området. Reglene om styrets ansvar knyttet til utstedelse av prospekt, samt kravene til opplysninger i prospekt, vil likevel bli tatt opp i avhandlingens kap. 5 og 6.

Det ville være for ambisiøst å ta sikte på å gi en uttømmende fremstilling av styremedlemmers informasjonsansvar i enhver sammenheng. Målsettingen er å trekke opp noen generelle retningslinjer og momenter ved uaktsomhetsvurderingen.

Når det gjelder investorbegrepet, siktes det til enhver fysisk eller juridisk person som tegner aksjer ved nyemisjon.

---

<sup>3</sup> Se Truyen, 2007, *Aksjeanalyse og Informasjonsansvar*

## **2. UTGANGSPUNKTER FOR UAKTSOMHETSVURDERINGEN**

### **2.1. Kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer – nærmere om styrets oppgaver og legislative hensyn**

#### **2.1.1 Innledning**

For å ilegge noen erstatningsansvar kreves en begrunnelse. Culpaansvaret er i stor grad utviklet i tilknytning til person- og tingsskadetilfeller. Her er det tale om ansvar for rene formuestap. I tillegg kommer særpreget ved at det dreier seg om et rent informasjonsansvar. Et slikt erstatningskrav faller utenfor det tradisjonelle området for deliktsbasert erstatningsansvar.<sup>4</sup> Av den grunn er det nødvendig å først se nærmere på styrets rolle og ansvar under emisjonsprosessen, herunder hvilke legislative hensyn som kan begrunne et erstatningsansvar for styremedlemmene overfor investor.

#### **2.1.2 Legislative hensyn**

Formålet med en emisjon kan være å anskaffe risikokapital til et spesifikt prosjekt. Hensikten kan imidlertid også være en ren oppkapitalisering. Uansett vil det som regel være en større eller mindre risiko og et visst spekulasjonspreg knyttet til investeringen. Går selskapet godt blir investor med på oppturen og får ta del i gevinsten. Går det dårlig risikerer han å tape deler av eller hele sin investering. Investor har derfor et behov for best mulig informasjon om selskapet, slik at han kan analysere og vurdere risikoen nøye før han tar et valg. Høy kvalitet på den informasjon investor får presentert vil derfor være av avgjørende betydning.

Dersom det stilles for strenge krav til presisjonsnivået i informasjonen og eventuelle feil kan få uforholdsmessig store følger for styremedlemmene, vil det imidlertid kunne bidra til å hemme effektiv omsetning og verdiskapning. I tillegg kan ansvaret bli ruinerende for det enkelte styremedlem.<sup>5</sup> På den annen side kan et strengt ansvar ha en preventiv effekt. Det kan bidra til skjerpede rutiner, øke troverdigheten til det enkelte foretak, og stimulere til å gi markedet god informasjon. Selv om aksjetegning innebærer risiko for den som tegner seg, bør selskapet ikke kunne innhente kapital på uriktig grunnlag. Investor bør ha mulighet til å foreta en forsvarlig vurdering av den risikoen han påtar seg.<sup>6</sup> Det er videre mulig å tegne styreansvarsforsikring, hvilket begrenser og pulveriserer det ansvar styremedlemmene kan pådra seg - samtidig som det øker investors dekningsmuligheter.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Truyen, 2007 s. 87

<sup>5</sup> En avtale utstedt av selskapet om å holde styremedlemmene skadesløse for feil i tegningsgrunnlaget vil trolig heller ikke vil være gyldig, jfr. Aarum, 2002 s. 267-268. Se også nedenfor på s. 6, første avsnitt, om begrunnelsen.

<sup>6</sup> Aarum, 2002 s. 269

<sup>7</sup> Aarum, 1994 s. 109

Det er videre særlig selskapsspesifikk informasjon som er av betydning for investor. Investor kan riktignok selv skaffe seg en del opplysninger gjennom offentlig tilgjengelig informasjon. Dette gir likevel et begrenset innblikk i virksomheten. Dessuten kan også slik informasjon være beheftet med mangler eller usikkerhet. Investor er derfor i stor grad henvist til å stole på den informasjon han får presentert av selskapet. Når det gjelder mer allment kjent informasjon om forhold selskapet ikke kan påvirke, har investor i større grad mulighet til å kontrollere og vurdere betydningen av denne selv. Også slik informasjon kan imidlertid være usikker og egnet til å fremstilles på ulike måter.

Et særlig spørsmål er om – og i tilfelle i hvilken grad – investor bør kunne legge vekt på uttalelser om foretakets fremtidige lønnsomhet. Selskapets styremedlemmer må innen rimelighetens grenser ha rett til å være optimistiske i sin tro på selskapet og fremtiden.<sup>8</sup> Dertil kommer at bruken av fremtidsprognoser er nødvendig for å kunne treffe strategiske avgjørelser, og som ledd i markedsføringen av selskapet. Slike opplysninger vil alltid bero på et større eller mindre element av skjønn og en synbar risiko for at forventningene slår feil. Det tilsier at investor står like nærme som styrets ledelse til å bære risikoen for at fremtiden utvikler seg annerledes enn forventet. På den annen side kan prognoser være urealistiske og villedende dersom de savner et forsvarlig fundament. Informasjon om fremtidig lønnsomhet må formodes inntatt i innbydelse eller prospekt med den hensikt å påvirke mulige interessenter, og vil også ofte bli tillagt stor vekt av investor. Selv om investor må innkalkulere en større eller mindre risiko, bør det ikke av den grunn være fritt frem for å ansvarsfritt "blåse opp" forventningene til selskapets fremtidige lønnsomhet.

For å oppsummere så langt, har selskapene i stor grad et informasjons-overtak på investor. Investor er nødt til å stole på den informasjon han får, og kan risikere betydelige tap ved en uheldig investering. Det er derfor behov for å oppstille et erstatningsansvar for villedning av investor ved emisjoner. Hva gjelder plassering av ansvaret, kan det riktignok spørres om ikke det er mest rimelig og naturlig at investor holder seg til sin medkontrahent – selskapet. Det er imidlertid en svært begrenset adgang til å påberope seg ugyldighet etter at aksjetegningen er registrert, se asl. og asal. § 10-7, (3) jfr. § 2-10, (2). Kun dersom tegningen er falsk, forfalsket, foretatt under grov tvang eller er i strid med vergemålsloven vil den være ugyldig.

Bakgrunnen for regelen er at en aksjetegning ikke bare angår tegneren, men også de øvrige aksjonærer og selskapets kreditorer. Det er derfor grunn til å trekke grensene for ugyldighet snevrere enn i formueretten ellers.<sup>9</sup> De sterke ugyldighetsgrunnene tegner kan påberope seg forekommer nok sjelden i praksis.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Se bla. Rt. 1915 s. 265 og Rt. 1996 s. 742

<sup>9</sup> Andenæs, 2006 s. 98

<sup>10</sup> Aarum, 2002 s. 262

Dersom ugyldighetsreglene avskjærer investor fra å framgå tegningen, kan det spørres om tegneren i stedet kan gjøre gjeldende erstatningsansvar mot selskapet. Etter norsk rett kan en imidlertid ikke omgå begrensningene i adgangen til å påberope seg ugyldighet ved å gi kravet en annen rettslig karakteristik. <sup>11</sup> De alminnelige ugyldighetsregler og obligasjonsrettslige misligholdsprinsipper må etter tradisjonell rettsoppfatning stå tilbake for aksjerettslige prinsipper. Hvis aksjeeiere isteden kunne fremme et erstatningskrav ville den økonomiske realiteten langt på vei kunne bli den samme for selskapet som et tilbakebetalingskrav grunnet på ugyldighet eller vesentlig mislighold. <sup>12</sup> Det medfører et behov for å kunne gjøre ansvar gjeldende mot de personer som har vært delaktige ved utarbeidelsen av informasjonsmaterialet.

I det daglige vil det generelt være selskapets administrasjon som sitter med best oversikt over selskapsinterne forhold. Det vil også gjerne være daglig leder/adm. dir., eventuelt i samarbeid med styrets leder, som utarbeider prospekt eller tegningsinnbydelse. Daglig leder har imidlertid rapporteringsplikt til styret, som på sin side har en kontroll og tilsynsplikt med den daglige ledelse, jfr. § 6-13. Den overordnede forvaltningen av selskapet hører under styret, jfr. § 6-12, (1). Styret skal herunder sørge for at virksomheten er forsvarlig organisert, bla. at ansvarslinjene er klare, kontrollrutinene tilfredsstillende og at administrasjonen er faglig kompetent til å utføre sine oppgaver. <sup>13</sup> Styret skal videre holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling og har en selvstendig plikt til å påse at dets virksomhet, regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll. Styret skal også fastsette planer og budsjetter, jfr. lovenes § 6-12, (2) og (3). I tillegg er styret, foruten daglig leder, selskapets representanter utad, jfr. § 6-30.

Når det gjelder styrets oppgaver ved emisjon følger det av asl. og asal. § 10-1, 1. ledd, 1. pkt. at det er generalforsamlingen (aksjonærene) som treffer beslutning om å forhøye aksjekapitalen ved nytegning hvis ikke annet er bestemt. Generalforsamlingen kan imidlertid også gi styret fullmakt, jfr. § 10-14. Av særlig interesse er at kompetansen til å foreslå kapitalforhøyelser for generalforsamlingen er tillagt styret, jfr. § 10-3. Forslag fra styret er trolig nødvendig for at generalforsamlingen skal kunne behandle saken. <sup>14</sup> Det fremgår videre av bestemmelsens andre ledd at "forslaget skal begrunnes". Det skal videre "gis en kort redegjørelse for forhold som må tillegges vekt når det gjelder å tegne nye aksjer." I NOU 1996:3 s. 166 er opplysningsplikten beskrevet som følger:

---

<sup>11</sup> Andenæs, 2006 s. 100 og s. 106 med tilvisninger til bla. Rt. 1996 s. 1463 og Rt. 2003 s. 1574. Det er imidlertid omstridt om rettsstilstanden bør være slik, jfr. bla. Aarum, 2002 s. 267 - 269

<sup>12</sup> Aarum, 2002 s. 262-263

<sup>13</sup> NOU 1996: 3 s. 136

<sup>14</sup> Andenæs, 2006, s. 514 med tilvisninger

”Opplysningsplikten er ikke begrenset til opplysninger om selskapet og dets økonomi i snever forstand. Det sentrale er at de vesentligste opplysningene kommer frem, uavhengig av om de direkte angår selskapets økonomiske stilling eller om de mer indirekte kan ha betydning for verdien av aksjene. Det må også opplyses om negative forhold ved selskapet.”

Styret har således et tungt informasjonsansvar og en klart definert og dominerende rolle i forbindelse med emisjonsprosessen. Som initiativtagere til emisjonen og som selskapets forvaltere tilsier det at styret må stå nærmest til å bære risikoen for feil og utelatelser i prospekt eller tegningsinnbydelse. Et erstatningsansvar for styrets medlemmer er dermed legislativt godt begrunnet. For større offentlige emisjoner som utløser prospektplikt, må dette sågar anses forutsatt i verdipapirhandelloven (vphl) § 7-18, hvorefter styret er ansvarlig for at prospektet fyller fastsatte krav. Styret skal også avgi en særskilt erklæring om at innholdet i prospektet, så langt de kjenner til, samsvarer med de faktiske forhold og ikke er villedende eller ufullstendig på vesentlige punkter. Dette vil bli drøftet nærmere i kap. 5.

### 3. UAKTSOMHETSKRITERIET I ASL. OG ASAL. § 17-1

#### 3.1. Innledning

For å bli holdt erstatningsansvarlig etter asl. og asal. § 17-1 kreves det som nevnt at vedkommende styremedlem "uaktsomt" har forvoldt investor et tap. Vurderingstema er om den aktuelle handlemåten i en gitt situasjon var uforsvarlig. Spørsmålet er om styremedlemmet kan bebreides for at han på et gitt tidspunkt skulle ha opptrådt annerledes slik at hans bidrag til skaden ikke oppstod eller realiserte seg. Det kritiske tidspunktet er da han sist kunne handlet annerledes slik at hans bidrag til skaden ble unngått.<sup>15</sup>

Sentralt i vurderingen står hvilke normalforventninger en ut i fra *objektive* kriterier må kunne stille til styremedlemmet i den konkrete situasjonen. Nygaard kaller dette et spørsmål om rolleforventning.<sup>16</sup> Hvilke forventninger man kan stille til en konkret rolle er vil variere. Takstmenn plikter for eksempel ikke å kjenne til et perifert regelverk om krav til godkjenning av rom for beboelse<sup>17</sup>, mens advokater forutsettes å ha kjennskap til vilkårene for å kunne avskjære ektefellens arverett ved testament.<sup>18</sup>

Uaktsomhetsnormen har imidlertid også en *subjektiv* side. Selv om grensen mellom rett og urett er brutt, kan det være at styremedlemmet likevel må unnskyldes for å ha opptrådt som han gjorde.<sup>19</sup> Det er således ikke tale om et rent objektivt ansvar.<sup>20</sup> På den annen side vil opptreden i strid med de objektive forventninger normalt anses som uaktsom, med mindre det foreligger noen unnskyldningsgrunn.

