

**Utredning**

**om**

**minoritetsrettigheter i allmennaksjeselskaper notert  
på regulert marked i Norge**

**for**

**Næringslivets Aksjemarkedsutvalg**



Line Ravlo-Losvik, Sigurd Opedal og Arne Didrik Kjørnæs

28. april 2009

## Forord

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg har gitt Wikborg, Rein i oppdrag å utarbeide en utredning om minoritetsrettigheter i allmennaksjeselskaper notert på regulert marked i Norge. Formålet med utredningen var å vurdere forslag til endringer som kan styrke minoritetsvernet i noterte selskaper.

Utredningen er utarbeidet av Selskapsrettsgruppen i Wikborg, Rein med bidrag fra blant annet kompetansegruppen for Børs-, Verdipapir- og Finansregulatorisk.

Det har vært en dialog mellom NAU og Wikborg, Rein underveis i prosessen.

Oslo 28. april 2009

Line Ravlo-Losvik    Sigurd Opedal    Arne Didrik Kjørnæs

## Innholdsfortegnelse:

1.	SAMMENDRAG AV VÅRE ANBEFALINGER .....	5
2.	NÆRMERE OM TEMAET OG MANDATET FOR DENNE UTREDNINGEN.....	6
3.	EKSISTERENDE MINORITETSVERN OG ULIKE HENSYN SOM GJØR SEG GJELDENDE .....	8
3.1	Innledning.....	8
3.2	Hovedregel: Flertallsprinsippet .....	8
3.3	Eksisterende minoritetsvern .....	8
3.4	Indirekte minoritetsvern via bør- og verdipapirrettslige regler.....	12
4.	ENKELTE KONKRETE SITUASJONSTYPER HVOR DET ETTER VÅR ERFARING HAR OPPSTÅTT PÅSTAND OM AT MINORITETENS RETTIGHETER HAR VÆRT TILSIDESATT .....	15
4.1	Innledning.....	15
4.2	Emisjoner og opptak av konvertible lån.....	15
4.3	Styrerepresentasjon .....	16
4.4	Innflytelse i generalforsamlingen .....	16
4.5	Særlig om transaksjoner med nærstående .....	17
4.6	Erverv av egne aksjer .....	18
4.7	Søknad om å ta selskapet av bør .....	18
4.8	Overtakelsestilbud .....	19
5.	KONKRETE FORSLAG TIL MATERIELLE ENDRINGER OG ENDRINGER I SAKSBEHANDLINGSREGLER.....	20
5.1	Innledning.....	20
5.2	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse.....	20
5.3	Saksbehandlingskrav ved fravikelse av fortrinnsrett ved bruk av styrefullmakter.....	23
5.4	Inhabilitet.....	28
5.5	Erverv av egne aksjer .....	36
5.6	Klargjøring av flertallskrav .....	37
5.7	Særlig om valgkomité .....	39
5.8	Særlige rettigheter for minoriteten? .....	43
5.9	Styreutvalg.....	45
5.10	Forholdet mellom daglig leder og styret, herunder daglig leder som styremedlem .....	47
5.11	Informasjon om rettigheter og måter å begrense muligheten for misbruk på .....	49
6.	TVISTELØSNINGS- OG KONTROLLMEKANISMER INKLUSIVE FORSLAG OM ETABLERING AV EN AKSJEMARKEDSNEMND .....	51
6.1	Innledning.....	51
6.2	Foretaksregisterets kontroll .....	51

6.3	Oslo Børs og Børsklagenemnda .....	52
6.4	Ordinær domstolsbehandling og midlertidig forføyning .....	53
6.5	Bør det etableres en særdomstol? .....	54
6.6	Bør det etableres et aksjetilsyn? .....	54
6.7	Bør det etableres en Aksjemarkedsnemnd i Norge? .....	55

Vedlegg 1	Oversikt over noen aksjeeierkonflikter i praksis	61
Vedlegg 2	Høringsbrev	75

## 1. SAMMENDRAG AV VÅRE ANBEFALINGER

Formålet med denne utredningen har vært å vurdere forslag til endringer som kan styrke minoritetsvernet i selskaper notert på regulert marked i Norge ("noterte selskaper"). Vi har kommet til at en rekke tiltak vil kunne styrke minoritetsvernet og de viktigste av disse er:

- Skjerpede saksbehandlingskrav ved bruk av styrefullmakt hvor aksjeeiernes fortrinnsrett skal fravikes til fordel for øvrige aksjeeiere
- Skjerpede habilitetsregler
- Skjerpede saksbehandlingskrav for å sikre likebehandling ved erverv og salg av egne aksjer
- Klargjøring av flertallskrav for å sikre minoritetens innflytelse
- Innføring av valgkomité som et krav for børsnoterte selskap, men med mulighet for dispensasjon fra Oslo Børs
- Forbud mot daglig leder som styremedlem
- Innføring av en aksjemarkedsnemnd

Samlet sett er vi av den oppfatning at gjennomføring av ovennevnte tiltak, på de betingelser som for øvrig fremkommer av denne utredningen, vil styrke minoritetens rettigheter i noterte selskaper, og redusere risikoen for tilsidesettelse av minoritetens rettigheter sammenlignet med den risikoen som foreligger per i dag.

## 2. NÆRMERE OM TEMAET OG MANDATET FOR DENNE UTREDNINGEN

Temaet for denne utredningen er minoritetsrettigheter i noterte allmennaksjeselskaper. Begrepene minoritetsrettigheter og minoritetsvern har ikke et klart enhetlig innhold, selv om begrepene benyttes både i forarbeider til aksjelovene i Norge og i litteraturen.<sup>1</sup> Med minoritet sikter vi i denne utredningen til en aksjeeier som alene eller sammen med andre ikke har bestemmende innflytelse i et allmennaksjeselskap. Ved vurdering av hva som anses som minoritetsrettigheter er det etter vår vurdering naturlig å ta utgangspunkt i hvorfor personer velger å bli aksjeeiere i norske noterte selskaper.

Motivet om økonomisk vinning i form av utbytte eller ved salg av aksjen står normalt sterkt for alle aksjeeiere, og især for en minoritet.<sup>2</sup> Minoritetsvern kan på denne bakgrunn defineres som et vern om den muligheten til økonomisk vinning som aksjene representerer. Å gi enkelte aksjeeiere særrettigheter vil kunne uthule eller redusere verdien på aksjene. Avtaler som i realiteten overfører verdier til andre enn samtlige aksjeeiere eller som ivaretar særinteresser vil tilsvarende også kunne uthule den verdien som aksjene representerer. Sentralt i minoritetsvernet står derfor likebehandlingsprinsipper og forbudene mot myndighetsmisbruk.<sup>3</sup>

Ved forberedelsen av aksjeloven og allmennaksjeloven av 1997 ble det tatt utgangspunkt i at det viktigste minoritetsvernet først og fremst var å se på hvilken adgang en minoritet bør sikres når det gjelder å komme ut av selskapet på en økonomisk brukbar måte.<sup>4</sup> Det ble også uttalt at "*Behovet for minoritetsvern blir tilsvarende mindre*" for allmennaksjeselskaper, "*først og fremst fordi det normalt vil foreligge et marked for selskapets aksjer*."<sup>5</sup> Etter vår oppfatning er det ikke riktig at det normalt vil foreligge et marked for aksjer i allmennaksjeselskaper. Selv for noterte aksjer i allmennaksjeselskaper vil likviditeten i aksjer variere sterkt mellom de ulike selskapene.

En mulighet for å kunne avhende aksjen vil heller ikke etter vår oppfatning alltid gi fullt minoritetsvern. For å sikre den økonomiske verdien er derfor minoritetsvern etter vår oppfatning et videre perspektiv, hvor blant annet følgende fire elementer er viktige:

- En god eierstyring og selskapsledelse er et minoritetsvern i seg selv<sup>6</sup>
- Beslutninger som baserer seg på ordnede, sunne og rettmessige former, og med allmennhetens tillit gir normalt et økt minoritetsvern<sup>7</sup>

---

<sup>1</sup> Et illustrerende sitat fra forarbeidene til asl. 1976, er Innstilling 1970 på s. 184: "*Uansett minoritetens størrelse vil den ha krav på fair behandling, men det kan i mange tilfeller være vanskelig å bedømme hva som er fair behandling*".

<sup>2</sup> En majoritet kan også tenkes motivert av synergieffekter og andre formål, mens dette sjeldnere er et motiv for en minoritet.

<sup>3</sup> Med myndighetsmisbruk siktes her både til misbruk av generalforsamlingens myndighet (klassisk myndighetsmisbruk jf asl § 5-21) og misbruk av posisjon jf asl § 6-28.

<sup>4</sup> NOU 1996:3 på s. 74.

<sup>5</sup> NOU 1996:3 punkt 8.4.1.

<sup>6</sup> God eierstyring og selskapsledelse har flere direkte og indirekte fordeler for minoriteten, se mer om dette i punkt 5.2.2 nedenfor.

- Regler som reduserer muligheten for myndighetsmisbruk eller misbruk av posisjon innebærer en styrking av minoritetsvernet<sup>8</sup>
- Gode, effektive og raske håndhevingsorganer som reduserer risikoen for tilsidesettelse av minoritetens rettigheter gir også økt minoritetsvern

En radikal omlegging av minoritetsvernet er det etter vår oppfatning ikke behov for. Vi har imidlertid vurdert muligheten for å presisere og videreutbygge de regelsett som eksisterer (kapittel 5), i tillegg til muligheten for etablering av en aksjemarkedsnemnd (kapittel 6).

Ved vurderingen av hvilke regelsett som bør presiseres eller videreutbygges, har vi i det vesentlige tatt utgangspunkt i situasjonstyper hvor det etter vår erfaring har oppstått spørsmål om det foreligger myndighetsmisbruk, tilsidesettelse av minoritetens rettigheter og/eller krav om at minoriteten bør ha en større beskyttelse. Vi har vurdert flere forslag til endringer enn de som vi foreslår gjennomført. Disse forslagene er vurdert slik at de enten ikke er egnet til å styrke minoritetsbeskyttelsen, forslagene er for inngripende i majoritetens interesser, vi har ansett forslagene uhensiktsmessige til å nå målet om økt minoritetsbeskyttelse, eller vi er av den oppfatning at alternative forslag gir en bedre beskyttelse. De fleste av disse er ikke nevnt, men enkelte av forslagene kan ha en viss interesse selv om vi har konkludert med at vi ikke vil anbefale endringer. Vi har da gjengitt vår vurdering blant annet for å sette øvrige løsningsforslag i et større perspektiv.

Det er på generelt grunnlag ikke ønskelig å ha store avvik i norsk disfavør mellom norske og utenlandske regler ettersom det er konkurranse om kapitalen i markedet. Dersom det legges for store begrensninger på flertallsprinsippet vil incitamentet for å skulle kjøpe seg opp i norske noterte allmennaksjeselskaper kunne bli redusert til fordel for eksempelvis utenlandske investeringer, noe som ofte vil være et tungtveiende argument i seg selv mot særnorske regelendringer.

Minoritetsvern er et omfattende tema. Mandatet for denne utredningen er begrenset til minoritetsvern i allmennaksjeselskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

Denne utredningen er basert på gjeldende norsk rett. Vi har hentet inspirasjon fra utenlandsk rett. Vår formelle kompetanse er imidlertid begrenset til norsk rett og vi kan derfor ikke innestå for riktigheten eller fullstendigheten av de utenlandske kildene som vi viser til.

---

<sup>7</sup> Dersom allmennheten har tillitt til et selskap vil dette kunne påvirke omsetteligheten av selskapets aksjer, noe som igjen påvirker minoritetens mulighet for å få realisert de verdier som knytter seg til aksjene. Redusert likviditet kan også virke negativt inn på verddivurderingen av selskapets aksjer.

<sup>8</sup> Beslutninger som ivaretar særinteresser innebærer ofte også en forskyvning av verdier fra selskapet til andre, og vil derfor direkte kunne påvirke aksjenes verdi. I tillegg vil tillitten til selskapet kunne bli redusert dersom det foreligger myndighetsmisbruk, noe som både vil kunne påvirke muligheten for å selge aksjene i selskapet, og hvilken pris den selgende aksjeeier kan oppnå for aksjene i en slik situasjon.

### **3. EKSISTERENDE MINORITETSVERN OG ULIKE HENSYN SOM GJØR SEG GJELDENDE**

#### **3.1 Innledning**

Ved vurderingen av hvorvidt minoritetsvernet bør presiseres eller videreutbygges, har vi tatt utgangspunkt i gjeldende rett og hensynene bak reglene. Reglene i allmennaksjeloven er hovedsakelig bygget opp basert på hensynet til aksjeeierne, hensynet til selskapets interesser, hensynet til kreditorene og i noen grad hensynet til de ansatte. Minoritetens rettigheter må sees i lys av majoritetens berettigede bruk av sin innflytelse (flertallsprinsippet). I punkt 3.2 gis det derfor en oversikt over innholdet i flertallsprinsippet. I punkt 3.3 gis en oversikt over noe av det eksisterende minoritetsvernet.