Det kan være vanskelig og virke til dels kunstig å trekke er skarpt skille mellom den objektive og den subjektive siden av uaktsomhetsvurderingen. Derfor blir begge momentene undertiden vurdert under ett, og formulert som et krav om at handlemåten samlet sett må være uforsvarlig.<sup>21</sup> Hvilken innfallsvinkel som er mest naturlig og hensiktsmessig kan imidlertid bero på hvilket livsområde en befinner seg på. På noen områder bygger kravet til forsvarlig opptreden i stor grad på rimelighetsbaserte interesseavveininger. I andre tilfeller er denne avveiningen allerede foretatt ved at det er utviklet og oppstilt egne adferdsnormer på området - for eksempel gjennom lovregulering.<sup>22</sup> I tillegg vil behovet for å operere med fleksible vurderingskriterier variere ettersom hvilke skadetilfeller en vil fange opp. Det kan virke mer støtende at et skadetilfelle ikke fanges opp ved integritetskrenkelser enn ved rene formuestap. Det kan derfor være behov

---

<sup>15</sup> Nygaard, 2000 s. 170 og 172.

<sup>16</sup> Nygaard, 2000 s. 178

<sup>17</sup> Rt. 1995 s. 1350

<sup>18</sup> Rt. 1989 s. 1318

<sup>19</sup> LB-1995-3002

<sup>20</sup> Nygaard 2000, s. 173.

<sup>21</sup> Nygaard 2000, s. 173

<sup>22</sup> Truyen, 2007, s. 110.

for mer fleksibilitet i integritetstilfellene. Når det gjelder formuestap, kan det undertiden være helt rettmessig å påføre andre et tap, for eksempel ved oppstart av konkurrerende virksomhet. Behovet for fleksibilitet er dessuten mindre på områder hvor ønsket om forutberegnelighet står sterkt, og hvor mulige ansvarssituasjoner i langt større grad er forutsigbare.<sup>23</sup>

Spørsmålet om culpaansvar for villedning av investor gjelder ansvar for rene formuestap. Det er dessuten gitt definerte generelle og spesielle handlenormer for styrets medlemmer i aksjeloven og allmennaksjeloven. De involverte er forretningsdrivende, selv om profesjonalitetsgraden vil variere. Selv om en privat investor er lekmann på området, går han inn i prosjektet med et motiv om økonomisk vinning. Det gjør at spørsmålet er godt egnet for en oppdeling i objektive og subjektive vilkår. Selv om det er fare for at en slik oppdeling kan bli noe stilistisk, er det rom for skjønn og avveininger også innenfor rammen av de objektive vilkår.<sup>24</sup> I det følgende vil avhandlingen følge en slik sontring.

### **3.2. Nærmere om rolleforventningen til selskapets styremedlemmer**

Styremedlemmene er valgt og har mottatt vervet med plikt til å fremme selskapets interesser.<sup>25</sup> Under styret hører forvaltningen av selskapet. Styret skal sørge for en forsvarlig organisering av selskapet, fastsette planer og budsjetter, samt holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling. Når det gjelder styrets oppgaver i tilknytning til nyemisjon, er det som nevnt styret som er gitt kompetansen til å foreslå emisjon for generalforsamlingen. Styret har en videregående begrunnelsesplikt og skal orientere om både positive og negative forhold som må tillegges vekt ved tegning av nye aksjer.

Opptreden i strid med aksjelovenes bestemmelser har først og fremst betydning for styremedlemmenes ansvar overfor *selskapet*. Dersom styret mangler forståelse eller oversikt over selskapets økonomiske stilling, eller ikke utviser forsvarlig skjønn ved vedtagelsen av budsjetter og fremtidsplaner, vil dette imidlertid også bli utslagsgivende for den informasjon investor mottar. Når det gjelder ansvar overfor investor, vil det derfor likevel være et sentralt spørsmål om styremedlemmene har opptrådt i strid med reglene i særlig asl. eller asal. kap. 6 og 10.

Et særlig spørsmål er om styremedlemmene har opptrådt uaktsomt ved å ikke føre tilstrekkelig kontroll med administrasjonen, eller delegere bort oppgaver som etter aksjelovenes kompetansefordeling hører under styrets ansvar. Disse momentene var fremme i Rt. 1996 s. 742 Minnor, som omtales nærmere i avhandlingens kap. 4. Retten uttalte at "Styret har ansvar for å sørge for en forsvarlig finansiering av selskapet, og må i denne forbindelse også vurdere om det er grunnlag for å oppta lån. Det er ikke anført at styret handlet uforsvarlig i relasjon til dette. Selve arbeidet med

---

<sup>23</sup> Truyen, 2007 s. 110

<sup>24</sup> Truyen, 2007 s. 111

<sup>25</sup> Andenæs, 2006 s. 655

lånesøknader må være administrasjonens sak." Det var derfor "helt regulært når styret overlot til administrasjonen å forhandle med potensielle långivere om langtidsfinansieringen, for deretter selv å vurdere de lånetilbud som fremkom." <sup>26</sup>

Bestemmelsene i aksjelovens kap. 6 og 10 angir lovpålagte plikter for styret, og forutsetter en høy grad av årvåkenhet, forståelse og oversikt. Det taler for at det må gjelde en relativt streng aktsomhetsnorm ved overtredelse av disse bestemmelsene. Det må likevel være rom for en viss grad av feilvurderinger eller kritikkverdig opptreden før det medfører erstatningsansvar.<sup>27</sup> Opptreden i strid med loven er ikke nødvendigvis uaktsomt, selv om det vil være et sentralt moment.<sup>28</sup>

Det kan spørres om styremedlemmers erstatningsansvar kan karakteriseres som en form for profesjonsansvar. Det såkalte "profesjonsansvaret" er i alminnelighet et culpaansvar. Det som særpreger profesjonsansvaret er at det på enkelte områder oppstilles en særlig streng aktsomhetsnorm, jfr. bla. Rt. 1995 s. 1350, som gjaldt takstmans ansvar.

Profesjonsansvaret er utviklet med tanke på hvilke krav som må stilles til den fagmessige utøvelsen av visse frie yrker, så som bla. takstmenn, meglere eller advokater. På de ulike områdene vil det finnes både skrevne og uskrevne normer og regler for hva som er aktsom opptreden på området.<sup>29</sup> Styremedlemmene er valgt av generalforsamlingen, og er selskapets tillitsmenn. I motsetning til for eksempel advokater er det ingen lovbestemte krav til faglige kvalifikasjoner; de enkelte styremedlemmer kan være innvalgt av helt forskjellige grunner. I tillegg kommer at de ulike selskaper opererer innen vidt forskjellige områder og omfang, hvilket gjør det vanskelig å oppstille detaljerte allmenngyldige normer.<sup>30</sup> Selv om lovverket oppstiller krav til utøvelsen av vervet, er imidlertid reglene av nokså generell karakter. Styremedlemmene treffer en rekke ulike forretningsmessige beslutninger, uten at det kreves at de skal ha spesialkunnskaper i ethvert tilfelle.<sup>31</sup> Det kan derfor neppe oppstilles noe profesjonsansvar for styremedlemmer. Profesjonsansvaret er nok derfor også generelt strengere enn det ansvar som gjelder for styremedlemmer.<sup>32</sup>

Høyesteretts uttalelser i Rt. 1991 s. 119 kan være av interesse i denne forbindelse. Retten mente det kunne "være nyttig å ta utgangspunkt i følgende: Loven gir gjennom aksjeselskapsformen adgang til ansvarsbegrensning nettopp for risikofylte virksomheter. Aksjeselskapets ansvar er begrenset til de midler selskapet disponerer over. Dersom kreditor ikke får dekning gjennom disse midler, må det derfor kreves noe spesielt for at han skal kunne skjære gjennom ansvarsbegrensningen og søke dekning hos de enkelte deltakere - aksjonærene - eller hos styremedlemmene som har stått for ledelsen av selskapet ... For at slikt ansvar skal kunne gjøres

---

<sup>26</sup> Rt. 1996 s. 742 på s. 760

<sup>27</sup> Andenæs, 2006, s. 655

<sup>28</sup> Andenæs, 2006, s. 655 - 656

<sup>29</sup> Aarum, 1994 s. 90

<sup>30</sup> Aarum, 1994 s.9 1-92

<sup>31</sup> Aarum, 1994 s. 91

<sup>32</sup> Aarum, 1994 s. 91

gjeldende, krever aksjeloven § 15-1 at vedkommende styremedlem under utførelsen av denne funksjon forsettlig eller uaktsomt påfører kreditor tap. Skyldkravet må bedømmes i relasjon til den kreditor som gjør kravet gjeldende, og vurderingen må skje på den bakgrunn jeg har nevnt.”

Vurderingen må altså skje konkret i forhold til den enkelte skadelidte. For det andre må det kreves ”noe spesielt” for å plassere ansvaret hos styremedlemmene. Dette innebærer imidlertid neppe noe mer enn det som etter en naturlig språklig forståelse ligger i vilkåret ”uaktsomt”.

### **3.2.1 Særlig om rolleforventningen ved emisjoner**

Som nevnt i kap. 2.1.1 faller rene formuestap utenfor det tradisjonelle området for deliktsbasert erstatningsansvar. Når det gjelder ansvar for villedning av investor, kommer i tillegg særpreget ved at det er tale om et rent informasjonsansvar. Informasjon har den egenskap at den er gjenstand for spredning og kan nå et uoverskuelig antall mottagere med ulike forutsetninger – enten dette er påregnelig for skadevolder eller ikke. Dersom enhver uaktsom ytring skulle kunne føre til ansvar, ville skadevolder risikere et nærmest uforutberegnelig og ubegrenset ansvar. Riktignok kan reglene om rettslig avgrensning i årsakssammenheng (adekvans) og aksept av risiko i noen grad motvirke et for vidtrekkende ansvar. Det er imidlertid usikkert om reglene er egnet til å begrense rekkevidden av ansvaret i tilstrekkelig grad.<sup>33</sup> I teorien har det derfor blitt tatt til orde for en alternativ tilnæringsmåte, hvor man, innen rammen av culpavurderingen, ser på situasjonen samlet sett og spør om skadelidte hadde berettigede forventninger til å kunne innrette seg i tillit til informasjonen. Ved denne tilnæringsmåten vil to momenter stå sentralt i vurderingen, nemlig forventningenes grunnlag og styrke.<sup>34</sup>

Rt. 1981. s. 462. gjaldt et erstatningskrav mot en kommune for ugifter i forbindelse med planlegging av et byggeprosjekt som ikke ble realisert. Retten la til grunn at det ikke var inngått noen avtale om utbygging. Spørsmålet var dermed om utbyggers forventninger kunne ha erstatningsrettslig vern. Om det uttalte retten på s, 469 at: ” Dette spørsmålet avhenger etter mitt skjønn både av forventningenes grunnlag og styrke og av de forhold som førte til at kommunen ikke traff vedtak i samsvar med forventningen.”

Når det gjelder forventningenes grunnlag og styrke, vil disse være sterkere hvor det er en kontraktlignende relasjon mellom skadevolder og skadelidte. Eiendomsmeglere og takstmenn kan for eksempel bli ansvarlige overfor kjøper dersom opplysningene i salgsoppgaven er mangelfulle eller uriktige.<sup>35</sup> Når det gjelder forholdet mellom et selskaps styremedlemmer og investor,

<sup>33</sup> Truyen, 2007 s. 89. Se også Hagstrøm, 1989 s. 199

<sup>34</sup> Truyen, 2007 s. 89 og Hagstrøm, 1989 s. 201

<sup>35</sup> Rt. 1995 s. 1350

foreligger det ikke noe direkte kontraktsforhold. Styret representerer imidlertid selskapet utad, og står frem overfor investor som selskapet. Som selskapets tillitsvalgte, forvaltere og representanter vil styret være naturlig å identifisere med selskapet. Styret er videre initiativtagere til emisjonen, og er pålagt en rekke oppgaver i tilknytning til denne. Det er således en nær og kontraktslignende tilknytning mellom selskapets styre og investorene. Denne tilknytningen er særlig fremtredende hvor styret i prospekt har avgitt en ansvarserklæring etter vphl. § 7-18. Det foreligger en særlig forventning om og oppfordring til å opptre lojalt og med tilbørlig aktsomhet. Utgangspunktet for den videre drøftelse blir følgelig at investor må kunne ha berettigede forventninger om å kunne innrette seg i tillit til den informasjon han får i forbindelse med emisjonen, samt at selskapets styremedlemmer innestår for denne. Spørsmålet i neste kapittel blir hvilke kvalitative krav som kan stilles til innholdet i informasjonsmaterialet.