Noterte selskaper er underlagt en rekke regler gjennom verdipapirhandelloven, børsloven og Oslo Børs' regler som har som primærformål å skape et effektivt verdipapirmarked samt sikre allmennhetens tillit til et effektivt marked. Disse reglene gir i praksis også økt minoritetsvern. Indirekte minoritetsvern via børs- og verdipapirrettslige regler er derfor behandlet særskilt under punkt 3.4 ettersom vi vurderer om presiseringer og endringer i også dette regelverket kan være med på å styrke minoritetsvernet.

#### **3.2 Hovedregel: Flertallsprinsippet**

Det er et aksjerettslig utgangspunkt at hver aksje har like rettigheter, inklusive stemmerett.<sup>9</sup> Det alminnelige flertallskravet er at en beslutning av generalforsamlingen krever flertall av de avgitte stemmer, se asal § 5-17. En aksjeeier som alene eller sammen med andre aksjeeiere kontrollerer et flertall av stemmene har således bestemmende innflytelse i generalforsamlingen, her omtalt som flertallsprinsippet.<sup>10</sup> Av størst praktisk betydning har det at flertallet har herredømme over styresammensetningen, og dermed forvaltningen av selskapet. Flertallsprinsippet medfører også at flertallet ved generalforsamlingsvedtak som hovedregel kan gi instruks.

#### **3.3 Eksisterende minoritetsvern**

##### *3.3.1 Innledning*

Norsk rett inneholder en rekke begrensninger i flertallsprinsippet som blant annet skal beskytte minoritetens interesser. Regler som reduserer muligheten for myndighetsmisbruk eller misbruk av posisjon – og som kan anses som en del av minoritetsvernet – kan inndeles i (ikke uttømmende):<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Det er aksjerettslig hjemmel for å fravike prinsippet, blant annet ved bruk av ulike aksjeklasser. For noterte selskaper kan det være uheldig å fravike prinsippet, og NUES-anbefalingen punkt 4 inneholder derfor en anbefaling om at selskaper kun bør ha en aksjeklasse.

<sup>10</sup> Aksjeselskapsretten fraviker her fra selskapsretten hvor enstemmighet er hovedregelen. Flertallsprinsippet er blant annet omtalt i forbindelse med spørsmålet om minoritetsvern i NOU 1992:29 på s. 46, og i NOU 1996:3 på s. 74.

<sup>11</sup> Alle fire elementene nevnes også i NOU 1992:29 på s. 46 mens NOU 1996:3 på s. 73-74 nevner punkt 2 og 3 spesielt.



- Materielle skranker for hva generalforsamlingen eller selskapets ledelse kan beslutte
- Krav til saksbehandlingen
  - Generelle krav til saksbehandlingen for å sikre at denne er betryggende
  - Spesifikke krav til varsling av minoriteten, innkalling til generalforsamling, deltagelse i generalforsamling m.m.
- Særlige rettigheter for minoriteten
- Regler til sikring av at reglene overholdes, inklusive reaksjonsmuligheter for minoriteten

Hvert av disse punktene behandles nærmere i punkt 3.3.2 følgende.

### 3.3.2 *Materielle skranker for hva generalforsamlingen eller selskapets ledelse kan beslutte*

Minoritetens rettigheter er beskyttet ved at det foreligger materielle begrensninger for hva generalforsamlingen eller selskapets ledelse kan beslutte. Eksempler på dette er:

- Forbud mot sikkerhetsstillelse ved erverv av aksjer (asal § 8-10)
- Forbud mot disposisjoner som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets eller andre aksjeeieres bekostning (asal §§ 5-21 og 6-28)
- Forbud mot en rekke disposisjoner dersom det foreligger en oppkjøpssituasjon (vphl § 6-17)
- Regler om strykning av noterte selskaper og børsens praksis for strykning av selskaper som har minoritetsaksjeeiere

### 3.3.3 *Saksbehandlingsregler*

Saksbehandlingsregler skal både sikre en betryggende prosess og muligheten for kontroll og innflytelse. Dette er gjennomført via regler om kompetansefordeling mellom generalforsamlingen og styret, krav til saksbehandlingen og krav om kvalifisert flertall.

Allmennaksjeloven etablerer en viss kompetansefordeling mellom eierne ved generalforsamlingen, styret og daglig ledelse. Generalforsamlingen er selskapets øverste myndighet, og en rekke avgjørelser må treffes av generalforsamlingen for å være gyldige. At en sak må behandles av generalforsamlingen sikrer minoritetens innflytelse i større grad enn om en sak kan avgjøres av styret. Videre vil krav om styrebehandling sikre styret en større innflytelse og kontroll enn dersom en sak kan avgjøres av daglig leder. Styret har det overordnede ansvaret for forvaltningen av selskapet. Styret skal føre kontroll med den daglige ledelse. Avgjørelser av uvanlig art eller stor betydning for selskapets virksomhet ligger utenfor daglig leders kompetanse. En annen side ved kompetansefordelingen er at direkte innflytelse og styring fra aksjeeiere skal skje via generalforsamlingen og ikke ved direkte innflytelse overfor styret eller daglig leder. Dette hindrer imidlertid ikke at selskapet har en dialog med sine aksjeeiere også utenom generalforsamlingene.

Aksjeeierne er sikret mulighet for innflytelse via deltagelse i generalforsamlingen i saker som må behandles av generalforsamlingen, se eksempelvis:

- Alle aksjeeiere med kjent adresse skal innkalles til generalforsamlingen (asal § 5-10)
- Varslingsfrister og krav til innholdet i innkallingen (asal § 5-10)
- Retten til å møte selv eller ved fullmektig (asal § 5-2)
- Hver aksje gir én stemme (asal § 5-4 jf § 4-1)<sup>12</sup>

Regler om kvalifisert flertall skaper i tillegg større forutberegnelighet for aksjeeierne og gir minoriteten en noe større grad av negativ kontroll enn hva som for øvrig gjelder. Slike regler begrenser flertallets rettigheter. Eksempelvis vises det til:

Beslutninger som må treffes av generalforsamlingen, hvor simpelt flertall er tilstrekkelig:

- Godkjenning av årsregnskap
- Utbetaling av utbytte
- Valg av nytt styre (asal § 6-3)
- Enkelte avtaler med nærstående (asal § 3-8)

Beslutninger som må treffes av generalforsamlingen med kvalifisert flertall:

- Endringer i vedtektene og andre avgjørelser av stor betydning for aksjeeierne (asal §§ 5-18, 5-19, 5-20 og 8-6 (3))
- Beslutninger om kapitalforhøyelser (asal kap 10),
- Beslutning om kapitalnedsettelse (asal kap 12)
- Fusjon og fisjon (asal kap 13 og 14)
- Styrefullmakt til erverv av egne aksjer (asal kap 9)
- Finansielle instrumenter, inklusive opptak av konvertible lån og lån med særlige vilkår (asal kap 11)

En aksjemajoritet kan således ikke gjennomføre slike vedtak i styret eller ved å unnlate å gå via generalforsamlingen som organ, selv om majoriteten kontrollerer det tilstrekkelige flertall i generalforsamlingen.

Generalforsamlingens myndighet er også i enkelte tilfeller begrenset slik at generalforsamlingen ikke kan treffe avgjørelse uten at dette er foreslått av styret. Dette medfører at det stilles krav til en selvstendig vurdering av styret i slike saker. Slike regler kan styrke minoritetsvernet ved at det gir mindre mulighet for at et flertall av aksjeeierne i generalforsamlingen kan foreta myndighetsmisbruk i selve generalforsamlingen. Eksempel er:

- Kravet til angivelse av de saker som skal behandles i generalforsamlingen som kun kan endres ved tilslutning fra samtlige aksjeeiere (asal § 5-14)
- Utbetaling av utbytte (asal § 8-2)
- Fravikelse av fortrinnsrett må inntas i og begrunnes i innkallingen
- Vedtektsendring må inntas i innkallingen
- Fusjon og fisjon - krav om en fusjonsplan/fisjonsplan

---

<sup>12</sup> Unntak kan gjelde ved bruk av ulike aksjeklasser, men selv stemmeløse aksjer teller med på lik linje med øvrige aksjer ved eksempelvis vedtektsendringer, se asal § 5-18 (1).

### 3.3.4 Særlige rettigheter for minoriteten

Aksjeeiere har flere særlige rettigheter. Noen av disse forutsetter at aksjeeieren alene eller sammen med andre representere en viss andel av aksjekapitalen. Disse rettighetene er primært av prosessuell karakter, men slike rettigheter kan også gi en reell innflytelse, for eksempel som følge av en trussel om granskning. Eksempler på slike rettigheter er:

- Asal § 5-2 fastslår at enhver aksjeeier har rett til å møte i generalforsamlingen, enten selv eller ved fullmektig etter eget valg.
- Asal § 5-7 gir aksjeeiere som representere minst en tjuedel av aksjekapitalen rett til å kreve innkalling av ekstraordinær generalforsamling
- Asal § 5-12 gir aksjeeiere som representere mer enn en tjuedel av aksjekapitalen rett til å kreve at tingsretten utpeker en møteåpner
- Asal § 7-3 gir aksjeeiere som representere minst en tjuedel av aksjekapitalen under gitte betingelser rett til å kreve at tingsretten oppnevner en revisor i tillegg til selskapets revisor
- Asal § 8-4 gir aksjeeiere som eier minst en tjuedel av aksjekapitalen rett til å anmode tingsretten om å fastsette et høyere utbytte enn det som er vedtatt av generalforsamlingen
- Asal § 13-5 gir aksjeeiere som representere minst en tjuedel av aksjekapitalen rett til å kreve at beslutning i forbindelse med fusjon treffes av generalforsamlingen og ikke av styret
- Asal § 16-14 gir aksjeeiere som representere minst en tjuedel av aksjekapitalen rett til å kreve at tingretten skal overta ansvaret for avviklingen av selskapet
- Asal § 16-19 gir en aksjeeier rett til å få selskapet oppløst ved dom dersom det foreligger myndighetsmisbruk eller misbruk av posisjon og særlig tungtveiende grunner taler for oppløsning av selskapet som følge av dette
- Asal §§ 5-22 til 5-24 gir en aksjeeier adgang til å gå til søksmål med påstand om at en beslutning av generalforsamlingen er ugyldig
- Asal § 4-25 gir aksjeeiere som eier mindre enn en tidel av aksjene rett til å kreve innløsning av sine aksjer, forutsatt at en annen aksjeeier enten alene eller sammen med datterselskaper eier minst ni tideler av den øvrige aksjekapitalen og stemmene

### 3.3.5 Regler til sikring av at regelverket overholdes

I tillegg til ovennevnte begrensninger og rettigheter inneholder eksisterende regelverk en rekke regler til sikring av at regelverket overholdes. Disse reglene gir en viss preventiv effekt, og gir også minoriteten spesifikke reaksjonsmuligheter. Eksempler på dette er:

- Krav til revisor (asal kap 7)
- Erstatningsansvar og straffeansvar (asal kap 17 og 19)
- Straffeansvar etter straffeloven for visse selskapsrettslige beslutninger
- Asal § 17-4 gir aksjeeiere som representere minst en tidel av aksjekapitalen, eller minst en tidel av selskapets aksjeeiere dersom selskapet har 100 aksjeeiere eller mer, rett til å gjøre erstatningskrav gjeldende på vegne av selskapet selv om generalforsamlingen har truffet beslutning om ansvarsfrihet
- En aksjeeier har videre rett til å reise ugyldighetssøksmål (asal §§ 5-22, 5-23 og 5-24)

### 3.4 Indirekte minoritetsvern via børs- og verdipapirrettslige regler

#### 3.4.1 Innledning

Børsrettslige regler har som primærformål å sikre et velfungerende verdipapirmarked og er ikke primært utarbeidet eller utformet med tanke på å beskytte minoritetsaksjeeiere. Enkelte børsrettslige regler fungerer imidlertid i praksis som en beskyttelse av aksjeeierne og da særlig minoritetsaksjeeierne. Felles for disse reglene er dog at børsrettslige organer kun sanksjonerer de noterte selskapene eller børsmedlemmene (meglerne) gjennom bøter, suspensjon av handel eller lignende. Minoritetsbeskyttelsen er derfor indirekte.

#### 3.4.2 Informasjonsplikten

Viktige børsrettslige hensyn er at alle aktører handler på lik informasjon. På denne bakgrunn er noterte selskaper pålagt en informasjonsplikt for forhold som kan være av betydning for vurdering av selskapet og aksjene, jf vphl § 5-2. Videre er de noterte selskapene pålagt særskilt informasjonsplikt dersom det inngås avtaler med nærstående til selskapet samt om en rekke forslag og beslutninger som gjøres av styret eller generalforsamlingen og som er ansett som viktige uavhengig av om forslagene eller beslutningene isolert anses å være av slik betydning.

Informasjonsplikten gir selskapets aksjeeiere tilgang på relevant informasjon. For minoritetsaksjeeierne betyr det at de er sikret innsyn i selskapets forretningsdrift uavhengig av om de er store og innflytelsesrike.

#### 3.4.3 Innsyn i primærinnsidernes handler

En annen viktig regulering av informasjon til markedet er de såkalte primærinnsidernes plikt til å rapportere alle handler til markedet jf vphl § 4-1. Denne regelen sikrer at alle markedsaktører får innsyn i hvordan de som sitter nærmest selskapet vurderer selskapet som investeringsobjekt.

#### 3.4.4 Forbud mot innsidehandel m.v.

Børsreglene regulerer også adgangen til å handle dersom man har kursrelevant informasjon som ikke er meddelt til markedet, jf vphl kapittel 3. Slik handel er forbudt. I tillegg påhviler det en rekke plikter mht informasjonsbehandling, taushetsplikt m.v. for de som har slik informasjon. Reglene er gitt for å sikre at alle aktører handler på lik informasjon som er et bærende prinsipp for et effektivt verdipapirmarked. Reglene skal forhindre handler fra enkelte aktører som enten pga størrelse eller posisjon kan misbruke informasjon som ikke er kjent for alle. Reglene kan dermed ofte være av særlig betydning for de mindre aksjeeierne.

#### 3.4.5 Flaggereglene

Børsrettslige regler skal også sikre at en aksjeeier ikke overtar kontrollen av et selskap uten at øvrige aksjeeiere er kjent med det. Flaggereglene i vphl § 4-2 skal blant annet ivareta dette hensyn.

### 3.4.6 Tilbudsppliktsreglene

Tilbudsppliktsreglene i vphl kap. 6 sikrer at noen som erverver en kontrollerende eierandel må gi øvrige aksjeeiere et tilbud om å kjøpe deres aksjer. Disse reglene sikrer at aksjeeierne ikke risikerer å bli sittende igjen i et selskap som får en dominerende aksjeeier eller en gruppe av aksjeeiere med kontroll over selskapet uten å ha fått tilbud om uttreden etter nærmere angitte regler. Reglene må anses å ha særlig betydning for små aksjeeiere som pga sin størrelse ofte ikke er i posisjon til å komme i dialog med en potensiell oppkjøper.

### 3.4.7 Likebehandlingsregelen og god børsskikk

Den børsrettslige likebehandlingsregelen i vphl § 5-14 ligner den aksjerettslige likebehandlingsregel og pålegger noterte selskaper en plikt til å behandle aksjeeierne likt med mindre det foreligger en saklig grunn til forskjellsbehandling. Regelen kan sanksjoneres av Oslo Børs som kan ilegge overtredelsesgebyr dersom det noterte selskapet bryter plikten. Oslo Børs er varsom med å sanksjonere brudd på likebehandlingsplikten ettersom vurderingen svært ofte vil være basert på en skjønnsmessig vurdering fra selskapet som det er vanskelig for børsen å overprøve. Sanksjonering har imidlertid skjedd i klare tilfelle.

Iht Børsforskriften § 14 gjelder et krav om "god børsskikk" for utstedere av finansielle instrumenter, børsmedlemmer og børsrepresentanter. Bestemmelsen gir Oslo Børs en hjemmel for å sanksjonere klare overtredelser av viktige prinsipper for opptreden i markedet som ikke faller under bestemte regler.

I situasjoner hvor de noterte selskapene opptre kritikkverdige uten at børsen finner at det foreligger klart brudd på regler vil de kritikkverdige forholdene ofte resultere i at børsen lager nye retningslinjer for praktisering. Det var for eksempel bakgrunnen for Oslo Børs' sirkulære 5/2004 om informasjon til aksjeeiere der aksjeeierne risikerer å miste rettigheter ved passivitet. Foranledningen til dette sirkulæret var PGS' håndtering av informasjon til aksjeeierne i et konkret tilfelle, hvor børsen nok mente at det kunne foreligge brudd på likebehandlingsregler og god børsskikk.

### 3.4.8 Prospektreglene

Kravet om prospekt for å tilby aksjer til salg eller tegning tjener også til beskyttelse av aksjeeierne. Disse reglene medfører at selskapet må gi detaljert informasjon om selskapet når det innbyr til emisjon.

### 3.4.9 Vilkår for å stryke et selskap fra notering

I relasjon til spørsmål om strykning av noterte selskaper praktiserer Oslo Børs stor grad av minoritetsbeskyttelse, se til illustrasjon også sakene om Kosmos AS og Kristiansand Dyrepark i Vedlegg 1 punkt 6.7 og 6.8. I henhold til Løpende forpliktelser punkt 15.1 (4) kreves flertall som for vedtektsendring for å søke om strykning. Det foreligger imidlertid flere tilfeller hvor et notert selskap ikke oppfylte kravet om fri flyt (25 % av aksjene), antall børsposteiere (nå 500 på Oslo Børs og 100 på Oslo Axxess) og generalforsamlingen med tilstrekkelig flertall hadde besluttet å søke om strykning, men hvor Oslo Børs nektet å stryke selskapet av hensyn til minoritetsaksjeeiernes interesser. Oslo Børs praktiserer også en utpreget minoritetsbeskyttelse i relasjon til søknad om strykning fra notering. Det foreligger

eksempler på at selskaper med en hovedaksjeeier som eier nær 90 % av aksjene ikke har fått medhold i strykningssøknad ettersom det vil medføre at minoritetsaksjeeierne ikke lenger får samme informasjon fra selskapet og ikke har de samme muligheter til salg, se eksempelvis Vedlegg 1 punkt 6.7.

#### *3.4.10 Håndhevelse av børsreglene*

Børs- og verdipapirrettslige regler er som nevnt ikke primært innført for å håndheve enkeltaksjeeieres rettigheter, men for å skape rammer for et velfungerende verdipapirmarked. Fokuset fra et børs- og verdipapirrettslig perspektiv er dermed å sørge for at overtredelser sanksjoneres effektivt overfor overtrederen, men ikke å håndheve enkeltpersoners/aksjeeieres rettigheter. Sanksjonering skjer dermed primært gjennom virkemidler som innføres mot de noterte selskapene og andre aktører fra Oslo Børs eller andre myndigheter. Konflikter mellom aksjeeiere og mellom aksjeeiere og det noterte selskapet henvises derfor til andre beslutningsorganer.

## **4. ENKELTE KONKRETE SITUASJONSTYPER HVOR DET ETTER VÅR ERFARING HAR OPPSTÅTT PÅSTAND OM AT MINORITETENS RETTIGHETER HAR VÆRT TILSIDESATT**

### **4.1 Innledning**

Myndighetsmisbruk forekommer i enkelte selskaper. Dette kan skje ved misbruk av posisjoner i selskapet, dårlig eierstyring og selskapsledelse og ved handlinger som for øvrig reduserer den forholdsmessige økonomiske verdien av en aksjeinvestering. I dette kapitlet vil vi gjennomgå en del situasjoner hvor det i praksis har oppstått påstand om at minoritetens rettigheter er tilsidesatt. Disse situasjonene danner utgangspunkt for de konkrete drøftelsene av endringsforslag som fremkommer av punkt 5 nedenfor. Endringsforslagene går imidlertid på tvers av situasjonstypene, og vi har derfor valgt å gi en oversikt over situasjonstypene i dette punkt 4.

Vi har i Vedlegg 1 gjengitt en del saker som det har vært skrevet om i media, som har vært behandlet av Oslo Børs, av domstolene og/eller som fått kritikk for øvrig, uavhengig av om dette har vært berettiget eller ikke.

### **4.2 Emisjoner og opptak av konvertible lån**

For å skaffe ny egenkapital eller annen finansiering kan et selskap gjennomføre eksempelvis kapitalforhøyelse eller opptak av et konvertibelt lån. Dersom slike opptak gjennomføres til "virkelig verdi" og slik at samtlige aksjeeiere har rett til å delta i samme forhold som de eier aksjer fra før, vil slike instrumenter normalt ikke være i strid med minoritetsinteressen. Alle aksjeeierne har som formell hovedregel fortrinnsrett etter asal § 10-4 dersom det skal gjennomføres kapitalforhøyelse eller opptak av konvertibelt lån i et selskap. Tilsidesettelse av fortrinnsretten innebærer imidlertid en risiko for forskyvning av den innflytelse som er knyttet til eksisterende aksjer, og/eller en risiko for at den økonomiske verdien som er knyttet til aksjen blir redusert.

Fravikelse av fortrinnsretten kan være berettiget, eller et uberettiget middel for at en majoritet sikrer seg større innflytelse (for eksempel ved passering av visse terskler) eller at en aksjeeier oppnår kontroll. Fravikelse av fortrinnsretten kan også være et middel for utvanning av en liten minoritet (for å få minoriteten under 10 %) eller for å oppnå skjevdeling av verdier (ved emisjon til underkurs).

En emisjon forutsetter en beslutning av generalforsamlingen enten direkte eller ved styrefullmakt. Når beslutningen treffes av generalforsamlingen direkte, vil aksjeeierne få informasjon om blant annet hvem emisjonen rettes mot før beslutningen blir truffet. Dersom aksjeeierne eksempelvis skulle være av den oppfatning at fravikelse av fortrinnsretten ved en rett emisjon i det konkrete tilfellet ikke er berettiget, vil de både kunne argumentere for dette i generalforsamlingen eller fremsette krav om midlertidig forføyning dersom de mener at en beslutning er ugyldig.

Bruk av styrefullmakt reiser imidlertid andre problemstillinger enn ved direkte beslutning av emisjon i generalforsamlingen. Vilklårene for å kunne fravike aksjeeiernes fortrinnsrett er i prinsippet fortsatt de samme, men informasjon til og debatt blant aksjeeierne vil ofte være

fraværende. Ivaretagelse av særinteresser vil også kunne være mindre synlig. Manglende offentlighet i kombinasjon med konkrete eksempler på kritikkverdige emisjoner, gjør at vi har vurdert endringer i saksbehandlingsreglene knyttet til bruk av slike fullmakter. I tillegg har vi vurdert hvorvidt habilitetsreglene bør endres. Endrede habilitetsregler vil kunne få betydning for gjennomføring av emisjoner, opptak av konvertible lån og bruk av øvrige finansielle instrumenter.

### 4.3 Styrerepresentasjon

Aksjeeiervalgte styremedlemmer velges i utgangspunktet av generalforsamlingen med simpelt flertall jf asal § 6-3.

Det finnes flere eksempler på at styresammensetningen utelukkende bestemmes av en majoritet med knapt flertall uten at en eller flere større aksjeeiere eller aksjeeiergrupper (som ikke representerer et flertall av stemmene på generalforsamlingen) får valgt inn noen av sine representanter eller foreslåtte kandidater, se eksempelvis saken om Trygve Hegnar og styrevalg i Gyldendal AS i Vedlegg 1 punkt 2.2 og spørsmålene om styrevalg i Rem Offshore ASA og Elkem ASA nevnt i hhv punkt 2.3 og 2.4 i Vedlegg 1.

Vi har vurdert om et mindretall som eier over en viss andel av aksjene i et selskap bør ha rett til å utpeke et visst antall styremedlemmer og/eller en eller flere observatører til styret. En slik regel finnes blant annet i islandsk rett. Vi har videre vurdert om enkelte elementer fra NUES-anbefalingen kan gjøres til rettslige krav for å sikre at styret sammensettes i selskapets interesse og ikke bare i enkelte aksjeeieres interesse. Et eksempel på en slik regel er NUES-anbefalingen om valgkomité som blant annet har til formål å øke muligheten for en styresammensetning som hensyntar alle aksjeeiernes interesser.

### 4.4 Innflytelse i generalforsamlingen

Det finnes eksempler i praksis på at en eller flere aksjeeiere har fått gjennomslag for sine synspunkter på en måte som av øvrige aksjeeiere oppfattes som ufint og/eller ulovlig, se eksempelvis til illustrasjon Kværner-saken i Vedlegg 1 punkt 5.2. Det tales ofte om at generalforsamlingen ble ”kuppet”. Dette kan skyldes at møteåpner ikke godkjenner enkelte aksjeeiere som tilstedeværende (eksempelvis pga manglende godkjennelse av fullmakter), og dels ved at votingstema eller voteringsrekkefølgen settes opp på en slik måte at det ønskede resultat oppnås uten at alternative forslag i realiteten kommer opp til voting. I enkelte tilfeller vil dette være fullt lovlig, mens det i andre tilfeller kan være en lovstridig fremgangsmåte. Uavhengig av om dette er lovstridig, vil en slik fremgangsmåte i enkelte tilfeller innebære at minoritetens interesser kan bli dårlig ivaretatt.