## 4. DEN OBJEKTIVE SIDEN AV AKTSOMHETSVURDERINGEN

### 4.1 Innledning

Tilbudet til investor kan inneholde både omfattende og ulikeartet informasjon. Innvendinger mot gehalten i informasjonen kan være at faktaopplysninger er direkte feilaktige, eller at fakta er formulert i så runde eller vage vendinger at det gis et misvisende bilde av forholdene. En tredje innvending kan være at informasjonen er misvisende fordi vesentlige opplysninger er utelatt. Når det gjelder informasjon om foretakets fremtidige utvikling kan det innvendes at de prognoser som er presentert enten (i) bygger på feilaktige faktiske premisser, eller (ii) at de er urealistisk optimistiske. Spørsmålet er i hvilken grad investor kan gjøre slike innsigelser gjeldende mot selskapets styremedlemmer.

### 4.2 Det kontraktsrettslige aspektet av ansvaret

En tegningsinnbydelse eller et prospekt kan inneholde uendelig mange opplysninger av ulik karakter. Noen opplysninger vil være helt sentrale for investor, mens andre vil være mindre interessante.

I kontraktsretten er det generelt et krav om vesentlig mislighold for å kunne heve en kontrakt. En vil heller ikke kunne kreve erstatning eller prisavslag for enhver manglende opplysning eller feilopplysning, sml. for eksempel avhl. §§ 3-7 og 3-8. Også når det gjelder ugyldighet skal det normalt en del til. Det tilsier at det heller ikke utenfor kontrakt bør kunne statueres ansvar for enhver feil eller utelatelse vedrørende mindre vesentlige forhold.<sup>36</sup> Denne innbyrdes sammenhengen mellom avtalerettslig ugyldighet/mislighold og uaktsomhetsvurderingen fremheves i Rt. 1996 s. 742. Dommen gjaldt bla. styremedlemmers ansvar overfor selskapets kreditorer. Høyesterett uttalte at: " For at ansvar skal kunne pålegges, må det først konstateres at opplysningene som ble gitt, var så mangelfulle at långiverne ikke var bundet av de tilsagn de ga."<sup>37</sup>

At ikke enhver feilopplysning eller utelatelse kan føre til ansvar ble også lagt til grunn i UfR 2001. 398 H (Nordisk Fjer) Saken gjaldt spørsmål om en emisjonsbanks ansvar for å ikke ha opplyst investor om kritikkverdige forhold ved utsteders regnskaper ifbm. tegning av konvertibelt lån. Flertallet i Danmarks Højesteret var enig i at det kunne reises kritikk mot flere punkter i regnskapene. Det var imidlertid ikke tale om forhold som var misvisende i en sådan grad, at det var grunnlag for å betvile konsernets soliditet. Det var derfor ikke uaktsomt å unnlate å opplyse om forholdene, eller å unnlate å iverksette ytterligere undersøkelser.

---

<sup>36</sup> Aarum, 1994 s. 430

<sup>37</sup> Rt. 1996 s. 742 s. 760

Dersom det hefter slike mangler ved tegningsgrunnlaget at investor kunne erklært seg ubundet av avtalen, blir neste spørsmål om det foreligger culpa hos det enkelte styremedlem.<sup>38</sup>

#### **4.2.1 Prinsipper for fortolkningen av tegningsgrunnlaget**

Rt. 1913 s. 689 gjaldt spørsmål om erstatning for uriktige og villedende opplysninger i tegningsinnbydelse. Tvisten gjaldt opplysninger om kvaliteten på leire til bruk ved fremstilling av murstein, samt beregningen av produksjonskostnader. Innbyderne ble frifunnet. Dommen ble avsagt under dissens (5-2). Mindretallet tok utgangspunkt i en naturlig fortolkning av innbydelsen og fant bla. at "... da er den tirade i aktieindbydelsen at prøver av leren [var] ... brændt med godt resultat, misvisende."<sup>39</sup> I kombinasjon med andre uriktige opplysninger i innbydelsen mente mindretallet at det var utvist uaktsomhet. Flertallet synes derimot å ha lagt til grunn en mildere culpabedømmelse. De fant at det først måtte godtgjøres at "der i indbydelsen indeholdes direkte usandhet." før ansvar kunne ilegges. Det ble lagt mindre vekt på hva tegnerne hadde grunn til å legge i innbydelsen. Tvert i mot foretok flertallet en mer helhetlig vurdering, og la atskillig vekt på stifternes egen oppfatning om at det dreide seg om et godt og bærekraftig prosjekt.<sup>40</sup> Heller ikke i Rt. 1923 II s. 288 ble uklarheter i tegningsinnbydelsen tolket i tegners favør.<sup>41</sup>

Flertallet gikk altså langt i å legge vekt på styremedlemmenes subjektive oppfatning på bekostning av tegnerne. En slik rettstilstand er uheldig. Ved emisjoner, i alle fall hvor ikke kun eksisterende aksjonærer tegner seg, vil selskapet henvende seg til investorer som ikke besitter spesielle kunnskaper om virksomheten. Investor vil ofte være prisgitt det informasjonsmateriale han får av selskapet. Det er dette som danner basisen når investor skal vurdere risikoen ved plasseringen. Styremedlemmenes subjektive forståelse av de opplysninger investor får presentert bør derfor ikke vektlegges ved fortolkningen. Man er ikke i en forhandlingssituasjon hvor denne type oppfatninger kan være kommet til uttrykk. Det bør derfor i større utstrekning legges til grunn et objektivt fortolkningsprinsipp, slik mindretallet gjorde. Etter det objektive fortolkningsprinsipp blir spørsmålet hva investor med rimelighet kan legge i utsagnet, situasjonen sett under ett.<sup>42</sup>

Når det er sagt, så ble det i Rt. 1913 s. 689 ikke eksplisitt tatt stilling til hvilke tolkningsprinsipper som skal gjelde. Dommen er konkret begrunnet, gammel og avsagt under dissens. Et annet tilfelle, Rt. 1926 s. 426, gjaldt en opplysning i innbydelse til stiftelse av skipsaksjeselskap om at verftet var et

---

<sup>38</sup> Se kap. 7

<sup>39</sup> Rt. 1913 s. 689 på s. 700

<sup>40</sup> Aarum, 1994 s. 425

<sup>41</sup> Aarum, 1994 s. 425

<sup>42</sup> Aarum, 1994 s. 424. Se også Rt. 2001 s. 1288.

“førsteklasses” norsk verksted. Det viste seg imidlertid at verftet ikke var produksjonsklart og at det manglet kompetanse og tilgang på nødvendig arbeidskraft. Flertallet viste til “At skipsbyggeriet betegnes som førsteklasses, var egnet til at fremkalde tillid til dets leveringsdyktighet.”<sup>43</sup> Dette var av vesentlig betydning under den daværende lavkonjunktur. Innbyderne ble derfor idømt ansvar. Flertallet synes her å legge til grunn en ren objektiv fortolkning av ordlyden. Det ble videre vist til at:

“De [aksjonærene] haade ret til at stole paa, at indbydernes opgave i tegningsindbydelsen var rigtig, jfr. Rt-1915-265 flg., særlig side 266 øverst.”<sup>44</sup>

Også nyere rettspraksis trekker i retning av en objektiv fortolkning av tegningsgrunnlaget.<sup>45</sup> Den måten Høyesterett fortolket tegningsgrunnlaget på i Rt. 1913 s. 689 kan neppe regnes som gjeldende rett i dag.<sup>46</sup> Det avgjørende må være hvordan investor med rimelig grunn kan forstå opplysningene i tegningsgrunnlaget. Med mindre det er grunnlag for andre holdepunkter må dette bedømmes ut i fra en objektiv fortolkning av tegningsgrunnlaget.

#### **4.4 Betydningen av at opplysningene er gitt en skjønnsmessig eller upresis form**

Spørsmålet om hva investor med rimelighet kan legge i tegningsgrunnlaget kompliseres der opplysningene er gitt i en skjønnsmessig eller upresis form. Hva ligger det rent språklig i at et skipsverft er “førsteklasses”, eller at et produkt er “unikt”?<sup>47</sup> Slike betegnelser har ikke noe presist meningsinnhold. Skjønnspregede anslag indikerer at størrelsen er usikker, og at det innenfor rammen av ordlyden, må påregnes et visst slingsmonn. Dette er samtidig egnet til å kunne svekke leserens forventninger, hvilket tilsier at det bør kreves mer for å ilegge ansvar enn hvor det er gitt presise opplysninger.

Rt. 1909 s. 145 gjaldt innbyders erstatningsansvar for feilaktige og misvisende opplysninger om utnyttelsen av et vannfall. I innbydelsen var det b.l.a. oppgitt at “Den for tiden anvendte drivkraft udgjør ca. 50 h.-kr., men vil ved nogen forandring og uden større omkostninger i henhold til takstforretningen kunne øges til 150 h.-kr.”<sup>48</sup> Når Høyesterett skulle vurdere hva tegnerne med rimelighet kunne legge i dette, la de vekt på at “Ved tallet 50 er der tilføjet et “ca”, og man bør fæste opmærksomheden ogsaa ved, at tallet saavel for den udbyggede som for den ikke udbyggede vandkraft er sat i runde tal... Dette har for mig den betydning at, at man i indbydelsen har villet give en omtrentlig beskrivelse, saaledes som

<sup>43</sup> Rt.1926 s. 471 på s. 472

<sup>44</sup> Rt 1926 s. 471 på s. 475

<sup>45</sup> Rt. 1996 s. 742. Dommen omtales nærmere i kap. 4.3 og 6.

<sup>46</sup> Aarum, 1994 s. 426

<sup>47</sup> Rt. 1926 s. 426 og Rt, 1996 s. 742. Se også TOSLO-2004-25074 s. 8 (dommen er opplyst å ikke være rettskraftig)

<sup>48</sup> Rt. 1909 s. 145 s. 146

formentlig almindelig er i omtale af deslige herligheder. Jeg mener, at man vilde lægge for meget ind i indbydelsen, om man vilde tage den nøiagtig paa ordet og dekretere ansvar, hvis den ikke holdt stik.”<sup>49</sup>

På den annen side kan en uklar eller rund formulering være misvisende, og vilde leseren til å tro at et foretak eller et prosjekt er langt bedre stilt enn hva som faktisk er tilfelle. Selskaper har riktignok behov for å markedsføre seg. Forretningsmessig skryt er derfor til en viss grad tillatt.

Uriktige opplysninger blir imidlertid ikke mindre uriktige ved at de pakkes inn i skjønnspregede ordelag. Det må derfor gå en grense for hvor positive opplysninger en kan innta ansvarsfritt i innbydelsen, selv om disse er gitt i en upresis form.<sup>50</sup> Dette var tilfellet i Rt. 1926 s. 426 hvor skipsverftet ble fremstilt som “førsteklasses”, selv om det i realiteten verken var produksjons- eller konkurransedyktig.

Det synes å være stor variasjon i eldre rettspraksis med hensyn til hvor streng norm som skal gjelde for bruken av skjønnsmessige opplysninger. Som nevnt i kap. 4.2.1 synes Rt. 1913 s. 689 (Teglverkdømmen) å gå særlig langt i å frita innbyderne for ansvar.<sup>51</sup> Dersom en tillegger formuleringene i tegningsinnbydelsen så liten vekt som i denne saken, er det fare for at investors forventninger om å kunne innrette seg i tillit til informasjonen i tegningsgrunnlaget blir nærmest illusorisk. En annen uheldig konsekvens er at det åpnes for overdrevent optimistiske og svakt funderte fremstillinger.<sup>52</sup> Informasjonen som presenteres i en innbydelse bør presenteres nøyaktig og realistisk.