Vi har vurdert om endrede regler for innkalling og avholdelse av generalforsamlinger kan bedre minoritetsvernet. Det er allerede foreslått endringer i allmennaksjeloven som følge av Aksjeeierdirektivet.<sup>13</sup> Aksjeeierdirektivet er ment å gi økt minoritetsvern i sær knyttet til muligheten for å delta på generalforsamlinger. Vi er i det vesentlige enige i de forslag som

---

<sup>13</sup> Aksjeeierdirektivet er direktiv 2007/36/EF om utøvelse av visse aksjeeierrettigheter i selskaper som er notert på regulert markedsplass. I Ot.prp. nr 46 er dette foreslått gjennomført i norsk rett i form av endringer i blant annet aksjeloven, allmennaksjeloven og verdipapirhandelloven.



fremmes av Justis- og Politidepartementet, da vi anser disse som en styrking av minoritetens rettigheter. Vi hadde underveis i høringsprosessen enkelte merknader knyttet til ordlyden som er foreslått i allmennaksjeloven. Vi viser i den forbindelse til vedlagte høringsbrev som er avgitt i forbindelse med høringen knyttet til de nye reglene, og som også ble sendt i kopi til advokatforeningens lovutvalg for selskapsrett, se Vedlegg 2. De fleste av disse merknadene er hensyntatt i odelstingsproposisjonen. Departementet har imidlertid valgt å foreslå at det kreves at en aksjeeier gir en begrunnelse eller utformer et forslag til beslutning for at aksjeeieren skal ha krav på å få et spørsmål behandlet av generalforsamlingen. Etter vårt syn er et slikt krav en svekkelse av minoritetens rettigheter sammenliknet med gjeldende regelverk dersom forslaget gjennomføres. Årsaken til at dette vil være en svekkelse er todelt. For det første vil terskelen for å kunne ta kontakt med selskapet bli større dersom henvendelsen må gjøres skriftlig med begrunnelse eller forslag til vedtak. For det andre vil innføring av en slik regel gi styret et skjønn som i ytterste konsekvens kan misbrukes på minoritetens bekostning. Etter vårt syn er det betenkelig å innføre en slik regel som ledd i gjennomføring av Aksjeeierdirektivet uten at behovet for en slik endring er utredet. Departementet uttaler at "*Departementet antar at et slikt krav i noen grad også vil kunne bidra til å hindre eventuelle misbruk av retten til å få spørsmål behandlet på generalforsamlingen.*"<sup>14</sup> Det er imidlertid ikke utredet av Departementet om det er et reelt behov for å få innført en slik regel. Ettersom forslaget fra Departementet ikke er gjennomført i norsk rett ennå, har vi valgt å ikke drøfte eventuelle endringer i den foreslåtte endringen nærmere i denne utredningen.

Vi har i denne utredningen ikke funnet grunn til å foreslå ytterligere endringer enn de som nå er foreslått av Departementet, men vi har foreslått å presisere enkelte flertallskrav, se punkt 5.6.2.

#### **4.5 Særlig om transaksjoner med nærstående**

Når et selskap inngår en avtale med en aksjeeier, et styremedlem, daglig leder, eller noen av disses nærstående (i fellesskap omtalt som "nærstående" i dette punktet), er risikoen større for at dette ikke skjer på markedsvilkår enn dersom en avtale inngås mellom helt uavhengige parter. For å motvirke at transaksjoner med nærstående gjennomføres på selskapets eller aksjeeiernes bekostning inneholder asal blant annet regler om habilitet (§ 6-27) og særlige krav til saksbehandlingen ved inngåelse av enkelte typer av avtale med nærstående (§§ 3-8 og 3-9). Disse reglene har i praksis ofte liten betydning for noterte selskaper, men kan i enkelte tilfeller tenkes å ha betydning, se til illustrasjon Aker ASA – Aker Solutions AS transaksjonene nevnt i punkt 7.1 i Vedlegg 1. Noterte selskaper plikter imidlertid iht Løpende forpliktelser punkt 3.3 å straks offentliggjøre "ikke uvesentlige transaksjoner mellom selskapet og aksjeeier, styremedlem, ledende ansatt eller nærstående av disse eller med annet selskap i samme konsern". NUES-anbefalingen anbefaler i tillegg at styret bør sørge for at det foreligger en verdivurdering fra en uavhengig tredjepart ved ikke uvesentlige transaksjoner mellom selskapet og aksjeeier, styremedlem, ledende ansatte eller nærstående av disse. Selskapet har også en opplysningsplikt knyttet til transaksjoner med nærstående i forbindelse med avleggelse av regnskap.

---

<sup>14</sup> Ot.prp. nr. 46, 2008-2009, på side 26.

Transaksjoner med nærstående kan innebære en betydelig forfordeling på selskapets, aksjeeieres og kreditorenes bekostning. At det foreligger betryggende regler for behandling av slike transaksjoner er derfor viktig i et minoritetsvern, især hva gjelder transaksjoner på aksjeeiernes bekostning. Samtidig vil avtaler med nærstående kunne være viktige og til det beste for selskapet. Transparens skapt gjennom informasjonsplikt til markedet er med på å sikre at noterte selskaper opptrer ryddig når det inngås avtaler med nærstående. Ytterligere krav til saksbehandlingen eller verdivurderinger kan være tidkrevende og økonomisk krevende og således sette selskapets interesse til side. Vi har derfor ikke foreslått endringer i disse. Vi har imidlertid vurdert endringer i habilitetsreglene. Dersom disse gjennomføres vil de kunne få betydning også for saksbehandlingen av avtaler med nærstående.

#### **4.6 Erverv av egne aksjer**

Et selskap kan på visse vilkår erverve egne aksjer for inntil 10 % av aksjekapitalen. Dette må skje via styrefullmakt gitt av generalforsamlingen (asal § 9-4). Det kan oppstå situasjoner hvor bruken av fullmakten kan kritiseres, eksempelvis fordi enkelte aksjeeiere får fordelene ved å få frigjort midler uten at andre aksjeeiere tilbys denne muligheten (når det er begrenset likviditet i aksjen), at ervervet forskyver maktbalansen mellom aksjeeierne, at prisen som betales ved erverv er for høy, eller fordi selskapets disponible midler burde ha vært benyttet på en annen måte, eller fordi fullmakten benyttes for å hindre et oppkjøp. Ettersom erverv av aksjer alltid skjer fra en eller flere aksjeeiere, kan erverv av aksjer i enkelte situasjoner kritiseres ut fra grunnleggende likhetshensyn med mindre alle aksjeeierne tilbys å delta på lik linje, se til illustrasjon Avantor og Choice-sakene nevnt i hhv punkt 4.2 og 4.3 i Vedlegg 1. Salg av egne aksjer kan også være problematisk, men ettersom salg ikke nødvendigvis gjøres til eksisterende aksjeeiere er de hensyn som gjør seg gjeldende noe annerledes.

Gjennom de børsrettslige regler ligger det en viss beskyttelse i at et notert selskap som handler i egne aksjer må melde enhver handel til markedet i tråd med den meldeplikt som påhviler selskapets primærinnvidere jf vphl § 4-1 i tillegg til at flaggeplikten kommer til anvendelse jf vphl § 4-2. I henhold til sirkulære 2/2008 skal et notert selskap som ikke handler egne aksjer i henhold til et tilbakekjøpsprogram, primært handle egne aksjer gjennom markedet og ikke i direkte transaksjoner med enkeltaksjeeiere Børsen påpeker i sirkulæret at likebehandlingsplikten jf børsloven § 5-14 gjelder i slike situasjoner. Oslo Børs ila Choice Hotels et overtredelsesgebyr på fem ganger kursnoteringsavgiften (ti ganger kursnoteringsavgift er maksimalt overtredelsesgebyr) for brudd på likebehandlingsplikten og god børsskikk ved tilbakekjøp av egne aksjer i sak referert i Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2003 side 78, se også Vedlegg 1 punkt 4.3.

Vi har vurdert hvorvidt adgangen til erverv av aksjer i et notert selskap bør begrenses ytterligere. Endrede habilitetsregler vil også kunne få betydning ved erverv av egne aksjer.

#### **4.7 Søknad om å ta selskapet av børs**

For at et notert selskap skal kunne søke om strykning fra notering på Oslo Børs/Oslo Axess kreves det at selskapets generalforsamling treffer vedtak om det med flertall som for vedtektsendringer, se Løpende forpliktelser punkt 15.1 (4). For norske allmennaksjeselskaper innebærer det at generalforsamlingen må beslutte å søke om strykning med 2/3 flertall. Søknad om strykning behandles og besluttes av Oslo Børs. Børsen kan ikke beslutte strykning

dersom dette må antas å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Oslo Børs' praksis viser som nevnt i punkt 3.4.9 over at Oslo Børs tar stor hensyn til de ulemper strykning vil medføre for minoritetsaksjeeiere når en søknad om strykning fremsettes, se også Vedlegg 1 punkt 6.7 og 6.8.

Vi har vurdert hvorvidt adgangen til å ta et selskap av børs bør konkretiseres. Vi har imidlertid kommet til at klarere regler ikke ubetinget vil være i minoritetens interesse. De regler som eksisterer i dag gir således en fleksibilitet som er egnet til å ivareta hensynet til minoritetens interesse på en god måte.

#### 4.8 Overtakelsestilbud

Overtakelsessituasjoner kan innebære konfliktfylte og vanskelige situasjoner både for et styre og for mindretallsaksjeeiere. Dette illustreres av mange konfliktsituasjoner i Norge, av at EU-regelverket er omfattende, av at Aktiemarknadsnämnden i Sverige har et betydelig antall saker knyttet til dette, og at det i London er etablert et eget take-over-panel for behandling av slike saker.

Det kan oppstå spørsmål om misbruk av flertallets innflytelse ved gjennomføring av oppkjøpet, ved styrets håndtering av oppkjøpet, ved mindretallets blokkering av oppkjøp m.m. Verdipapirhandelloven kapittel 6 regulerer både frivillige og pliktige tilbud. Reglene oppfyller Takeover-direktivet, men er i stor grad en videreføring av de tilbudsreglene som gjaldt etter vphl 1997 kapittel 4. Takeover-direktivet er et såkalt minimumsdirektiv som gir stort rom for individuelle løsninger ved implementering i medlemslandene. Basert på forskjellige historiske tradisjoner er det dermed også store forskjeller mellom EU landenes regulering av overtakelsessituasjoner. Praksis fra de utenlandske organene viser at mange av de detaljene som ikke er lovfestet i Norge, ofte er regler som ikke egner seg som rettslige detaljregler. I Norge er tilbudsmyndigheten lagt til Oslo Børs, som gjennom sirkulærer og beslutninger i enkeltsituasjoner offentliggjort gjennom Vedtak og Uttalelser har utdypet de nærmere retningslinjer for tilbudsreglene. Det kan stilles spørsmål ved om det er behov for noe større grad av formalisering av de beslutninger som må tas i konkrete saker. Børsens offentliggjøring av veiledning i Vedtak og Uttalelser er ikke fullstendig og kan være noe tilfeldig.

I denne utredningen drøfter vi hvorvidt det bør etableres en aksjemarkedsnemnd i Norge, se punkt 6.7. Vi tror at en slik nemnd vil kunne imøtekomme et behov for raske avgjørelser i konkrete saker. Gjennom dette utvikles ytterligere presisering av regelverket. Praksis fra Aktiemarknadsnämnden i Sverige viser dette. Et alternativ hadde vært at Oslo Børs mer konsekvent og løpende offentliggjorde sin praksis.

Videre vil endrede habilitetsregler også kunne få betydning i overtakelsessituasjoner, se punkt 5.4 nedenfor. Skjerpede saksbehandlingskrav vil også kunne påvirke muligheten for å benytte styrefullmakter i overtakelsessituasjoner. Ut over dette har vi valgt å ikke drøfte ytterligere problemstillinger relatert til take-over situasjoner, da drøftelse av take-over situasjoner kan være tema for en egen utredning i seg selv.

## 5. KONKRETE FORSLAG TIL MATERIELLE ENDRINGER OG ENDRINGER I SAKSBEHANDLINGSREGLER

### 5.1 Innledning

Vi har vurdert forslag til endringer i lover, Løpende forpliktelser og NUES-anbefalingen. Mange av de forslag som foreslås eller drøftes her, er tiltak som selskap også i dag kan gjennomføre i form av vedtektsendringer eller instruksjer. Det er liten tradisjon for vedtektsreguleringer av minoritetsvern eller instruksjer til økt minoritetsvern. Slike tiltak forutsetter dessuten et flertall i generalforsamlingen som minoriteten ikke har. Majoriteten ønsker normalt ikke å innskrenke sine egne rettigheter. Økt bevissthet om rettigheter i kombinasjon med aktiv bruk av generalforsamlingen kan imidlertid redusere risikoen for myndighetsmisbruk. Styrene i noterte selskaper bør i lys av prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse vurdere om de bør være en pådriver for å oppnå økt minoritetsvern.

### 5.2 Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

#### 5.2.1 Gjeldende status

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) utgir Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse ("NUES-anbefalingen"). For noterte selskaper gjelder det et "følg eller forklar" prinsipp. I Løpende forpliktelser punkt 7 fremkommer det at selskaper skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Dersom NUES-anbefalingen ikke er fulgt skal det forklares. Brudd på NUES-anbefalingen, som ikke samtidig innebærer brudd på rettsregler, har ingen direkte konsekvenser for selskapet. Brudd på forklaringsplikten kan imidlertid medføre overtredelsesgebyr.<sup>15</sup> Det er foreslått lovfestet et krav om en redegjørelse for god eierstyring og selskapsledelse i selskapets årsberetning eller dokument som det henvises til i årsberetningen.<sup>16</sup>

#### 5.2.2 Bør NUES-anbefalingen lovfestes?

Som nevnt innledningsvis i punkt 2 vil god eierstyring og selskapsledelse i seg selv være en beskyttelse av minoritetens rettigheter. Med god eierstyring og selskapsledelse menes prinsipper og praksis for rolle- og ansvarsfordeling mellom eiere, styret og daglig ledelse. Dette innebærer blant annet at selskapet drives med eiernes interesse som et viktig utgangspunkt for å skape best mulig forutsetning for verdiskapning. God eierstyring og selskapsledelse vil normalt innebære at det legges til rette for at aksjeeiere både gis tilstrekkelige muligheter og incentiver til å utøve innflytelse i selskapet. God eierstyring og selskapsledelse medvirker ofte til tillit til selskapet blant allmennheten, noe som igjen skaper bedre forutsetninger for kapitaltilførsel for selskapet selv, og for omsetning av aksjene i selskapet. Mistanke om misbruk av rettigheter, påstand om forskjellsbehandling og

---

<sup>15</sup> Se Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 15.4 jf, forskrift av 29. juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder (børsforskriften).

<sup>16</sup> Se NOU 2008:16, forslag til ny § 3-3b i lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven).

tilsidesettelse av rettigheter har ofte sammenheng med manglende åpenhet og dialog, dårlige kontrollrutiner og dårlig eierstyring og selskapsledelse.

Vi har vurdert om NUES-anbefalingen i sin nåværende eller forenklet form bør gjøres til rettslige krav via forskrift, børsregler eller lovregulering. I USA er et slikt rammeverk søkt etablert blant annet gjennom den såkalte Sarbanes-Oxley Act (SOX).<sup>17</sup> I Europa ble Wintergruppen nedsatt med henblikk på å utrede et slikt rammeverk, og deler av dette er også videreført i blant annet direktiv 2006/46/EF og deretter også foreslått inkorporert via NOU 2008:16.<sup>18</sup> I NOU 2008:16 drøftes enkelte konkrete tiltak relatert til god eierstyring og selskapsledelse, eksempelvis styresammensetning og forholdet til selskapets revisor, samt redegjørelse for eierstyring i årsrapport.

Fordelen med en lovfesting vil være at NUES-anbefalingen da blir et krav til noterte selskaper, slik at selskapene ikke av eget tiltak kan fravike den. En slik lovfesting vil imidlertid skape et behov for en dispensasjonsadgang. Det kan være i strid med god eierstyring og selskapsledelse å følge punktene i NUES-anbefalingen ukritisk i enhver situasjon som måtte oppstå.<sup>19</sup> En gjennomgåelse av enkelte av redegjørelsene for eierstyring og selskapsledelse som store norske noterte selskaper har avgitt i 2008, viser at flere selskaper fraviker ett eller flere punkter, eksempelvis ved at selskapet ikke har valgkomité eller ikke valgkomité i tråd med NUES-anbefalingen (mange eksempler) at daglig leder er medlem av styret (ett eksempel), at selskapet har flere aksjeklasser (to eksempler), at det foreligger avvik fra likebehandlingsprinsippene (fire eksempler), at selskapet ikke hadde nestleder (to eksempler), eller at ikke alle punktene er kommentert (flere eksempler). Felles for mange selskaper er at de ikke går inn i en nærmere drøftelse av om selskapet overholder de enkelte punktene i NUES-anbefalingen, men i stor grad bare gjengir anbefalingene. Redegjørelsene gir derfor ikke et fullstendig bilde av selskapets eierstyring og selskapsledelse, og heller ikke av det reelle behovet for å fravike NUES-anbefalingen. I Oslo Børs sin årlige gjennomgåelse av redegjørelsene for 2006 heter det blant annet<sup>20</sup>:

*"Børsens gjennomgang viser at forbedringspotensialet er størst for redegjørelsene knyttet til revisor, valgkomité og overtakelsestilbud. Børsen konstaterer dessuten at flere redegjørelser i stor grad består av en ordrett gjengivelse av NUES-anbefalingen, uten nærmere utdyping eller forankring av selskapets etterlevelse av NUES-anbefalingen. I mange av redegjørelsene fremstår dessuten styrets ansvar og engasjement som lite tydelig."*

Vi har ikke vurdert nærmere om det er et reelt behov for alle de avvik fra NUES-anbefalingen som faktisk skjer.

---

<sup>17</sup> Se Sarbanes-Oxley Act; Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, Stat. 745, enacted July 30, 2002.

<sup>18</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

<sup>19</sup> I den svenske CG-koden heter det i punkt 1.3 at "Det kan i vissa fall innebära väl så god bolagsstyrning att avvika från en regel som inte passar det enskilda bolaget. Det avgörande är vikle motiv som finns för avvikelsen."

<sup>20</sup> Se pressemelding fra Oslo Børs av 24. januar 2008, publisert på <http://www.oslobors.no/ob/pressemeldinger?c=Page&cid=1034072510178&contentid=1201151283170&pagepointer=1>.

For å motivere til aktiv bruk av NUES-anbefalingen og å gi gode redegjørelser knyttet til eierstyring og selskapsledelse deler NUES ut en pris til det selskapet som har den beste redegjørelsen.<sup>21</sup> NUES sitt arbeid for utarbeidelse og utvikling av NUES-anbefalingen samt arbeidet for å gjøre NUES-anbefalingen kjent er vesentlig og viktig for å oppnå god eierstyring og selskapsledelse i norske selskaper.<sup>22</sup> Lettere tilgjengelighet på anbefalinger om god eierstyring og selskapsledelse i kombinasjon med krav om redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse vil i seg selv bidra til økt bevissthet. Dette kan være like effektivt for gjennomføringen av en reelt sett god eierstyring og selskapsledelse som formelle lovkrav knyttet til dette.

Dersom NUES-anbefalingen var et lovkrav med dispensasjonsadgang vil kravet til en god begrunnelse for å kunne fravike bestemmelsene øke. Dette ville kunne styrke muligheten for gjennomføring av en god eierstyring og selskapsledelse.

En ulempe med lovfesting vil være en mer formalistisk prosess knyttet til avvik. Selskapet har og bør ha det overordnede ansvaret for en god eierstyring og selskapsledelse, herunder eventuelle avvik og begrunnelsen for dette.

De største innvendingene mot en lovfesting av NUES-anbefalingen er dens form og måten den utvikles på. Det er et visst behov for selvregulering på dette området, samt å kunne utvikle standarden over tid. Selvregulering på dette området er også hovedregelen både i Sverige og i Danmark.<sup>23</sup> Videre er selve innholdet preget av retningslinjer mer enn rettsregler, og NUES-anbefalingen er også alt for detaljert til at den i sin nåværende form egner seg for lovfesting.

I NOU 2008:16 er behovet for ”beste praksis” i tillegg til lovregulering berørt, og i punkt 3.2 skriver utvalget ”*Den selskapsrettslige lovgivningen danner bare et utgangspunkt for hvordan foretaksstyringen i foretakene må innrettes, og kan ikke vurderes isolert fra andre virkemidler*”. Vi synes også det er viktig å fremheve at god eierstyring og selskapsledelse først og fremst oppnås ved et aktivt forhold i det enkelte selskap til prinsipper om og praktisering av foretaksstyring. God eierstyring kan således i seg selv ikke nås ved hjelp av lovkrav, og lovkrav vil derfor alltid kun utgjøre et minimum. Wintergruppens rapport konkluderer også med at god eierstyring er et system knyttet opp mot praksis som må sees i en større sammenheng.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> Det heter eksempelvis i NUES sin begrunnelse: ”*NUES deler hver høst ut en pris til det selskap notert ved Oslo Børs som hadde den beste redegjørelsen om eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten for foregående år. Formålet med prisen er å skape oppmerksomhet og gjennomslag for den norske anbefalingen, samt å være til inspirasjon for børsnoterte selskap som ønsker å forbedre sin rapportering.*”

<sup>22</sup> I NOU 2008:16 punkt 2.4 vises det også til at ”Etter utvalgets vurdering er det vesentlig at NUES fortsetter arbeidet med å videreutvikle anbefalingen”.

<sup>23</sup> I Sverige er det Kollegiet för svensk bolagsstyrning som utgir ”kod för svensk bolagsstyrning” sist oppdatert 1. juli 2008. I Danmark fikk man ved offentliggjøringen av Nørby-utvalgets rapport ”Corporate Governance i Danmark-Anbefalingen for god selskapsledelse i Danmark” et sett anbefalinger for hva som anses som god selskapsledelse i Danmark.

<sup>24</sup> Se s. 44: ”*Corporate governance is a system. It has foundations partly in company law, setting out the internal relationships between the various participants in a company, and partly in the wider laws and practices and*

Vi har på denne bakgrunn kommet til at den rettslige statusen for NUES-anbefalingen ikke bør endres. Enkelte momenter som i dag fremkommer av NUES-anbefalingen, vil vi likevel foreslå å lovfeste. Dette behandles separat nedenfor. I tillegg har vi vurdert enkelte forslag til presiseringer i selve NUES-anbefalingen.

### 5.2.3 *Bør NUES-anbefalingen endres?*

Et godt minoritetsvern kan i mange tilfeller være basert på god eierstyring og selskapsledelse, blant annet fordi det kan øke tilliten til selskapet og ønsket og villigheten fra minoriteter om å investere i selskapet. NUES-anbefalingen nyter stor anerkjennelse. Minoritetsbeskyttelse som inntas i NUES-anbefalingen skaper større bevissthet og større mulighet for at rettighetene ivaretas. Vi har derfor kommet til at NUES-anbefalingen på enkelte punkter kan presiseres eller utdypes slik at minoritetsvernet kommer enda klarere frem. De endringene som vi foreslår er drøftet i punktene 5.3 til 5.11 nedenfor.

### 5.2.4 *Konklusjon*

Vi anbefaler ingen endringer i rettslig status for NUES-anbefalingen som helhet, men anbefaler at den på enkelte punkter presiseres eller utdypes for å tydeliggjøre betydningen av et minoritetsvern som ledd i god eierstyring og selskapsledelse.

## 5.3 **Saksbehandlingskrav ved fravikelse av fortrinnsrett ved bruk av styrefullmakter**

### 5.3.1 *Gjeldende rett og NUES-anbefalingen*

Styrefullmakter til kapitalforhøyelse og opptak av konvertible lån vedtas av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer. Fullmaktene kan være svært vidtgående, og det er rettslig sett ikke noe krav om at de er begrenset til bestemte formål. NUES-anbefalingen punktene 3 og 12 anbefaler at fullmakter ikke gis for et lengre tidsrom enn frem til neste ordinære generalforsamling, samt at fullmaktene bør begrenses til definerte formål. I tillegg fremgår det av NUES-anbefalingen punkt 14 at styrefullmakter ikke bør benyttes i forbindelse med en selskapsovertakelse, med mindre dette er godkjent av generalforsamlingen etter at tilbudet er kjent. Videre krever vphl § 6-17 at en styrefullmakt til kapitalforhøyelse, for å kunne benyttes når det foreligger en tilbudssituasjon, eksplisitt må angi at fullmakten kan benyttes til dette formålet.

Når en styrefullmakt er vedtatt av generalforsamlingen, gjelder det ikke krav til informasjon fra styret for å benytte fullmakten, og heller ikke noe krav til formell begrunnelse for fravikelse av fortrinnsretten. Det er ikke krav til kvalifisert flertall i styret for å kunne fravike aksjeeiernes fortrinnsrett så lenge fravikelse av fortrinnsrett er hjemlet i en styrefullmakt fra generalforsamlingen. Aksjeeierne har ikke et eksplisitt krav om å få informasjon om anvendelse av styrefullmakten, men bruk eller planlagt bruk av fullmakten kan være

---

*market structures which operate [...]. It follows that there are dangers in dealing with particular components of the corporate governance system in isolation from their wider context.”*

meldepliktig.<sup>25</sup> En eventuell kapitalforhøyelse eller et opptak av et konvertibelt lån vil i ytterste konsekvens kunne være registrert i foretaksregisteret før øvrige aksjeeiere blir oppmerksomme på beslutningens innhold.<sup>26</sup> Muligheten for innsigelser og bruk av eksempelvis midlertidig forføyning kan da være redusert.<sup>27</sup>

### 5.3.2 Bør det oppstilles strengere saksbehandlingskrav ved bruk av styrefullmakt?

#### Innledning

Kapitalforhøyelser og opptak av konvertible lån som fraviker aksjeeiernes fortrinnsrett og som samtidig rettes mot enkelte aksjeeiere og/eller sentral ledelse innebærer potensiell risiko for tilsidesettelse av minoritetens og/eller øvrige aksjeeieres interesser. Vi har vurdert om disse lovreglene bør endres for å redusere muligheten for misbruk samt om det bør innføres en plikt til å gjennomføre en såkalt reparasjonsemisjon.