Rt. 1996 s. 742 (Minnordømmen) gjaldt blant annet to styremedlemmers erstatningsansvar overfor selskapets kreditorer. Forholdet var at selskapet Minnor AS ble opprettet for kommersiell utnyttelse av såkalt ultraren kvarts i pulverform – til bruk i optikk- og dataindustrien. I den anledning ble det innhentet betydelige midler gjennom ulike typer lån og investeringstilskudd. Det viste seg imidlertid at produksjonen ikke var bæredyktig, og selskapet måtte til slutt inngi oppbud.

Dommen gjaldt riktignok ansvar overfor kreditor, og ikke overfor investor i tradisjonell forstand. Mens profesjonelle långivere normalt vil være svært opptatt av debtors betalingsevne og tilfredsstillende sikkerhet for lånet, vil investor oftere operere med en større grad av risikovillighet og samtidig forhåpninger om større avkastning. Det kan derfor tenkes at kravene til informasjon og ansvarsvurderingen vil kunne bli noe forskjellige. Tilfellet i Rt. 1996 s. 742 gjaldt imidlertid finansiering av et nystartet, kapitalkrevende og risikopreget pilotprosjekt. Det ble ytt lån over flere omganger grunnet kostnadsoverskridelser, og det ble stilt begrenset pantsikkerhet. Sakens særpreg gjør at dommen må ha betydelig relevans også for spørsmålet om ansvar overfor investor.

---

<sup>49</sup> Rt. 1909 s. 145 s. 147

<sup>50</sup> Aarum, 1994, s. 429 - 430

<sup>51</sup> Aarum, 1994 s. 428

<sup>52</sup> Aarum, 1994, s. 429

Sentralt i vurderingen stod det såkalte "novembernotatet" som var utarbeidet til bruk i forhandlingene med långiverne. I notatet var det oppgitt en rekke ulike forutsetninger, kalkyler og skjønnspregede beskrivelser av virksomhetens nåværende og fremtidige markedsposisjon.<sup>53</sup> Høyesterett fant at de opplysninger som ble gitt var så mangelfulle at kreditorene måtte kunne si seg ubundet av de inngåtte låneavtaler. Retten uttalte at:

"Samlet sett ga notatet et overdrevet positivt bilde av situasjonen... Det var ikke grunnlag for å skrive – slik det ble gjort i notatet – at kvartsen hadde en kvalitet som tilfredsstilte ca. 90 % av markedet, at det hadde vært utført produksjonstester hos potensielle kunder med positivt resultat og at råstoffkvaliteten sammen med Minnors produksjonsprosess ga et "unikt produkt med et ekstremt lavt innhold av kjemiske elementer andre enn SiO<sub>2</sub>", uten at det samtidig ble orientert om de negative resultatene ... Finansinstitusjonene måtte i det minste ha krav på at de opplysninger som ble gitt ikke var misvisende."<sup>54</sup>

Dommen fastslår at det går en grense for bruken av skjønnsmessige anslag og positive karakteristikk. Høyesterett mente bla. det var misvisende å si at kvartsen tilfredsstilte "ca 90 %" av markedet, og at produktet var "unikt". Det ble også fremhevet at selskapet hadde vært for *selektiv* med hensyn til den informasjon de valgte å presentere. Det avgjørende var således at notatet samlet sett ga et misvisende bilde av situasjonen. Styremedlemmene ble riktignok frikjent etter en nærmere vurdering, men dommen illustrerer like fullt poenget; Nemlig at de opplysninger selskapet gir må presenteres nøyaktig og realistisk.

#### **4.4 Betydningen av at opplysningene er delvis basert på skjønn**

Enkelte typer opplysninger vil undertiden måtte bygge på en viss grad av skjønn, for eksempel verdsettelsen av selskapets aktiva i regnskaper. Det tilsier at det må være en viss grad av slingringsmonn innenfor de rammer som er forsvarlige. På den annen side kan usikkerhet med hensyn til betydningen av opplysninger i regnskapene tilsi en plikt til å informere nærmere om de bakenforliggende forhold eller de forhold som begrunner usikkerheten.

LB-1995-3002 (Investa) gjaldt styremedlemmers og revisors ansvar for tap lidt av en rekke personer og selskaper på kortsiktige, usikrede gjeldsbrev- og sertifikatlån ytet til AS Investa. Det ble anført at Investa hadde presentert villedende regnskaper overfor investorene. Retten fant at det forelå ikke ubetydelige overvurderinger av flere regnskapsposter. Etter en utførlig gjennomgang fant retten likevel at styremedlemmene og revisor hadde opptrådt forsvarlig ved verdsettingen, og at det ikke var utvist erstatningsbetingende uaktsomhet ved verdivurderingene. For ett av

---

<sup>53</sup> Rt 1996 s. 742; se utdrag fra novembernotatet på s. 747 - 748

<sup>54</sup> Rt. 1996 s. 742 på s. 760 - 761

forholdene, verdsetting av krysseieaktiva, mente imidlertid retten at det var uaktsomt at tilleggsopplysninger om krysseierskapets betydning for selskapets egenkapital ikke ble inntatt i årsoppgjørene og videreformidlet til kreditorene. De saksøkte ble for øvrig frifunnet fordi det ikke forelå årsakssammenheng.<sup>55</sup>

#### 4.5 Foreløpig oppsummering

Av rettspraksis fremgår det at ansvarsvurderingen vil bli lempeligere dersom opplysningene er gitt en skjønnsmessig form.<sup>56</sup> Det er imidlertid naturlig å se det slik at den strenge linje i eldre rettspraksis er forlatt, og at det gjelder et forholdsvis strengt informasjonsansvar også for skjønns- og markedsføringspregede opplysninger. Som det fremgår av Rt. 1996 s. 742 kan det heller ikke *utelates* vesentlige opplysninger. Det er en forholdsvis snever adgang til å være selektiv med hensyn til hvilken informasjon en velger å presentere. Det avgjørende synes å være at informasjonsmaterialet samlet sett ikke må gi et misvisende bilde av de faktiske forhold og risikoen knyttet til investeringen.

Når det gjelder opplysninger som *bygger på* vurderinger med innslag av skjønn, må det avgjørende være om de underliggende vurderinger er utført på et forsvarlig grunnlag. Dersom det hefter usikkerhet av betydning om opplysningene, eller det er grunn til å utdype og klargjøre forholdene, kan det etter omstendighetene være uaktsomt å ikke informere om dette i tegningsgrunnlaget.

---

<sup>55</sup> Aarum, 2002 s. s. 287-291. Forfatteren kritiserer rettens anvendelse av årsakslæren og Høyesteretts Kjæremålsutvalgs avvisning av å fremme anken fra saksøkerne (HR-1999-00248k)

<sup>56</sup> Aarum, 1994 s. 435

## 5. SÆRLIG OM PROSPEKTREGLENE I VERDIPAPIRHANDELLOVEN

Som tidligere nevnt er det i verdipapirhandelens kap. 7 gitt regler om plikt til å utarbeide og offentliggjøre prospekt ved opptak til notering, større offentlige emisjoner og spredningssalg. Prospektreglene kommer til anvendelse ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer i det norske verdipapirmarked som rettes til 100 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet, og som gjelder et beløp på minst 100.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder. Det samme gjelder etter nærmere regler der en tilbyder hjemmehørende i Norge fremsetter tilbud i en annen EØS-stat (EØS-prospekt).<sup>57</sup>

Det ville føre for langt her å gå inn på samtlige formkrav og spesifikke opplysningskrav i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. Her skal bare nevnes enkelte bestemmelser av mer generell interesse, som vphl. § 7-13. Det fremgår av bestemmelsen at et prospekt skal inneholde de opplysninger som,

”blant annet med hensyn til særlige forhold hos tilbyderen og arten av de verdipapirene som tilbys, er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirene. Opplysningene skal fremstilles i en lett forståelig og analyserbar form.”

Bestemmelsen gir anvisning på at ”nødvendige” opplysninger for å kunne foreta en velfundert vurdering av investeringsobjektet skal inntas i prospektet. Hva som er ”nødvendige” opplysninger vil måtte variere fra utsteder til utsteder og avhengig av de verdipapirer som utstedes. Kriteriet er språklig fortolket strengt, men kan neppe innebære mer enn at alle *vesentlige* opplysninger om utstederne og verdipapirene skal med. At innholdskravet er relativt er angitt ved at kravene skal avpasses blant annet ”med hensyn til særlige forhold hos tilbyderen”. Det avgjørende må være at prospektet skal gi en dekkende beskrivelse av den konkrete investering.<sup>58</sup> I tillegg til å angi hva som skal være med i prospektet, stilles det også krav til opplysningenes *form* og *klarhet*. Investor skal settes i stand til å foreta en ”velfundert vurdering”. For å oppnå det skal opplysningene fremstilles i en ”lett forståelig og analyserbar form.” Hvor mye som kreves av bearbeidelse må bero på opplysningenes karakter og kompleksitet, samt hvilken type investorer tilbudet rettes mot.<sup>59</sup>

De krav til prospektets innhold som følger av vphl. § 7-13 er strenge. Det kreves blant annet at informasjonen ikke er feilaktig, villedende, mangelfull eller presentert i en utilgjengelig eller forvansket form for den aktuelle investormålgruppen. Det må innebære at det går en grense for hva som ansvarsfritt kan tas med i prospektet av anslag og overdrevent positive

---

<sup>57</sup> Se vphl. §§ 7-1 og 7-7.

<sup>58</sup> Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle og Trøbråten, 2002 s. 455

<sup>59</sup> Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle og Trøbråten, 2002 s. 456

uttalelser. Selv om de enkeltstående opplysninger ikke kan karakteriseres som direkte uriktige eller misvisende, vil prospektet samlet sett kunne være villedende, og gi investor et helhetsinntrykk og risikobilde som bryter med retningslinjene i lovens § 7-13.

Etter § 7-18 er videre "selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt." Styret skal også avgi en erklæring om at: "opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og om at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet eller at det i prospektet ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold." Dersom kravene i § 7-13 ikke er oppfylt, må styremedlemmene kunne ilegges ansvar dersom de øvrige ansvarsvilkår er oppfylt.<sup>60</sup>

Verdipapirhandellovens § 7-18 er ingen selvstendig erstatningshjemmel.<sup>61</sup> Reglene i verdipapirhandelloven kap. 7 bygger imidlertid i stor grad på Europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF. I direktivets art. 6 er det uttrykkelig forutsatt at de ansvarlige for prospektet skal kunne holdes erstatningsansvarlige. Det følger av den norske oversettelsen av art. 6 nr. 2 at "Medlemsstatene skal sikre at deres lover og forskrifter om erstatningsansvar får anvendelse på de personer som har ansvar for de opplysninger som gis i et prospekt." Etter art. 6 skal det videre utpekes ansvarlige for prospektet. Blant de som nevnes som mulige ansvarssubjekter er selskapets styre. Det må derfor legges til grunn at vphl. § 7-18 bygger på en forutsetning om at styret skal kunne holdes erstatningsrettslig ansvarlige dersom også de øvrige vilkår for å ilegge ansvar foreligger.

Ettersom styret er forpliktet til å avgi en særskilt ansvarserklæring ved prospektpliktige tilfeller, kan det videre spørres om det må ses på som en slags garanti eller tilsikring, og at det derfor må gjelde et objektivt ansvar for at alle relevante forhold er tatt med og at prospektet gir en adekvat presentasjon av disse.<sup>62</sup> Hensikten med vphl. § 7-18 var imidlertid neppe å regulere privatrettslige ansvarsforhold.<sup>63</sup> Bestemmelsen stiller dessuten ikke krav om at styret positivt må garantere for innholdet. Det åpnes for at styret kan ta en reservasjon om at prospektet "så langt de kjenner til" samsvarer med de faktiske forhold og at det ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om relevante forhold. Så lenge en slik reservasjon er inntatt – hvilket det i praksis nesten alltid vil være – må det være klart at styrets medlemmer kun hefter på culpagrunnlag etter asl. og asal. § 17-1.<sup>64</sup>

---

<sup>60</sup> Se Aarum, 1994, s. 430 (om dagjeldende vphl. § 10).

<sup>61</sup> Brudd på reglene i verdipapirhandellovens kap. 7 eller utdypende regler i verdipapirforskriftens kap. 7 kan imidlertid medføre at Oslo Børs ilegger overtrederen et overtredelsesgebyr som tilfaller statskassen, jfr. verdipapirforskriftens § 7-7.