#### Behovet for styrefullmakter

Det foreligger i en rekke situasjoner behov for styrefullmakter og behov for å foreta raske beslutninger knyttet til blant annet kapitalforhøyelse og opptak av konvertible lån. Raske beslutninger kan være knyttet opp mot uforutsette kapitalbehov, oppfyllelse av avtaler og muligheter for strategiske avgjørelser som innebærer bruk av egenkapitalinstrumenter. Selv om behovet for raske beslutninger kan reduseres noe ved langsiktig planlegging, vil også hensynet til konfidensialitet begrunne behovet for styrefullmakter. Vi har derfor ikke foreslått noen begrensninger i adgangen til å utstede styrefullmakter.

I svensk rett har de egne bestemmelser som stiller strengere krav til generalforsamlingsbehandling enn det som vi har i norsk rett. I forbindelse med vedtagelsen av den såkalt LEO-loven i 1987<sup>28</sup> ble det blant annet innført et krav om at emisjon i et datterselskap rettet mot blant annet administrerende direktør, eller et salg av aksjer i et datterselskap til blant annet administrerende direktør, ikke er gyldig uten at beslutningen er vedtatt eller godkjent av generalforsamlingen i det noterte selskapet. Reglene er videreført i den svenske aktiebolagsloven kap. 16, og det kreves i dag 9/10 flertall for slike beslutninger. Selv om en slik bestemmelse må antas å innebære en økt beskyttelse av minoritetens rettigheter ettersom risikoen for misbruk reduseres, ser vi ikke behov for like omfattende innskrenkninger i styrets beslutningsmyndighet. I forbindelse med forberedelsen av LEO-loven ble det påpekt at arbeidet men en slik lov hadde vært vanskelig. Utfordringen var blant annet å unngå omgåelse av reglene.<sup>29</sup>

Behovet for styrefullmakter kan tenkes å øke som følge av stadig strengere krav knyttet til innkalling til generalforsamlinger. For det første medgår det tid til å utarbeide, trykke og

<sup>25</sup> Det er ingen krav til informasjonsplikt ved bruk av styrefullmakter i allmennaksjeloven, men verdipapirhandelloven oppstiller meldepliktsregler som får anvendelse, se især vphl § 5-8. Planlagt bruk av en styrefullmakt kan også omfattes av de generelle reglene om innsideinformasjon og meldeplikt etter blant annet vphl § 5-2. Det foreligger imidlertid ofte legitime grunner for unntak fra informasjonsplikten, i alle fall frem til beslutningen er truffet og/eller aksjer eller konvertibelt lån er tegnet.

<sup>26</sup> Ved bruk av Altinn har det blitt mulig å få registrert kapitalforhøyelser svært fort.

<sup>27</sup> Formelt sett har det ingen betydning for bruken av midlertidig forføyning om en kapitalforhøyelse er registrert eller ikke. I praksis vil dette derimot kunne spille inn ved den interesseavveining som skal foretas. Inngrepet forbundet med en midlertidig forføyning vil også i et slikt tilfelle bli større enn dersom kapitalforhøyelsen ikke var gjennomført og registrert.

<sup>28</sup> SFS nr:1987:464.

<sup>29</sup> Se prop 1986/87:76 s. 26.



sende ut selve innkallingen til generalforsamlingen. Deretter vil det normalt være 21 dagers innkallingsfrist som følge av implementering av Aksjeeirdirektivet. Dersom kapitalforhøyelsen i tillegg skal gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon skal tegningsfristen være på minimum 14 dager, se asal § 10-1 (2) nr 5. Dette innebærer at det tar ca seks uker fra styret beslutter å foreslå for generalforsamlingen at det skal gjennomføres en emisjon og til tegningen er gjennomført. Ofte vil kapitalinnhentingene kunne ta enda lengre tid. Vphl § 7-2 fastslår at det er prospektplikt dersom et tilbud om tegning av aksjer rettes til 100 personer eller flere og gjelder et beløp på minst 100.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder.<sup>30</sup> Unntak er oppstilt dersom eksempelvis minstetegningen er over 50.000 euro (vphl § 7-4 nr 10), men en slik minstetegning vil ofte i seg selv forutsette en tilsidesettelse av fortrinnsretten for aksjeeiere med små børsposter. Å få godkjent et prospekt av Oslo Børs tar normalt minst fire uker. Vår erfaring er at de formalistiske kravene, de lange tidsfristene, og de betydelige kostnadene som dette kan resultere i for selskapet i seg selv ofte benyttes som en del av begrunnelsen for hvorfor fortrinnsretten fravikes. Dette er et paradoks ettersom prospektkravene er innført blant annet for å styrke aksjeeiernes rettigheter. At prosessen innebærer store kostnader i forhold til inntektene, er ofte et relevant argument for selskapets styre.<sup>31</sup>

Behovet for styrefullmakter som gir mulighet for tilsidesettelse av aksjeeiernes fortrinnsrett er såpass stort at vi ikke har foreslått endringer i adgangen til utstedelse av slike fullmakter.

### **Særlige innkallingskrav**

Vi har vurdert om det bør stilles krav til at innkallingen til styremøte ved anvendelse av styrefullmakter bør være skriftlig. Vi har imidlertid kommet til at dette ikke bør være mer enn en anbefaling.

### **Særlige krav til begrunnelse for fravikelse av fortrinnsretten**

Aksjeeiernes fortrinnsrett er en viktig rettighet ved emisjoner og opptak av konvertible lån, da fortrinnsretten både gir mulighet for opprettholdelse av en forholdsmessig eierandel, samt lik mulighet for å delta i den verdi som de nye aksjene kan representere. Det er blant annet derfor oppstilt krav om begrunnelse ved fravikelse av fortrinnsrett av generalforsamlingen.

Per i dag gjelder det krav til begrunnelsen for fravikelse av fortrinnsretten ved innkalling til generalforsamlingen, se asal § 10-3 (3). Vår erfaring er at det ved innkalling til

---

<sup>30</sup> Unntaket for emisjoner rettet mot mindre enn 100 personer er sjelden aktuelt for fortrinnsrettsemisjoner i noterte selskaper ettersom det er et opptakskrav for opptak på Oslo Axess at selskapet har minst 100 aksjeeiere som hver eier minst én børspost, se Opptaksregler for Oslo Axess punkt 2.4.2, samt at det er et opptakskrav for opptak på Oslo Børs at selskapet har minst 500 aksjeeiere som hver eier minst én børspost, se Opptaksregler for Oslo Børs punkt 2.4.2.

<sup>31</sup> Et eksempel på en slik avveining er en emisjon som ble gjennomført i Sverige i 1993 (AMN 1993:1). Dersom samtlige aksjeeiere skulle få en fortrinnsrett for hver aksje de eide, ville dette innbære at emisjonskostnadene ville kunne overstige gevinsten knyttet til nyttegninger for små aksjeeiere. Årsaken til dette var en lav aksjeverdi (2,50) kombinert med et stort antall aksjeeiere med mindre enn 100 aksjer (ca 18.000 slike aksjeeiere). Selskapet ønsket derfor å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon, men slik at 1-100 aksjer gav rett til tegning av 100 nye aksjer, 101-200 aksjer gav rett til tegning av 200 nye aksjer, etc. Aktiemarknadsnämnden kom til at dette var i tråd med god børsikk selv om likhetsprinsippet ble delvis tilsidesatt.

generalforsamlinger som skal beslutte en styrefullmakt, ofte gis en generell begrunnelse for fravikelse av fortrinnsretten som oppfyller lovens krav.

Vi har vurdert om fravikelse av fortrinnsretten ved bruk av styrefullmakt bør begrunnes også i innkallingen til og i beslutningen fra styremøtet. Dette vil kunne øke styrets bevissthet knyttet til fravikelse av fortrinnsretten og vil også kunne gi større mulighet for etterprøving.

Hensynene bak fortrinnsretten i asal § 10-4 tilsier at fravikelse både bør begrunnes generelt når fullmakten utstedes og konkret når fullmakten benyttes. Begge begrunnelsene er viktige i vern av minoritetsrettigheter, og selv om den generelle begrunnelsen var tilstrekkelig, kan den konkrete begrunnelsen innebære en unødvendig og i ytterste konsekvens lovstridig tilsidesettelse av minoritetens rettigheter. Det bør derfor oppstilles et krav om begrunnelse også ved styrets bruk av fullmakten.

Begrunnelsen for tilsidesettelse av fortrinnsretten ved bruk av en styrefullmakt bør foreligge senest når styret skal behandle saken, og bør dokumenteres i styreprotokollen. Å innta et krav om begrunnelse kan ikke anses som særlig byrdefullt for selskapene sett i lys av alvorligheten av det inngrepet som fravikelse av fortrinnsrett er. Kravet til begrunnelse i beslutningen kan inntas i allmennaksjeloven, i form av et nytt ledd i asal § 10-17 som lyder:

*"Dersom styret med hjemmel i asal § 10-5 skal fravike aksjeeiernes rett til å tegne de nye aksjene etter asal § 10-4, skal dette særskilt angis og begrunnes."*

Tilsvarende endring kan også gjøres i § 11-9 om bruk av styrefullmakten i forbindelse med opptak av konvertibelt lån.

I NUES-anbefalingen bør det inntas en anbefaling om at forslag om å fravike fortrinnsretten også bør angis og begrunnes i innkallingen til styremøtet. Etter vår oppfatning bør dette ikke gjøres til et lovkrav ettersom det eksempelvis kan foreligge hastesaker eller særlig konfidensielle saker hvor sakspapirer ikke bør sendes ut skriftlig forut for styremøtet.

### **Endrede habilitetsregler**

For å sikre en uhildet avgjørelse har vi også foreslått endringer i habilitetsreglene, men dette behandles i punkt 5.4 nedenfor.

### **Krav om kvalifisert flertall**

Vi har videre vurdert hvorvidt det bør oppstilles krav om kvalifisert flertall i styremøtet for å fravike aksjeeiernes fortrinnsrett etter asal § 10-4. Vi er av den oppfatning at dette ville innebære en styrking av minoritetens rettigheter. Det gjelder imidlertid ikke i dag særskilte krav til kvalifisert flertall i styret uavhengig av hvilke saker som behandles.<sup>32</sup> Innføring av et

---

<sup>32</sup> Det finnes enkelte spredte elementer av skjerpede krav. I henhold til asal § 6-25 (1) krever en beslutning av styret at flertallet av de styremedlemmer som deltar i behandlingen av en sak har stemt for. Dette innebærer at dersom det er flere forslag, så er det ikke tilstrekkelig at ett forslag har fått flere stemmer enn øvrige forslag. Videre kreves det etter § 6-25 at de som har stemt for et forslag som innebærer en endring, må utgjøre mer enn en tredel av samtlige styremedlemmer.

slikt krav har ikke noen tradisjon i norsk rett.<sup>33</sup> Vi har også vurdert om innføring av et slikt krav vil gi ansattrepresentanter en uønsket stor negativ kontroll.

Flertallet av styret i et notert selskap skal i henhold til Oslo Børs' opptaksregler punkt 2.3.6 og Løpende forpliktelser punkt 2.3 (som viser til 2.3.6), være uavhengig. Dersom det ikke er mulig å overbevise et kvalifisert flertall av styret om at fravikelse av fortrinnsretten er berettiget i en konkret situasjon, er det god grunn til å tro at god børsskikk eller hensynet til god eierstyring og selskapsledelse (ikke bare akseptabel eierstyring og selskapsledelse) er tilsidesatt på en slik måte at avgjørelsen ikke bør treffes av styret basert på styrefullmakten.

Ettersom vi i norsk rett ikke har tradisjon for skjerpet flertallskrav ved styrebeslutninger, bør det trolig utredes hvilke praktiske ulemper dette kan medføre før et kvalifisert flertallskrav innføres. Selv om vi anser en slik lovendring som en styrking av minoritetens rettigheter, har vi derfor valgt å avvente med en anbefaling om en slik endring.

### **Varslingsplikt**

Noe av problemet i dag er at aksjeeiere som får fraveket sin fortrinnsrett normalt ikke får konkret varsel om at dette skjer før styrefullmakten er benyttet og kapitalforhøyelsen eller opptak av et konvertibelt lån er gjennomført og registrert i Foretaksregisteret. Som nevnt innebærer vphl kun en meldeplikt i etterkant.

Vi har vurdert hvorvidt det bør innføres varslingsregler forut for styrebehandlingen, men har kommet til at dette kan komme i konflikt med de regler som begrunner bruk av styrefullmakt, og har derfor ikke foreslått slike endringer. NUES bør vurdere hvorvidt dette kan være en anbefaling.