<sup>62</sup> Bergo, 2004 s. 211

<sup>63</sup> Bergo, 2004 s. 211

<sup>64</sup> Bergo, 2004 s. 212

## **5.1 Betydningen av at det er utarbeidet prospekt selv om det ikke er påbudt**

For tilfeller hvor loven ikke påbyr bruk av prospekt, vil prospektreglene ikke komme direkte til anvendelse. Dette kan imidlertid ikke innebære at ansvaret for uriktige eller mangelfulle opplysninger blir vurdert annerledes hvis selskapet likevel velger å utarbeide et prospekt. Selskapsledelsen får da et ansvar for at informasjonen er korrekt og for at prospektet ikke gir et misvisende bilde av selskapets forhold.<sup>65</sup> Det synes i slike tilfeller naturlig å tillegge verdipapirhandellovens krav til prospektets innhold betydning ved fastleggelsen av de krav til informasjon som følger av culpanormen.<sup>66</sup> Som tilfellet i Rt. 1996 s. 742 viser, synes for øvrig de alminnelige vurderingskriteriene allerede å ligge nært opptil det som følger av vphl. § 7-13.

---

<sup>65</sup> Jfr. Aaarum, 1994, s. 420-421

<sup>66</sup> Synspunktet kommer til uttrykk i TOSLO-2004-25074 (ikke rettskraftig)

## 6. ANSVAR FOR OPPLYSNINGER OM FORETAKETS FREMTID?

Som nevnt innledningsvis kommer opplysninger om foretakets fremtidige utvikling i en annen stilling enn opplysninger om forhold fra fortid og nåtid.<sup>67</sup> Mens fortiden og nåtiden er konstaterbar og opplysningene kan etterprøves, kan man ikke med sikkerhet si hvordan et foretaks økonomiske stilling vil være på et gitt fremtidig tidspunkt. Uttalelser om fremtidig utvikling blir nødvendigvis mer usikre, og vil i større eller mindre utstrekning bygge på skjønn og subjektive vurderinger.<sup>68</sup>

Ved å presisere at det nettopp er snakk om en prognose, kalkyle eller et estimat varsles interesserte investorer også om at investeringen er forbundet med usikkerhet.<sup>69</sup> Bare tiden vil vise hvordan utviklingen blir.<sup>70</sup> Det er videre et generelt prinsipp at en i vurderingen av om skadevolder kan pålegges ansvar, må ta utgangspunkt i situasjonen på handlingstidspunktet, og ikke i lys av hvordan forholdene senere faktisk utviklet seg. Det innebærer at ansvar ikke kan pålegges *utelukkende* fordi utviklingen ble annerledes enn hva som var angitt i prognosene.<sup>71</sup> Det naturlige utgangspunkt er derfor at investor står like nærme som selskapsledelsen til å bære risikoen for hvordan fremtiden rent faktisk utvikler seg. Dette er også fremhevet i eldre rettspraksis. I Rt. 1913 s. 689 bemerket flertallet at:

” Jeg mener, at Det er naturlig at fortolke aktieindbydelsen derhen, at det ikke var hensigten, at de angivne summer skulde indeholde andet end en rent foreløpig kalkyle, som i likhet med, hva der meget hyppig indtræffer med anlæsanslag, naar det kommer til stykket, kan komme til at vise sig at være beregnet altfor sangvisk... Efter sin hele form kan aktieindbydelsen ikke opfattes saaledes, at den fra aktie-indbydernes side er betragtet som en garanti i retning av, at de opstillede beløb ikke vilde bli overskredet.”<sup>72</sup>

Den grunnleggende dom er Rt. 1915 s. 265. Her uttalte flertallet at dersom opplysningene i tegningsinnbydelsen bygger på

”Et i faktisk henseende uriktig grundlag, er aktietegningen ikke bindende for tegnerne. Noget andet vil regelmæssig gjælde om de slutninger for foretagendets lønsomhet, som innbyderne mener at kunde bygge paa et i innbydelsen aapent og korrekt fremstillet grundlag. Slutningerne faar det regelmæssig bli tegnerens sak at kontrolere og kritisere. Griper de feil i denne kritikk og som følge derav tegner aktier i et foretagende, som tilslut viser sig mislykket, maa de skuffede forventninger gaa ut over dem selv som over indbyderne selv.”<sup>73</sup>

Flertallet trekker en klar sontring mellom uriktige opplysninger og slutninger om fremtidig lønnsomhet. De understreker imidlertid et viktig poeng.

---

<sup>67</sup> Se s. 17

<sup>68</sup> Aarum, 1994 s. 435

<sup>69</sup> Bergo, 2004 s. 212

<sup>70</sup> Aarum, 1994 s. 436

<sup>71</sup> Aarum, 1994 s. 436

<sup>72</sup> Rt. 1913 s. 689 på s. 697

<sup>73</sup> Rt. 1915 s. 265, på s. 266

Standpunktet var som sagt at risikoen for slutninger om fremtidig lønnsomhet måtte bæres av tegnerne selv. Men for riktigheten av

”det faktiske grundlag, paa hvilket disse slutninger er bygget, er innbyderne ansvarlig. Svinger det, er tegnerne berettiget til at erklære tegningen uforbindende for sig og træde tilbage.”

Det er en kjent sak at budsjetter og kalkyler sprekker. Dersom de forutsetninger som ligger til grunn for å foreta beregningene er uriktige eller ufunderte, blir imidlertid ikke handlemåten mindre forsvarlig ved at opplysningene fremsettes som prognoser. Det innebærer at de forutsetninger som ligger til grunn for prognoseberegningen må være tilstrekkelig funderte og korrekte for at ledelsen skal gå fri fra ansvar. Prognoser bygger gjerne på ulike nøkkelfaktorer, så som kjente risikofaktorer, markedsanalyser og historisk finansiell informasjon. Dersom det skulle vise seg at de oppgitte faktorer i betydelig grad er uriktige eller misvisende, svikter grunnlaget for prognosen. Dersom de øvrige vilkår for å ilegge erstatningsansvar er oppfylt må styremedlemmene kunne holdes ansvarlige.<sup>74</sup>

Hva så der prognosene kun er urealistiske eller særdeles usikre, uten at det hefter direkte feil ved de forutsetninger prognosene er tuftet på? Selskapet "Fremtidstro ASA" kunngjør i et emisjonsprospekt i 2007, en resultatprognose for 2008 basert på ulike scenarier som varierer fra "low case MNOK 20", "base case MNOK 30" til "high case MNOK 50". I 2007, det første driftsåret, ligger selskapet an til å oppnå et driftresultat på MNOK 5. Selskapet har likevel stor tro på utviklingen av sitt softwareprodukt og en økende etterspørsel i markedet. Forventningene slår imidlertid ikke til, og selskapet ender med et driftresultat på MNOK 10,5 i 2008. Selskapet blir kort tid etter insolvent, og må inngi oppbud.

I henhold til de retningslinjer Høyesterett oppstiller om aksjetegning og ugyldighet i Rt. 1915 s. 265, skulle en ansvarsfritt kunne ta inn enhver prognose i tegningsgrunnlaget, så lenge de faktiske forutsetninger er oppgitt korrekt – uavhengig av hvor optimistiske og usikre forutsetningene og prognosene måtte være, jfr. at " Slutningerne faar det regelmæssig bli tegnernes sak at kontrollere og kritisere."

En slik kategorisk ansvarsfraskrivelse fremstår uholdbar. Formålet med å markedsføre selskapet overfor investor ved bruk av prognoser må være å motivere og stimulere til å tegne aksjer. Dersom markedet påvirkes av prognosene, bør de være mest mulig realistiske. Det er selskapets styre som har best kunnskap om dets anliggender, og dermed best forutsetninger for å vurdere forutsetningene. Prognoser bør være godt begrunnet og ta høyde for kritiske risikofaktorer. De kan være beheftet med vesentlig usikkerhet som

---

<sup>74</sup> Aarum, 1994, s. 439. Se også kap. 5.1.1

ikke er like synbar for investor som for selskapets ledelse.<sup>75</sup> Hertil kommer at et erstatningsansvar for urealistiske prognoser vil kunne bidra til mer forsiktighet ved utarbeidelsen og presentasjonen av slike.<sup>76</sup>

Erstatningskrav mot styremedlemmer tapper dessuten ikke selskapet for midler – i motsetning til et tilbakesøkningskrav mot selskapet som følge av ugyldig aksjetegning. En ugyldig aksjetegning angår som nevnt ikke bare avtalepartene, men også selskapets øvrige aksjonærer og selskapets kreditorer. Det kan derfor være grunn til å operere med snevrere grenser for ugyldighet enn for tillitsmennesenes erstatningsansvar.<sup>77</sup> Fra en slik synsvinkel er det mindre grunn til å legge tung rettskildemessig vekt på uttalelsene i Rt. 1915 s. 265 hva gjelder styremedlemmers erstatningsansvar. I tillegg kommer at dommen er gammel, og avsagt på en tid da selskapslovgivningen og finansmarkedet var mindre utviklet enn i dag.

På den annen side må selskapets ledelse ha lov til å være optimistiske i sin tro på fremtiden. Prognoser er videre et nødvendig verktøy for å kunne ta strategiske valg, samt til å stimulere til omsetning og aktivitet i finansmarkedet. Prognoser kan også ha høy verdi for investor når han skal vurdere tilbudet. Et for strengt erstatningsansvar vil derfor kunne virke uheldig. Det bør derfor oppstilles krav om at prognosen har avveket i betydelig grad fra de reelle tall for å statuere ansvar.<sup>78</sup> På den annen side bør det stilles strengere krav til selskapsspesifikke prognoser enn til mer generelle prognoser. Investorene har mindre mulighet til å etterprøve de selskapsspesifikke prognosene enn de mer generelle.<sup>79</sup>

Det betyr imidlertid ikke at selskapene ikke trenger å være forsiktige med prognoser om forhold utenfor selskapets kontroll. I Rt. 1996 s. 742 (Minnor) ble bankene gjennom det såkalte novembernotatet meddelt ulike prognoser om lønnsomhet, produksjonskapasitet, omsetningsvekst og markedsandeler. Det var bla. angitt om markedssituasjonen at:

”det forventes en betydelig vekst i de nærmeste årene. I våre beregninger som bygger på en markedsstudie fra Kline S.A er det lagt til grunn en årlig vekst på 16 % frem til 1990, deretter 10 % pr. år. Det er særlig områdene fiberoptikk og halvledere som kommer til å ekspandere... Markedsandel Minnor vil komme i produksjon i 1987 med ca 700 tonn, som økes jevnt til 4500 tonn i 1990...Dvs. at prosjektet forutsetter en andel på ca 15 % av verdensmarkedet i 1990.”

---

<sup>75</sup> Aarum, 1994 s. 440

<sup>76</sup> Aarum, 1994 s. 440

<sup>77</sup> Aarum, 1994 s. 415-417 og s. 440

<sup>78</sup> Aarum, 1994 s. 440. Aarbakke, 1989 s. 357 synes nesten å ville utelukke ansvar for prognoser.

<sup>79</sup> Bergo, 2004 s. 213. Synspunktet fremkommer riktignok under omtale av prospektreglene

Om økonomi het det videre:

”3.4. Lønnsomhet. Basisalternativet viser positive resultater fom. 1989, dvs. det tredje produksjonsåret, og 4 år etter igangsettelse av byggeprosjektet. Internrenten på totalkapitalen etter DUF-støtte ligger på 14,1 %. Prosjektet har en paybackperiode på 8 år.”<sup>80</sup>

Som det fremgår av referatet er det tale om estimater på både selskappsspesifikt nivå og på makroøkonomisk nivå. Det viste seg imidlertid at kvartssanden holdt dårligere kvalitet enn forventet, at etterspørselen var lavere enn antatt i ”Klinerapporten”, samt at markedet ikke var så positivt til produktet som forventet. Dommen trekker i den retning at ansvar også kan ilegges for urealistiske prognoser om fremtidige forhold. Retten fant at kreditorene ikke var bundet av sine tilsagn, ettersom novembernotatet ”Samlet sett... ga et overdrevet positivt bilde av situasjonen”<sup>81</sup>

Det fremgår ikke uttrykkelig om retten kun refererer til situasjonen på avtaletidspunktet, eller også til Minnors fremtidsutsikter. I den påfølgende begrunnelsen påpeker retten blant annet at det ikke forelå testresultater som ga grunnlag for optimismen som preget novembernotatet. Det var blant annet ikke tatt med opplysninger om negative testresultater. Selskapet hadde dermed ikke overholdt sin opplysningsplikt.<sup>82</sup> Retten uttalte videre at:

”Den vesentlige mangel ved notatet var, som jeg allerede har påpekt, at det ga et altfor optimistisk bilde av hvorledes man stod i forhold til markedet på det aktuelle tidspunkt. Det som ble fremstilt som den aktuelle situasjon, var for en stor del de forventninger man hadde om produktet og dets markedsmuligheter etter at man var kommet i gang med produksjonen på Drag”<sup>83</sup>

Det synes dermed som det avgjørende var at de faktiske forutsetninger (produktets kvalitet og markedsmuligheter) som lå til grunn for prognosene ble fremstilt misvisende. På den annen side var det notatet ”samlet sett” som ga et ”overdrevet positivt bilde” av situasjonen. Som nevnt var det i domspremissene gjengitt flere prognoser fra novembernotatet, bla. over når selskapet ville nå ”break even”, fremtidig etterspørsel og markedsandeler.<sup>84</sup> Det synes dermed som om Høyesterett foretok en mer konkret helhetsvurdering, hvor også Minnors presentasjon av selskapets fremtidsutsikter inngikk i vurderingen.

Det kan være vanskelig å trekke en skarpskåren grense mellom informasjon om faktiske forhold og informasjon om fremtidig lønnsomhet. Høyesterett uttalte i Rt. 1926 s. 426 at betegnelsen av et skipsverft som førsteklasses ”var egnet til at fremkalde tillid til dets leveringsdyktighet.”<sup>85</sup>

---

<sup>80</sup> Rt 1996 s. 742 s. 747 - 748

<sup>81</sup> Rt. 1996 s. 742 på s. 760

<sup>82</sup> Rt. 1996 s. 742 på s. 761

<sup>83</sup> Rt. 1996 s. 742 s. 762.

<sup>84</sup> Se s. 23

<sup>85</sup> Rt.1926 s. 471 på s. 472

Det sier noe om verftets forventbare tilstand på tegningstidspunktet. Samtidig er det naturlig å forstå uttalelsen slik at det ble gitt en forventning om fremtidig lønnsomhet, jfr. "leveringsdyktighet". Det indikerer at Høyesterett tok en mer helhetlig vurdering, og også la en viss vekt på de forvenninger som var skapt om fremtiden.

Det kategoriske standpunkt i Rt. 1915 s. 265 gir dermed neppe uttrykk for gjeldende rett i dag. Det er nok likevel ikke tilstrekkelig at prognosene var for optimistiske. Det må antagelig kreves at avviket mellom prognosene og den faktiske utvikling er så markert, at det grenser opp mot et bevisst eller ubevisst forsøk på å gi markedet et bilde av selskapets potensial som savner grunnlag i de faktiske forhold.<sup>86</sup>

## 6.1 Særlig om børsnoterte selskaper

Oslo Børs har i børs sirkulære gitt retningslinjer for børsnoterte selskapers håndtering av informasjon om fremtidsutsikter.<sup>87</sup> Sirkulæret gjelder direkte børsens syn på rekkevidden av børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt etter børslovens 5-7 og børsforskriftens § 5-2, første ledd. Bakgrunnen oppgis å være at børsen over tid har erfart tilfeller der selskaper ikke har håndtert informasjonsplikten tilfredsstillende når det gjelder informasjon om fremtidsutsikter. Det oppgis videre at hensikten er å bidra konstruktivt med innspill til retningslinjer ut over de kravene regelverket stiller.

På bakgrunn av den kompetanse og kontrollfunksjon med markedet som er delegert til Oslo Børs gjennom børsloven og børsforskriften, bør retningslinjene tillegges betydelig vekt som uttrykk for god forretningsskikk på området. Selv om sirkulæret gjelder børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt, gis det et signal om hvordan børsen generelt mener noterte selskaper bør opptre overfor markedet. Det er vanskelig å se noen grunn til å stille lavere krav til kvaliteten på informasjonsmateriale som gis direkte til investor ved en emisjon, enn til den informasjon som indirekte tilflyter annenhåndsmarkedet via børsen. Det kan innvendes at investorene i sekundærmarkedet er en stor og uoversiktlig gruppe, og at informasjonsbehovet der er større. Dette kan imidlertid også være tilfellet ved emisjoner – særlig de som er rettet mot allmennheten.

Under punkt 5 i sirkulæret oppstiller børsen anbefalte retningslinjer for kommunikasjon av fremtidsutsikter til markedet. Det uttales innledningsvis blant annet at

" Hvis fremtidsutsikter er velfunderte og godt begrunnede, kan verdien for investor være høy, bidra til å bedre tilliten, øke likviditeten og redusere risikopremien på selskapets aksjer. I motsatt fall kan slike opplysninger være villedende eller gale og skal selvfølgelig ikke meddeles markedet. Detaljerte uttalelser om fremtidsutsikter for parametere som er betydelig

---

<sup>86</sup> Aarum, 1994 s. 440

<sup>87</sup> Se Børssirkulære 04/2003

påvirket av forhold utenfor selskapets kontroll kan, selv om de er gitt av selskapene etter beste skjønn, være beheftet med vesentlig usikkerhet som ikke er gjort tilstrekkelig kjent for markedsaktørene. Detaljerte resultatprognoser kan virke tilslørende for riktig prising av aksjen fordi disse estimatene kan tillegges for stor verdi i forhold til usikkerheten forbundet med dem. Det anbefales derfor at selskapene ikke gir informasjon om fremtidsutsikter som bygger på forhold som selskapene ikke selv i stor grad styrer eller kan påvirke.”

Fra oppsummeringen av børssirkulæret er følgende punkter av særlig interesse:

”2. Høy kvalitet på historisk informasjon bør ligge til grunn for informasjon om fremtidsutsikter. Selskapene bør informere markedet om hva som er viktige verdidrivere og om tidligere perioders oppnådde resultat for sentrale måltall som best mulig gjenspeiler kritiske suksessfaktorer...

3. Det anbefales at det ikke gis fremtidsutsikter som bygger på forhold selskapene ikke i stor grad styrer eller kan påvirke...

4. Eventuell informasjon om fremtidsutsikter må være pålitelig og velbegrunnet og usikkerheten bør fremkomme tydelig. Hvis et selskap velger å gi utsikter for fremtiden, må utsiktene utarbeides med stor forsiktighet, etter beste evne og skjønn og være godt begrunnet. Usikkerheten og den derav følgende sensitiviteten i fremtidsutsiktene bør klart fremgå.”

Børsen påpeker altså at det bør stilles strenge krav til at prognosene skal være velbegrunnede og bygge på pålitelig historisk informasjon. I tillegg bør det informeres om viktige verdidrivere og kritiske suksessfaktorer. Usikkerhet bør fremkomme tydelig. Dette samsvarer med det som fremgår av rettspraksis.<sup>88</sup> For det andre anbefales det at selskapene er varsomme hva angår *arten* av de prognoser som presenteres markedet. Fremtidsutsikter som beror på forhold selskapene i liten grad kan styre eller påvirke bør ikke presenteres.

Som uttrykk for god skikk på området bør retningslinjene som sagt tillegges vekt ved uaktsomhetsvurderingen. Når det gjelder unoterte selskaper er det mer tvilsomt hvilken relevans retningslinjene kan tillegges. Formålet med børssirkulæret er å sikre riktig prising av noterte aksjer som er tilgjengelige for allmennheten. Det tilsier forsiktighet med å legge den samme forventningsbyrden på mindre unoterte selskaper. På den annen side må riktig prising og pålitelig informasjon være et mål under enhver emisjon. Det tilsier at retningslinjene i alle fall bør ha argumentasjonsverdi – selv om forventningskravene kanskje må stilles noe lavere.

---

<sup>88</sup> Jfr. særlig Rt. 1996 s. 742

## 6.2 Særlig om emisjoner underlagt prospektreglene

Hva gjelder prospektpliktige tilfeller, følger det som nevnt av vphl § 7-13 at det i prospektet bla. skal gis de opplysninger som er nødvendige for at investorene "skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders ...utsikter." Det er ikke naturlig å forstå ordlyden slik at selskapene pålegges å utarbeide og presenteres fremtidsprognoser. Det investor har krav på er opplysninger som gir ham mulighet til selv "å kunne foreta" en velfundert vurdering av selskapets utsikter. På den annen side utelukker bestemmelsen ikke ansvar for prognoser der slike er inntatt i prospektet. Bestemmelsen gir anvisning på at prospektet skal gi et forsvarlig og helhetlig bilde av investeringen.<sup>89</sup> I den forbindelse kan det være relevant å se hen til verdipapirforskriften § 7-13, (1), hvoretter " EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29ba (forordning (EF) nr. 809/2004)" gjelder som forskrift.

Det er i forordningens art. 3 jfr. Annex 1 pkt. 13 gitt retningslinjer for presentasjon av informasjon om fremtidig lønnsomhet ("Profit forecasts") og resultatvarsler ("Profit estimates") i prospekter. Når det gjelder bruken av "Profit forecasts" fremgår det at:

"There must be a clear distinction between assumptions about factors which the members of the administrative, management or supervisory bodies can influence and assumptions about factors which are exclusively outside the influence of the members of the administrative, management or supervisory bodies; the assumptions must be readily understandable by investors, be specific and precise and not relate to the general accuracy of the estimates underlying the forecast..."

Det fremholdes at det må trekkes et klart skille mellom slutninger basert på selskapsstyrte faktorer, og slutninger basert på forhold utenfor selskapets kontroll. Prognosene skal ikke sammenblandes, og må være tydelige og presise, samt fremstilles forståelig for investor. Det fremheves videre at varselet eller prognosen må være utarbeidet på en basis som er sammenlignbar med selskapets finanshistorikk.

"13.3.The profit forecast or estimate must be prepared on a basis comparable with the historical financial information..."

Ved vurderingen av om et prospekt oppfyller innholdskravene etter vphl. § 7-13 er dette momenter som må tillegges betydelig vekt. Det samme gjelder dermed for uaktsomhetsvurderingen.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Se s. 19

<sup>90</sup> Se s. 19-20

### 6.3 Oppsummering

Det står fast at styremedlemmer kan bli erstatningsansvarlige dersom de oppgitte prognoser bygger på feilaktige eller misvisende faktiske forutsetninger, jfr. Rt. 1996 s. 742 og Rt. 1915 s. 265. Avgjørelsen inntatt i Rt. 1996 s. 742 trekker også i retning av at ansvar kan pålegges for urealistisk optimistiske prognoser. For prospektpliktige tilfeller er det ikke tvilsomt at ansvar for prognoser kan utledes etter kriteriene i vphl. § 7-13. Utenfor de prospektpliktige tilfellene, er det videre mulig ansvaret vil måtte bli strengere for børsnoterte selskaper enn for unoterte selskaper. Dette må imidlertid bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfelle.

På bakgrunn av gjennomgangen ovenfor kan det uansett oppstilles noen sentrale momenter som må ha gjennomgående generell relevans ved vurderingen. Avgjørende må være om de presenterte prognoser er tydelige, realistiske og forsvarlige, så langt de bygger på objektive etterprøvbare fakta og et forsvarlig skjønn. I vurderingen vil *arten* av prognosene stå sentralt. Ansvaret vil kunne være strengere for selskapsspesifikke prognoser enn for mer allment tilgjengelig informasjon.<sup>91</sup>

Et fellestrekk ved flere av de dommer som er gjennomgått i både kap. 5 og 6, er dessuten at det har vært tale om bedrifter som har hentet inn risikokapital i en tidlig oppstartsfase.<sup>92</sup> Jo mindre finanshistorisk informasjon en har å bygge på, dess mer usikre blir prognosene. Det tilsier at kravene til forsvarlig opptreden vil være strengere dess mer usikkerhet det er knyttet til investeringen. I tilfeller hvor det foreligger beskjeden *finanshistorikk* og et sparsomt *erfaringsgrunnlag* vil det lettere måtte statueres ansvar, enn hvis selskapet bygger sine prognoser på mer langvarige og stabile resultater. Dertil kommer om selskapet har opplyst hvilke forutsetninger som legges til grunn for prognosene, samt kritiske *risikofaktorer*. Dess mer synliggjort risikoen er for investor, jo mer skal det til for å ilegge ansvar.<sup>93</sup>

---

<sup>91</sup> Bergo, 2004 s. 213

<sup>92</sup> Blant annet Rt. 1913 s. 689, Rt. 1926 s. 426, Rt. 1996 s. 742..