Vi har videre vurdert hvorvidt det bør innføres selskapsrettslige varslingsregler etter styrebehandlingen da varslingsreglene i vphl ikke har noen selskapsrettslige konsekvenser. Vi har imidlertid ikke erfaring med at brudd på disse konkrete meldereglene er årsaken til de tvister som foreligger. Vi har derfor kommet til at vi ikke ser grunn til å komplisere regelverket i allmennaksjeloven som følge av dette da meldereglene uansett gjelder for noterte selskaper.

Vi har også vurdert om det bør være krav om utsatt ikrafttredelse til etter at en varslingsperiode er gjennomført når fortrinnsretten fravikes. Etter vår oppfatning vil en slik regel kunne komme i strid med begrunnelsen bak styrefullmakt, så heller ikke dette har vi funnet å kunne anbefale.

### **Reparasjonsemisjoner**

Enkelte selskaper har gjennomført såkalte reparasjonsemisjoner etter at en styrefullmakt til kapitalforhøyelse har blitt benyttet. En plikt til å gjennomføre reparasjonsemisjoner vil kunne tolkes som en lemping av kravene til fravikelse av asal § 10-4. Ettersom fortrinnsrettsemisjoner må være hovedregelen dersom minoritetsrettigheter skal ivaretas, vil et slikt signal etter vår vurdering være uheldig. Kostnadene med en reparasjonsemisjon kan være betydelige. Dersom vilkårene for fravikelse av fortrinnsrett er til stede, er vi derfor av den oppfatning at selskapene ikke bør pålegges å gjennomføre en slik emisjon i tillegg til den

---

<sup>33</sup> Så vidt vi er kjent med gjelder det heller ikke krav til kvalifisert flertall i styret under svensk rett.

emisjonen som er gjennomført basert på styrefullmakt. Ved negative endringer i børskurs, ved bra likviditet i aksjer eller av andre grunner er det heller ikke sikkert at mange ønsker å tegne seg i forbindelse med en reparasjonsemisjon.<sup>34</sup> Etter vår vurdering bør det derfor ikke innføres noen plikt til å gjennomføre reparasjonsemisjoner. Det kan imidlertid inntas i NUES-anbefalingen at dersom en reparasjonsemisjon antas å kunne gjennomføres uten vesentlige ulemper for selskapet samtidig som den antas å ivareta minoritetsinteresser og likebehandlingsprinsipper, bør selskapene vurdere å gjennomføre en reparasjonsemisjon.

### **Anbefalingen**

Dersom de ovennevnte tiltak ikke gjennomføres i norsk rett, kan det være grunn til å vurdere hvorvidt NUES-anbefalingen bør inkludere enkelte av de ovennevnte punktene. Dette kommer i tillegg til de anbefalinger som allerede fremkommer av NUES-anbefalingen knyttet til at styrefullmakter bør begrenses. Dersom styrefullmakter begrenses i tråd med NUES-anbefalingen vil behovet for ovennevnte tiltak være mer begrenset. I NUES-anbefalingen bør det muligens sies noe mer om bruken av generelle fullmakter, da det er bruken som aktualiserer problemstillingen.

#### *5.3.3 Konklusjon*

Vi har kommet til at det bør innføres presiserende og skjerpede saksbehandlingskrav for benyttelse av styrefullmakter. Noterte selskaper bør anbefales å ha skriftlig begrunnelse for fravikelse av aksjeeiernes fortrinnsrett i innkalling til styremøte hvor det foreslås å beslutte slikt fravik. Videre bør det oppstilles et lovkrav om at fravikelse av fortrinnsretten skal begrunnes i selve beslutningen. Habilitetsreglene bør også endres, men dette behandles særskilt i punkt 5.4 nedenfor.

## **5.4 Inhabilitet**

### *5.4.1 Gjeldende rett og praksis*

Inhabilitetsregler er en viktig del av minoritetsbeskyttelsen og skal sikre at avgjørelser treffes i tråd med selskapsinteressen og ikke særinteresser.<sup>35</sup> Inhabilitetsreglene må således ses i

---

<sup>34</sup> Et eksempel på en fortrinnsrettsemisjon som kan betegnes som en slags reparasjonsemisjon er en emisjon i Eitzen Maritime Services ASA. Den 12. juni 2008 ble det gjennomført en rettet emisjon mot Camillo Eitzen & Co hvor de tegnet seg for 77 100 000 nye aksjer. Deretter ble det i Generalforsamling den 26. juni 2008 besluttet en fortrinnsrettsemisjon på inntil 4 300 000 aksjer mot øvrige aksjeeiere. Tegningsperioden var fra 4. juli 2008 til 21. juli 2008. Det ble tegnet 181 146 aksjer i denne emisjonen til et totalt tegningsbeløp på NOK 543 438, noe som tilsvarer under 5 % av de tilbudte aksjene, og ca 0,08 % av den totale aksjekapitalen etter at begge emisjonene var gjennomført. Kostnadene ved en slik emisjon er normalt betydelige.

<sup>35</sup> Hva som anses som selskapsinteressen er imidlertid et tema i seg selv som bare i begrenset grad vil drøftes i denne utredningen. Selskapsinteressen tar utgangspunkt i aksjeeiernes interesser, og da normalt aksjeeiernes ønske om økonomisk gevinst. Andre hensyn kan også inngå i selskapsinteressen, slik som eksempelvis hensynet til kreditorer, hvor en tilsidesettelse i seg selv kan være straffbar. Hensynet til de ansatte og samfunnsmessige hensyn kan etter en konkret vurdering også inngå i selskapsinteressen, se eksempelvis Kristin Normann Aarum, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, Oslo 1994, s. 364-365, og Magnus Aarbakke, Jan Skåre, Gudmund Knutsen, Tone Ofstad og Asle Aarbakke, Aksjeloven og Allmennaksjeloven, 2. utgave, Oslo 2004 s. 494-496.

sammenheng med forbudet mot myndighetsmisbruk og forbudet mot misbruk av posisjon. Habilitetsregler skal normalt gi en beskyttelse ut over et forbud mot å ta utenforliggende hensyn, ved at risikoen for at utenforliggende hensyn tas i seg selv skal minimeres.<sup>36</sup>

Terskelen for at et styremedlem anses inhabil etter norsk rett i dag er imidlertid høy. Asal § 6-27 lyder:

*"§ 6-27. Inhabilitet*

*(1) Et styremedlem må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at medlemmet må anses for å ha fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Det samme gjelder for daglig leder.*

*(2) Et styremedlem eller daglig leder må heller ikke delta i en sak om lån eller annen kreditt til seg selv eller om sikkerhetsstillelse for egen gjeld."*

Terskelen for inhabilitet i generalforsamlingen er vesentlig høyere. Asal § 5-4 (4) lyder:

*"(4) Ingen kan selv eller ved fullmektig eller som fullmektig delta i en avstemning på generalforsamlingen om søksmål mot seg selv eller om eget ansvar overfor selskapet, og heller ikke om søksmål mot andre eller om andres ansvar dersom han eller hun har en vesentlig interesse i saken som kan være stridende mot selskapets".*

I de situasjoner som omhandles i denne utredningen blir således vurderingen i praksis normalt hvorvidt det foreligger misbruk av myndighet eller posisjon, og ikke hvorvidt det foreligger brudd på inhabilitetsreglene som sådan.

Ettersom det er styrets bruk av styrefullmakter som vi har sett på som problematisk i et minoritetsperspektiv, vil vi kun vurdere hvorvidt habilitetsreglene bør endres for styremedlemmer. Vi drøfter således ikke konkret hvorvidt endringene også bør gjennomføres med virkning for daglig leder, eller om det også bør foretas endringer i habilitetsreglene for aksjeeiere i generalforsamlingen.

Gjeldende habilitetsregler innebærer eksempelvis at dersom et styremedlem er daglig leder hos en aksjeeier og selskapet skal inngå en avtale med aksjeeieren, så er styremedlemmet normalt ikke inhabil ved behandling av saken, og aksjeeieren er heller ikke inhabil ved behandling av saken dersom den skulle bli behandlet av generalforsamlingen. Gjeldende habilitetsregler innebærer normalt heller ikke at en representant for en aksjeeier blir inhabil til å behandle et oppkjøpstilbud fra samme aksjeeier. Det foreligger normalt heller ikke inhabilitet dersom et styremedlem eier en stor, men ikke kontrollerende, andel av aksjene hos en medkontrahent som selskapet skal inngå avtale med. Dersom et styremedlem er ansatt hos en konkurrent av en medkontrahent og saksbehandlingen av en avtale med medkontrahenten kan avsløre forretningshemmeligheter for medkontrahenten, så medfører heller ikke dette automatisk inhabilitet eller rett til å utestenge styremedlemmet fra saksbehandlingen. Etter vår oppfatning kan slike og liknende situasjoner være med på å svekke tilliten til selskapet utad,

<sup>36</sup> Sml Selskabsmasken på s. 163 hvor det under drøftelsen av beskyttelsen av minoriteten etter dansk rett uttales: *"Endelig kan blandt de formelle beskyttelsestyper, der både angår minoritets- og kreditorbeskyttelsen, nævnes inhabilitetsreglerne. ... Inhabilitetsreglerne vil forhindre den, der direkte eller indirekte har en interesse i sagens udfald, i at påvirke beslutningen afgørende, ... I bestyrelse og direktion gælder inhabiliteten både behandling og afstemning, på generalforsamlingen kun afstemningen."*

og det vil i flere slike situasjoner kunne eksistere en ikke ubetydelig interessekonflikt mellom selskapene som gjør det uheldig at vedkommende styremedlem er med på å treffe avgjørelsen eller har stor anledning til å påvirke øvrige styremedlemmer.

I praksis fratrer enkelte styremedlemmer fra behandlingen av saker hvor det kan stilles spørsmål ved integriteten og styrets tillit utad. Dette er i mange tilfeller ikke hjemlet i allmennaksjeloven, og vil da i utgangspunktet være i strid med styremedlemmets rett og plikt til å delta i styrebehandlingen. Basert på vår erfaring er det et stort sprik mellom lovens terskel for inhabilitet og hva som ofte praktiseres i det enkelte selskap.

#### 5.4.2 Bør inhabilitetsreglene endres?

##### **Innledning**

De norske aksjeselskapsrettslige habilitetsreglene er snevre og knytter seg til situasjoner hvor vedkommende "*må anses for å ha ... særinteresser*". Reglene gjelder ikke hvor det foreligger interesse som er *egnet til å svekke tilliten* til at avgjørelsen er basert på selskapsinteressen. Reglene kom inn i lovverket allerede ved den første norske aksjeloven av 1910. Reglene er historisk sett godt begrunnet, men så vidt vi kan se ikke drøftet for noterte selskaper spesielt.<sup>37</sup> Som nevnt i punkt 5.4.1 over er det uoverensstemmelse mellom lovhjemmel og praktisering av regelverket. Det er uheldig at praksis er i strid med de formelle lovregler, og allerede av denne grunn bør inhabilitetsreglene endres.

Habilitetsbestemmelser er kjent fra både forvaltningsretten og prosessretten.<sup>38</sup> I tillegg til at reglene generelt sett skal sikre at de som fatter en avgjørelse rent faktisk skal være upartiske, har de også til formål å skape tillit til at avgjørelser blir behandlet og avgjort av personer som er uhildet.<sup>39</sup> Det er derfor vanlig å oppstille både absolutte og relative inhabilitetsgrunner. Ved vurdering av om det foreligger relative inhabilitetsgrunner er det vanlig å legge vekt på om de omstendigheter som foreligger er egnet til å svekke tilliten til vedkommendes habilitet og objektivitet.

De hensyn som gjør seg gjeldende på aksjerettens område er i utgangspunktet ulike fra de hensyn som gjør seg gjeldende på forvaltningsrettens og prosessrettens område. En vesentlig forskjell er at aksjeeierne har valgt styremedlemmene fordi de har tillit til at de opptrer i selskapets interesse, mens personer som er i kontakt med offentlig forvaltning eller domstoler får tildelt en saksbehandler eller dommer. Dette svekkes dog noe i noterte selskaper hvor minoriteten ofte ikke har hatt direkte innflytelse over hvem som faktisk har blitt valgt som styremedlemmer, og hvor hensynet til god børsskikk i seg selv tilsier at det bør oppstilles habilitetskrav. Det er dessuten tillatt å legge vekt på nær sagt ethvert hensyn ved valg av styremedlemmer, mens de valgte styremedlemmer normalt er pliktige til å ivareta selskapsinteressen og ikke særinteresser selv om det er særinteresser som er årsaken til at de

---

<sup>37</sup> Se eksempelvis Innstilling til lov om aksjeselskaper 1970 på s. 120-121, og Ot. Prp. nr 19 (1974-1975) på s. 108-109.

<sup>38</sup> Se eksempelvis fvl § 6 hvor det blant annet heter at "*Likewise er han ugild når andre særegne forhold foreligger som er egnet til å svekke tilliten til hans upartiskhet*", og dstl §§ 106-108 hvor det blant annet i § 108 heter at "*Dommer eller lagrettemedlem kan heller ikke nogen være, når andre særegne omstendigheter foreligger, som er skikket til å svekke tilliten til hans uhildethet*".