<sup>93</sup> Gomard, 2002 s. 57-58

## 7. DEN SUBJEKTIVE SIDE AV UAKTSOMHETSVURDERINGEN

Som nevnt under pkt. 4.1 er det ikke tilstrekkelig for å illegge ansvar at styremedlemmet ikke har levd opp til de forventninger en objektivt sett må kunne stille til utførelsen av vervet. Det enkelte styremedlem må i tillegg kunne bebreides for ikke å ha opptrådt annerledes. Finner retten først at skadevolders opptreden objektivt sett er uforsvarlig, vil imidlertid forholdet ofte bli ansett som culpøst fordi det ikke foreligger noen relevante unnskyldningsgrunner. Begrunnelsen er at culpavurderingen tar utgangspunkt i hvilke forventninger en objektivt sett må kunne ha til styremedlemmene i et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Spørsmålet er egentlig om skadevolder kan påberope seg en unnskyldningsgrunn.<sup>94</sup> De unnskyldningsgrunner som kan være aktuelle er at skadevolder var i faktisk eller rettslig villfarelse med hensyn til det rettstridige forhold.

Når det gjelder faktisk villfarelse oppstår spørsmålet om forhold ved skadevolders person kan virke unnskyldende, eller på den annen side skjerpende ved ansvarsvurderingen. Normalt vil en ikke bli hørt med synspunkter som at en var uerfaren, overarbeidet, syk, manglet kompetanse e.l. Et styremedlems manglende evne eller vilje til å sette seg inn i de oppgaver vervet medfører fritar ikke for ansvar. En kan ikke påberope seg manglende forretningskyndighet når en først har mottatt et slik tillitsverv, jfr. bla. Eidsivatingss lagmannsretts dom 5. desember 1991. Dommen gjaldt spørsmål om ansvar for tap overfor konkursboet som følge av unnløstelse av å begjære oppbud i tide.<sup>95</sup>

På den annen side kan særlig kyndighet eller kunnskap hos skadevolder også medføre at uaktsomhetsvurderingen skjerpes, jfr. bla. Rt. 1926 s. 471.<sup>96</sup> Når ansvar her ble ilagt fremhevet flertallet (s. 474) at i alle fall to av innbyderne var "skibskyndige folk, som ogsaa hadde kjendskap til de ældre skibsverfter." Med den kjennskap de hadde hatt til et eldre selskap og "sit almindelige kjendskap til de vanskeligheter, som i krigstiden var forbundet med at skaffe materialer og arbeidshjælp...", burde de ha forstått at det var villedende å betegne selskapet som et førsteklasses verksted. Også for styreleder kan ansvaret tenkes å bli skjerpet i forhold til øvrige styremedlemmer, idet denne ofte vil være bedre informert om selskapets anliggender enn det øvrige styret. Når det gjelder styremedlemmer som har spesiell fagkompetanse innen f.eks. juss, økonomi eller et teknisk felt, har det vært hevdet at også dette må medføre en skjerpet ansvarsvurdering i saker som faller innenfor vedkommendes spesialområde.<sup>97</sup> Synspunktet er omstridt. Innvendingen er at det må være tilstrekkelig og aktsomt å holde seg innenfor den objektive normen som gjelder for styremedlemmer. En bør

---

<sup>94</sup> Aarum, 1994 s. 220-221. Se også Andenæs, 2006 s. 658

<sup>95</sup> Aarum, 1994 s. 222-223. Se også Truyen, 2007 s. 124

<sup>96</sup> Aarum, 1994 s. 225

<sup>97</sup> Aarum, 1994 s. 226

ikke kunne holdes ansvarlig fordi en kunne ha overoppfylt normen.<sup>98</sup> En annen sak er som nevnt at en ved den subjektive vurderingen må ta utgangspunkt i hvilken faktisk kunnskap vedkommende styremedlem hadde på beslutningstidspunktet, jfr. Rt. 1926 s. 471.<sup>99</sup>

Et særlig spørsmål er om det kan fritas styrets medlemmer fra ansvar for å ha gitt investor villedende informasjon, at de selv har mottatt villedende informasjon fra selskapets administrative ledelse. I en slik situasjon er styremedlemmene i villfarelse med hensyn til de faktiske forhold som begrunner ansvaret. Spørsmålet blir da om de kan bebreides fordi de *burde* ha skaffet seg korrekt informasjon. Når det gjelder for eksempel selskapets økonomiske stilling, følger det av aksje og allmennaksjelovens § 6-12 tredje ledd at styret skal holde seg orientert om denne. Kunnskap styremedlemmet ville hatt ved å oppfylle sin orienteringsplikt etter denne bestemmelsen må som hovedregel likestilles med at vedkommende har faktisk kunnskap om selskapets økonomiske stilling.<sup>100</sup> Et Styremedlems undersøkelsesplikt må imidlertid begrenses til det som naturlig hører under dennes verv. I selskaper med daglig leder må derfor styret være fritatt for plikt til å holde seg orientert om detaljene i den daglige driften, og må ansvarsfritt kunne bygge på daglig leders opplysninger – med mindre det er særlig grunn til å iverksette nærmere undersøkelser. Det samme må som utgangspunkt gjelde for opplysninger fra den øvrige administrasjonen, revisor eller annen ekstern ekspertise.<sup>101</sup>

Når det gjelder rettsvillfarelse, menes uvitenhet eller en uriktig forståelse av den norm eller rettsregel som gjør handlingen eller unnlatsen rettstridig. På det privatrettslige området har dette tradisjonelt ikke blitt akseptert som en relevant fritaksgrunn.<sup>102</sup> For styremedlemmers vedkommende kan spørsmålet oppstå i forhold til brudd på bestemmelser i aksjeloven/allmennaksjeloven, vedtektene og retningslinjer fra generalforsamlingen. I relasjon til investor ved offentlige emisjoner, vil også brudd på verdipapirhandellovens prospektregler kunne stå sentralt i ansvarsvurderingen. På den annen side kan spørsmålet komme opp også i forhold til mer perifere bestemmelser i andre lover og forskrifter.<sup>103</sup> Til illustrasjon kan nevnes Rt. 1995 s. 1350, hvor spørsmålet var om en takstmann kunne holdes ansvarlig fordi det ikke var oppdaget og opplyst i salgsoppgaven at underetasjen ikke fylte forskriftsmessige krav til beboelsesrom. Takstmannen ble frifunnet på grunn av unnskyldelig rettsvillfarelse, fordi reglene var perifere i forhold til hva en kunne forvente at takstmenn må beherske.<sup>104</sup> Dommen gjaldt riktignok profesjonsansvar. Det kan imidlertid ikke bli tale om å oppstille noen strengere norm hvor det ikke gjelder et profesjonsansvar. Synspunktene må derfor ha overføringsverdi også på området for styreansvar.

---

<sup>98</sup> Andenæs, 2006 s. 658

<sup>99</sup> Se også LB-1995-3002

<sup>100</sup> Andenæs, 2006 s. 657

<sup>101</sup> Andenæs, 2006 s. 657

<sup>102</sup> Aarum, 1994 s. 230.

<sup>103</sup> Aarum, 1994 s. 230

<sup>104</sup> Dommen omtales i Truyen, 2007 s. 125

Overført til selskapsrettslige forhold skulle synspunktet dermed bli at styremedlemmer normalt ikke kan unnskyldes for rettsvillfarelse når det gjelder de regler og normer som står sentralt under utførelsen av vervet, mens villfarelsen kan være unnskyldelig dersom det er tale om overtredelse av mer perifere regler. Det er nærliggende at den som påtar seg et styreverv og beveger seg inn i en risikofære også får en plikt til å sette seg inn i (eventuelt ved hjelp av juridisk ekspertise) de regler som gjelder på området.<sup>105</sup> Styremedlemmer må derfor som utgangspunkt ikke kunne høres med uvitenhet om, eller en uriktig forståelse av, sentrale regler i for eksempel aksjeloven/allmennaksjeloven eller verdipapirhandelloven.

Undertiden vil det som nevnt være nødvendig å innhente juridisk ekspertise for å avklare selskapets eller styrets posisjon i tilknytning til en rettslig problemstilling. Har selskapets advokat for eksempel gitt uttrykk for at en handlemåte er lovlig, må det vektlegges ved uaktsomhetsvurderingen at styret har basert sin lovforståelse på ekspertråd. Styret vil her mangle kunnskap for å kunne overprøve advokatens vurderinger. Aarum synes å mene at dette alltid bør føre til ansvarsfrihet, med mindre det er grunn til å ikke stole på rådet eller det er uttrykt tvil fra advokatens side.<sup>106</sup> Det fremstår imidlertid ikke helt uproblematisk å innrømme styret ansvarsfrihet automatisk fordi selskapets advokat har vært konsultert. Det må imidlertid være et tungtveiende moment i uaktsomhetsvurderingen.

---

<sup>105</sup> Aarum, 1994 s. 231

<sup>106</sup> Aarum, 1994 s. 231

## 8. BETYDNINGEN AV INVESTORS EGET FORHOLD

I det følgende drøftes betydningen av investors forhold for vurderingen av om styremedlemmet har utvist culpa. Ettersom culpavurderingen i stor grad bygger på hvilke forventninger investor med rimelighet kan stille til den informasjon han mottar, vil også investors egne forutsetninger og kunnskap kunne være relevant ved culpavurderingen. Investors forhold kan også være relevant for spørsmålet om medvirkning og avkorting av erstatningssummen etter skadeserstatningslovens regler. Denne problemstillingen forutsetter imidlertid at det allerede er konstatert culpa hos styremedlemmet, og vil ikke bli behandlet nærmere.

Hensikten med å utarbeide tegningsinnbydelse eller prospekt er å tilfredsstille potensielle investors behov for informasjon. Allerede her ligger det en oppfordring for leseren om å selv vurdere hvilken risiko prosjektet innebærer. Spørsmålet er om denne oppfordringen kan trekkes så langt at investor bør ha en selvstendig plikt til å undersøke de forhold som er angitt i informasjonsmaterialet.<sup>107</sup> Med andre ord er spørsmålet om det kan kreves at investor foretar en viss form for due diligence av selskapet.

Spørsmålet var oppe i Rt. 1915 s. 265. Her uttalte førstvoterende (øverst på s. 266) at "Tegnerne har ingen plikt til paa forhaand selvstendig at granske, om opplysningerne er stemmende med det virkelige forhold. De er berettiget til at stole paa, at saa er tilfældet, og til at bygge sin tegning utelukkende paa den i indbydelsen givne fremstilling av foretagendets grundlag." Synspunktet er gjentatt i Rt. 1926 s. 471. Det kan derfor i utgangspunktet ikke pålegges investor å foreta noen selvstendig kontroll av opplysningene; risikoen for mangler ved de faktiske opplysninger selskapet har presentert kan med andre ord ikke veltes over på investor. Et lite forbehold må imidlertid tas når det gjelder uttalelser om fremtidig utvikling. Her må investor langt på vei selv kunne forventes å vurdere forsvarligheten av prognosene – i alle fall så langt det er gitt tilstrekkelig informasjon til å vurdere risikoen, og prognosene er tilstrekkelig underbygget og fundert.<sup>108</sup>

En annen situasjon har en der investor selv har kunnskap ut over det som er opplyst fra selskapets side, og vet at den informasjon han har mottatt helt eller delvis ikke er korrekt. I et slikt tilfelle vil investors kunnskap kunne innebære at styremedlemmene må gå fri. Da vil som regel heller ikke vilkåret om årsakssammenheng være oppfylt.<sup>109</sup>

Et nært beslektet spørsmål er om culpanormen må differensieres etter investors profesjonalitetsnivå. Spørsmålet er særlig interessant i forhold til forståelsen av hvilken risiko investeringen er forbundet med. Jo mer forberedt investor er på risikoen, dess mindre behov har han for å bygge på

---

<sup>107</sup> Aarum, 1994 s. 441

<sup>108</sup> Aarum, 1994 s. 442. Se også Rt. 1915 s. 265 og Rt. 1913 s. 689

<sup>109</sup> Aarum, 1994 s. 443

utsteders vurderinger. Spørsmålet er om investors profesjonalitet kan få betydning ved vurderingen av om styremedlemmene har handlet uaktsomt.

På området for ting- og personskader fremgår det av rettspraksis at skadelidtes ferd er et relevant moment ved culpavurderingen.<sup>110</sup> Disse typene skadesituasjoner kjennetegnes imidlertid av at de gjerne har oppstått som følge av tilfeldige og utilsiktede begivenheter. Når det gjelder informasjonsansvar i kontraktlignende relasjoner er situasjonen nokså annerledes. Ved en aksjeemisjon har selskapet med vitende og vilje gitt investor opplysninger, som han forventer å kunne innrette seg i tillit til. Med mindre noe annet er forutsatt, tilsier det at investor bør kunne slå seg til ro med den informasjon han har mottatt.

I Rt. 2003 s. 400 (Fearnley) ble det ved uaktsomhetsvurderingen sett hen til hva fondsmeglerforetaket Fearnley kunne forvente av skadelidte, Sunnfjordtunnelen AS, når det gjaldt innsikt i obligasjonsmarkedet. I Rt. 2000 s. 679 (Ideal Eiendom) mente Høyesterett imidlertid at kravet til bankers aktsomhet ved kunderådgivning i prinsippet måtte gjelde uavhengig av den enkelte kundes kunnskapsnivå. Med mindre noe annet kom til uttrykk ved avtaleinngåelsen. I Rt. 2003 s. 400 var imidlertid uaktsomhetsvurderingen knyttet opp til bestemmelsen om god forretningsskikk i dagjeldende vphl. § 9-2, hvoretter investors profesjonalitet var angitt som et selvstendig moment i vurderingen. Synspunktet i Rt. 2000 s. 679 "passe[t] dermed ikke" i denne saken.<sup>111</sup> Begrunnelsen for å skille mellom domstilfellene synes dermed nokså formell. Det er imidlertid naturlig å forstå det slik at Høyesterett ikke mente å gå vekk i fra hovedregelen i Rt. 2000 s. 679.

Det er særlig ett interessant fellestrekk mellom Rt. 2003 s. 400 og emisjoner der det i utgangspunktet gjelder plikt til å utarbeide prospekt. I vphl. § 7-4 nr. 8 er det nemlig gjort unntak for plikt til å utarbeide prospekt når tilbudet rettes til "profesjonelle investorer". Hvem som omfattes av begrepet er nærmere definert i verdipapirforskriften § 7-1. Begrunnelsen er at profesjonelle investorer må forventes å være i stand til å vurdere de opplysninger som foreligger, uten at disse fremstilles i et eget prospekt.<sup>112</sup>

Regelen i vphl. § 7-4 nr. 8 gjelder unntak for prospektplikt, og er ikke i seg selv selvstendig hjemmel for å lempe aktsomhetsnormen hvor en har å gjøre med profesjonelle investorer. Lovgivers syn på at profesjonelle investorer i stor grad er i stand til å vurdere risikoen selv er riktignok et argument for å vektlegge investors profesjonalitet ved uaktsomhetsvurderingen. Det er imidlertid forskjell på å ha et prospekt å forholde seg til enn intet prospekt i

---

<sup>110</sup> Se f. eks Rt. 2000 s. 1991 "Stryn skisenter". Dommen omtales i Lødrup, 2005 s. 121. Se også Nygaard s.296-298

<sup>111</sup> Rt. 2003 s. 400, avsnitt 39

<sup>112</sup> NOU 1996:2 kap. 10.3.4.2, om 1997-lovens § 5-4 nr. 8. Regelen er videreført i gjeldende lov § 7-4 nr. 8.

det hele tatt. Oppfordringen til å analysere risikobildet ligger langt mer fremme i dagen for investor når det ikke foreligger noe prospekt. Dersom utstederselskapet først har valgt å utarbeide prospekt, må det kreves at investor settes i stand til å foreta en velfundert risikovurdering – uavhengig av om det foreligger plikt til å utarbeide prospekt.<sup>113</sup>

Det er dessuten i seg selv betenkelig å senke en aktsomhetsnorm som er fastsatt etter objektive kriterier. En slik relativisering vil medføre at vurderingen blir svært situasjonsbestemt, og vil kunne medføre en uthuling av aktsomhetsnormen. Utsteder har ofte heller ikke kunnskap om profesjonalitetsgraden på potensielle tegnere, hvilket tilsier at informasjonen bør tilpasses deretter. Det taler for å vurdere henholdsvis investors og styremedlemmenes forhold isolert; dvs. at en vurderer investors profesjonalitet under spørsmålene om årsakssammenheng og medvirkning.<sup>114</sup> Det er derfor nærliggende at den regel Høyesterett oppstiller i Rt. 2000 s. 679 må gjelde også ved emisjoner, og uavhengig av om det foreligger prospektplikt. Investors profesjonalitet vil således neppe være relevant ved culpavurderingen - med mindre noe annet er kommet til uttrykk ved avtaleinngåelsen. I sistnevnte tilfelle vil investors forhold utvilsomt være relevant ved culpavurderingen.

---

<sup>113</sup> Se s. 20

<sup>114</sup> En slik løsning ble valgt i RG 2003. s. 425, på s. 294.

## 9. SÆRLIG OM ANSVARFRASKRIVELSER

Et særlig spørsmål er hvilken betydning det har om det er inntatt en ansvarsfraskrivelsesklausul, ofte kalt "disclaimer", eller forbehold i innbydelsen eller prospektet. En ansvarsfraskrivelse kan for det første gå ut på at *selskapet* fraskriver seg ethvert erstatningsansvar. For det andre kan den gå ut på selskapets styremedlemmer fraskriver seg ansvar. Dette er prinsipielt sett et annet vurderingstema enn spørsmålet om betydningen av at det er tatt konkrete forbehold om usikkerhet knyttet til faktum eller prognoser i informasjonsmaterialet. Spesifikke forbehold gjør leseren oppmerksom på risikoen og svekker informasjonens styrke. Et slikt varsel signal kan i det konkrete tilfelle medføre at det ikke foreligger ansvarsgrunnlag. Fra konkrete forbehold til mer generelle forbehold og rene ansvarsfraskrivelser er det imidlertid mange gråsoner og flytende overganger.<sup>115</sup>

Et eksempel på et generelt forbehold finner en i prospektet Protector forsikring ASA offentliggjorde ved emisjon 2 i mai 2007 i forbindelse med opptak til børsnotering. På prospektets side 2 under "Important information" påpekes det at: "The content of this Prospectus are not to be construed as legal, business or tax advice...If you are in doubt about the contents of this Prospectus you should consult your stockbroker, bank manager, lawyer, accountant or other professional adviser."

På samme side i prospektet er det inntatt en ansvarsfraskrivelse fra *tilretteleggere*, Carnegie og Pareto Securities. Her står det bla. at "The company has furnished the information in this Prospectus. The Managers make no representation or warranty, whether express or implied, as to the accuracy of the completeness of such information, and nothing contained in this Prospectus is, or shall be relied upon us, a promise or representation by the Managers."

Spørsmålet er om *styrets medlemmer* kan fraskrive seg ethvert erstatningsansvar med bindende virkning for investor; eller sagt med andre ord – om investor på forhånd kan gi bindende avkall på et potensielt erstatningskrav mot styremedlemmene, selv om medlemmene har opptrådt ansvarsbetingende uaktsomt.

Utgangspunktet etter norsk rett er at ansvar kan fraskrives. Sterkest står kanskje fraskrivelse i næringsforhold.<sup>116</sup> En ansvarsfraskrivelse har imidlertid som forutsetning at det foreligger en avtale om dette mellom skadevoldersiden og skadelidtesiden.<sup>117</sup> For at ansvarsfraskrivelsen skal være virksom må den (i) være vedtatt av investor, (ii) omfatte det aktuelle skadetilfellet, og (iii) ikke ha et slikt innhold at den kan settes til side som ugyldig etter avtalerettslige regler. Etter vanlig oppfatning vil således fraskrivelse for konsekvensene av forsettlig, og *normalt* også grovt

---

<sup>115</sup> Truyen, 2007 s. 135

<sup>116</sup> Nygaard, 2000 s. 305 med tilvisning til Hagstrøm, TfR 1996 s. 421

<sup>117</sup> Nygaard, 2000 s. 304. Se også Truyen, 2007 s. 137

uaktsomme handlinger, settes til side som ugyldig.<sup>118</sup> Dette beror imidlertid på en konkret vurdering.<sup>119</sup>

Som tidligere nevnt er styrets medlemmer ikke part i avtalen med investor.<sup>120</sup> Partene i avtalen er selskapet og investor. Hvor det er tale om villedning av annen enn kontraktspart er det i utgangspunktet liten plass for ansvarsfraskrivelse som selvstendig fritaksgrunnlag.<sup>121</sup>

Hva gjelder emisjoner som utløser prospektplikt følger det som nevnt av vphl. § 7-18 at styret er ansvarlig for at prospektet oppfyller fastsatte krav, samt at styret skal avgi en særskilt erklæring bla. om at prospektets innhold, så langt de kjenner til, er i samsvar med de faktiske forhold.

Det må dermed være klart at styret (i) ikke kan fraskrive seg ansvaret *for riktigheten av prospektets innhold*. Som nevnt i kap. 4.1.2 følger det videre av EU-direktiv 2003/71/EF art. 6 at medlemsstatene skal sikre at nasjonale erstatningsregler får anvendelse på de personer som er ansvarlige for prospektets innhold. Det må derfor legges til grunn at styret (ii) heller ikke har adgang til å generelt fraskrive seg *erstatningsansvar*.

Når det gjelder emisjoner som ikke utløser prospektplikt, finnes det ingen lovbestemmelser som pålegger styret ansvaret for innholdet i det informasjonsmateriale som presenteres investor. Sterke grunner taler imidlertid mot at styret skal ha anledning til å fraskrive seg erstatningsansvar også utenfor området for prospektreglene. Et tungtveiende moment er at aksjetegnerne har behov for å kunne stole på at den informasjon som er gitt i innbydelsen er korrekt, hvilket også er det bærende hensyn bak reglene om ansvar i verdipapirhandelloven. Den avtale investor inngår vil som regel bygge utelukkende på tilbyders premisser. I motsetning til tilfellet i Rt. 1994 s. 696 er det ikke tale om noen tradisjonell handelsavtale mellom likeverdige parter, hvor partene fremforhandler avtalen sammen og kommer frem til en balansert risikofordeling. På den annen side kan det være behov også for å beskytte styremedlemmene. Dette behovet kan imidlertid delvis avhjelpest ved å tegne styreansvarsforsikring. I tillegg kommer at det er usikkert om det i det hele tatt er adgang til å fraskrive seg ansvar for villedning utenfor kontrakt – trass i den kontraktstignende relasjon det er mellom selskapets styremedlemmer og investor.<sup>122</sup> Det må derfor legges til grunn at det ikke er adgang til å fraskrive seg ansvaret – i alle fall ikke for grovt uaktsomt eller forsettlig forhold.

---

<sup>118</sup> Nygaard, 2000 s. 305-307.

<sup>119</sup> Etter en helt konkret vurdering aksepterte Høyesterett, i Rt. 1994 s. 626, en standardklausul om fraskrivelse av ansvar for grovt uaktsomme handlinger mellom næringsdrivende. Hagstrøm behandler temaet utførlig i TfR-1996-421.

<sup>120</sup> Se kap. 1.1 og 3.3

<sup>121</sup> Truyen, 2007 s. 137

<sup>122</sup> Se pkt 3.3

## Litteratur og forkortelsesliste

- Andenæs, 2006 Mads Henry Andenæs, *Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper*, 2. utgave, 2006 s. 542
- Aarbakke, 1989 Magnus Aarbakke, *Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar*, TFR-1989 s. 333 - 358
- Aarum, 1994 Kristin Normann Aarum, *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*, 1994
- Aarum, 2002 Kristin Normann Aarum, *Prospektansvaret – behov for nytenkning?*, TFR-2002 s. 239 - 291
- Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle og Trøbråten, 2002 Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Trøgard Trøbråten, *Verdipapirhandelloven Kommentarutgave*, 2002
- Bergo, 2004 Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 2004
- Gomard, 2002 Bernhard Gomard, *Moderne Erstatningsrett*, 2002
- Hagstrøm, 1989 Viggo Hagstrøm, *Informasjonsansvar – om villedning av annen enn kontraktspart*, TFR-1989 s. 196 - 220
- Hagstrøm 1996 Viggo Hagstrøm, *Om grensene for ansvarsfraskrivelse, særlig i næringsforhold*, TFR- 1996 s. 421 - 518
- Lødrup, 2005 Peter Lødrup, *Lærebok i erstatningsrett*, 5. utgave, 2005
- Nygaard, 2000 Nils Nygaard, *Skade og ansvar*, 5. utgave, 2000
- Truyen, 2007 Filip Truyen, *Aksjeanalyse og informasjonsansvar*, TFR-2007 s. 86 - 169