<sup>39</sup> Et kjent uttrykk for dette er at "*Justice must not only be done, it must also be seen to be done*".

er valgt.<sup>40</sup> Svensk, dansk og engelsk rett går lenger i å erklære et styremedlem som inhabil enn det som følger av norsk rett.

Strengere habilitetsregler vil gjøre det vanskeligere for styremedlemmer å vektlegge eventuelle særinteresser og vil også kunne fremme tilliten til styret i noterte selskaper. Å redusere muligheten for å legge vekt på særinteresser vil normalt i seg selv være en styrking av minoritetsrettigheter.

For å sikre en større minoritetsbeskyttelse og for få rettstilstanden i mer samsvar med praksis enn den er i dag, er vi av den oppfatning at habilitetsreglene bør endres og være strengere enn de per i dag er. Vi er imidlertid i betydelig tvil om hvordan de bør utformes, og vi er klar over at en erklæring om inhabilitet ikke automatisk påvirker det endelige resultatet. Dette argumentet er også tidligere påpekt av Departementet.<sup>41</sup>

### **Vedtektsbestemmelser, konkrete beslutninger og liknende som supplement til eksisterende regler**

Aksjeeierne kan sikre seg bedre ved å innta strengere habilitetsregler i vedtektene eller i konkrete beslutninger hvor eksempelvis styrefullmakt utstedes.<sup>42</sup> Styret kan også kreve flertall fra uavhengige aksjeeiere for å gjennomføre en avtale, men et slikt ønske kan tenkes å komme i konflikt med en etterfølgende instruks fra generalforsamlingen. Slike selskapsrettslige beslutninger kan da supplere eksisterende regelverk, og muligens redusere behovet for endringer dersom slike gjøres kjent og benyttes.

### **Legislative hensyn**

Da aksjeloven av 1976 ble utformet, ble noen av de særlige hensynene bak inhabilitetsreglene drøftet. Det heter blant annet:

*"Umiddelbart kan inhabilitetsregler av denne type virke tiltalende og riktige... [Det er] selvsagt ikke gitt at avgjørelsen blir riktigere og bedre for det selskap han er styremedlem i, at han erklæres inhabil og styrets avgjørelse må tas av personer som kanskje er mindre kyndige enn han selv og kanskje ikke har større interesser å vareta."<sup>43</sup>*

---

<sup>40</sup> Noen unntak kan det muligens oppstilles fra dette utgangspunktet. Ansattevalgte styremedlemmer og andre styremedlemmer som ikke er valgt av generalforsamlingen kan muligens ha rett til å ivareta særinteresser i noe større utstrekning enn styremedlemmer som er valgt av generalforsamlingen, og det er også et skille i asal § 6-3, hvoretter ikke mer enn halvparten av styremedlemmene kan utpekes/velges av andre enn generalforsamlingen eller et "vedtektsfestet selskapsorgan".

<sup>41</sup> I Ot.prp. nr 19 (1974-75) på s. 108 uttaler Departementet: "På den annen side må man være klar over at anvendelse av inhabilitetsregler, særlig i mindre selskaper, kan gi et helt uriktig bilde av objektivitet. Vennskap, kollegiale hensyn og maktforholdet i selskapet skaper bånd som medfører at den enkeltes fratreden i en sak svært ofte ikke betyr noe for resultatet. Argumenter av denne type gir imidlertid ikke tilstrekkelig grunn til å sløyfe inhabilitetsregler eller til å begrense reglene til selskaper av en viss størrelse eller struktur."

<sup>42</sup> Det er antatt i teorien at det kan inntas skjerpede habilitetskrav i vedtektene, men ikke lempeligere krav. I forbindelse med en eventuell lovendring bør lovgiver kommentere om denne muligheten eksisterer og om det eventuelt burde ha vært presisert i loven at strengere habilitetsregler kan inntas i selskapets vedtekter.

<sup>43</sup> Innstilling til lov om aksjeselskaper 1970 på s. 120-121.

Dette hensynet kan kanskje være sterkt i små aksjeselskaper eller i selskaper med én aksjeeier, men vil for noterte selskaper ikke være like tungtveiende. Hensynet til selskapet selv synes også å være tillagt vekt i teorien, og det har vært argumentert for at:

*"Dersom hovedmannen må fratre, kan selskapet gå glipp av verdifull sakkunnskap som vedkommende er i besittelse av. Særlig daglig leder kan, på bakgrunn av å ha forestått den daglige ledelse over tid, ha opparbeidet seg viktig kunnskap om bedriften og de rådende markedsforhold. Det kan også tenkes at en person er valgt inn i et styre nettopp på grunn av sin kunnskap om den næringen selskapet driver innenfor."*<sup>44</sup>

Etter vår oppfatning bør heller ikke dette argumentet tillegges for stor vekt. Argumentet synes å forutsette at den kjennskap som et inhabilt styremedlem eller en inhabil daglig leder innehar går tapt. Det er imidlertid ingenting i veien for at et inhabilt styremedlem eller en inhabil daglig leder avgir sin forklaring, begrunnelse, anbefaling eller syn i forbindelse med saksforberedelsen dersom styret ønsker dette. Dette er ikke det samme som at vedkommende deltar i behandlingen.

I forbindelse med høringen forut for asl 1976 hadde blant annet Den Norske Advokatforening uttalt seg:

*"Det erkjennes imidlertid at det er vanskelig å formulere regler som gir adekvat beskyttelse for selskapet, og samtidig ikke er for stivbente ... og den er enig i at inhabilitetsregelen uten videre bør anvendes ved inngåelse av avtaler mellom to selskaper med samme styre."*<sup>45</sup>

Departementet gav uttrykk for at det er:

*"Tvilstomt hvordan spørsmålet om inhabilitet for styrets medlemmer bør løses. ...inhabilitetsreglene skal ramme personer som på grunn av sakens art eller styremedlemmets bakgrunn **antas å kunne la seg motivere av** andre hensyn. ...det vil tilsi at man ikke anvender inhabilitetsbestemmelsen utelukkende av den grunn at det foreligger konflikt mellom selskapets interesser og de interesser som er representert." (vår uth.)*<sup>46</sup>

I forbindelse med innføring av regler om ansatterepresentanter i styret, var også habilitetsreglene drøftet. I den forbindelse uttalte Justisdepartementet:

*"Det synes også vanskelig å utforme lovregler som kan løse den slags konflikter, hvor det ikke direkte kan påpekes bestemte særinteresser for vedkommende styremedlemmer. I virkeligheten har en vel her å gjøre med et problem som i større eller mindre grad oppstår for enhver som samfunnet velger til en stilling av ledende art. Den som har nådd opp i en slik stilling, forutsettes i alminnelighet å ha en slik*

<sup>44</sup> Haagensen/Lie, Inhabilitet for daglig leder og styremedlem i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper på s. 20 og Henrik Renner Fredriksen, Styremedlemmets inhabilitet, TfF 4/2002 s. 580-607 på s. 582.

<sup>45</sup> Ot.prp. nr 19 (1974-75) på s. 108.

<sup>46</sup> Ot.prp. nr 19 (1974-75) på s. 108



*modenhet og evne til objektivitet at avgjørelser kan treffes uten utilbørlig og for ensidig innflytelse av særinteresser og bihensyn. Denne forutsetningen kan selvfølgelig svikte i enkelte tilfelle.*<sup>47</sup>

Departementet går også nærmere inn på avgrensningen ut over de personlige interesser, og begrunner avgrensningen til "nærstående" blant annet slik:

*"Formuleringen gjør det klart at interesserepresentasjon o.l. ikke i seg selv fører til inhabilitet."*<sup>48</sup>

Av de hensyn som departementet, så vidt vi kan se, ikke har drøftet er hensynet til minoriteten og bevismessige hensyn. Det kan være vanskelig å dokumentere at selskapsinteressen ikke har vært avgjørende. Det kan være enklere å dokumentere at det eksisterer en potensiell interessekonflikt som direkte eller indirekte, bevisst eller ubevisst har innvirket på resultatet. En inhabilitetsregel som rammer situasjoner som er "egnet til" å ivareta andre interesser enn selskapsinteressen vil således innebære en styrking av minoritetsvernet.

Et annet viktig argument som gjør seg gjeldende for noterte selskaper er at det som regel er i aksjeeiernes interesse å opprettholde tilliten til selskapet.<sup>49</sup>

Et hensyn som har vært nevnt som motargument mot strenge habilitetsregler er hensynet til selskapets effektivitet. Tidsspille ved innkalling av varamedlem har da vært brukt som argument.<sup>50</sup> Dersom inhabilitet resulterer i at hele styret er beslutningsudyktig, er vi enige i at hensynet til effektivitet muligens må gå foran ettersom en innkalling til generalforsamling som regel er tidkrevende. I andre tilfeller er vi ikke uten videre enige i motargumentet. Ved innkalling til styremøte bør normalt sakene angis i innkallingen. Ved et slikt varsel, eller ved at saken oppstår, vil det potensielt inhabile styremedlemmet kjenne til de omstendigheter som begrunner en mulig inhabilitet.<sup>51</sup> Dersom et styremedlem har plikt til å opplyse om forhold som kan påvirke vedkommendes habilitet, vil habilitetsspørsmålet kunne avklares forut for styremøtet, og et eventuelt varamedlem vil kunne innkalles med samme eller bortimot samme frist som øvrige medlemmer.

### **Skille mellom adgangen til å kunne erklære seg inhabil vs. retten til å beslutte at noen andre er inhabil?**

Vi har vurdert hvorvidt det bør være forskjell i muligheten for å kunne erklære seg inhabil og plikten til å erklære seg inhabil. En slik forskjell vil harmonere med praksis ettersom enkelte styremedlemmer erklærer seg inhabile eller fratrer under behandlingen i situasjoner hvor

<sup>47</sup> Ot.prp. nr 22 (1964-1965) på s. 71.

<sup>48</sup> Ot.prp. nr 19 (1974-75) på s. 109.

<sup>49</sup> Haagensen/Lie, Inhabilitet for daglig leder og styremedlem i aksjeselskap og allmennaksjeselskap på s. 19.

<sup>50</sup> Haagensen/Lie, Inhabilitet for daglig leder og styremedlem i aksjeselskap og allmennaksjeselskap på s. 20 samt Henrik Renner Fredriksen, Styremedlemmers inhabilitet, Tff 4/2002 s. 580-607 på s. 582.

<sup>51</sup> Dersom styremedlemmet er daglig leder i en annen virksomhet som forhandler en avtale med det selskapet hvor vedkommende er styremedlem, kjenner vedkommende til denne potensielle interessekonflikten lenge før den er styresak. Tilsvarende vil et styremedlem som er daglig leder i en aksjeeier som planlegger et oppkjøp som vil utløse tilbudspunkt, også kjenne til dette før dette blir en styresak i det styret hvor vedkommende også er styremedlem.

styrets øvrige medlemmer ikke ville ha hatt hjemmel for å erklære vedkommende som inhabil. En fordel med en slik regel ville være at styrets flertall ikke får økt makt til å erklære en aksjeeiervalgt representant for inhabil generelt, samtidig som den ville legitimere den praksis som er etablert. Vi er imidlertid av den oppfatning at en slik regel vil gi hjemmel for å fratse dersom et styremedlem finner det ubehagelig eller vanskelig å delta i saksbehandlingen, og har blant annet derfor kommet til at vi ikke vil anbefale et slikt skille.

### **Inhabilitet pga spesifikke situasjoner eller pga mer skjønnsmessige vurderinger**

Det er et overordnet prinsipielt spørsmål om hvorvidt habilitetsreglene bør utformes slik at spesifikke situasjoner rammes direkte, eller hvorvidt det kun skal foretas en mer skjønnsmessig vurdering.

Etter eksempelvis svensk rett er flere spesifikke situasjoner nevnt eksplisitt.<sup>52</sup> Etter disse reglene rammes eksempelvis tilfeller hvor styremedlemmet er daglig leder eller representerer en annen juridisk person som selskapet skal inngå avtale med, med mindre vedkommende eier samtlige aksjer i det selskapet hvor han er styremedlem, eller dersom motparten er et selskap i samme konsern eller tilsvarende.

Dansk rett er i større grad lik gjeldende norsk rett. Etter dansk rett rammes avtaler og søksmål dersom styremedlemmet har en "*væsentlig interesse, der kan være stridende mod selskabets.*"<sup>53</sup>

Etter engelsk rett foretas det også en skjønnsmessig vurdering, men terskelen er streng ettersom bevisbyrden i stor utstrekning er lagt på styremedlemmet. Etter engelsk rett har styremedlemmer blant annet plikt til å unngå potensielle interessekonflikter og til å informere om slike, dog med enkelte unntak som også er inntatt i lovteksten. Følgende bestemmelser illustrerer dette:<sup>54</sup>

*"A director of a company must avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interests of the company."*

*"A director of a company must avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interests of the company."*

Det er imidlertid verdt å merke seg at man etter engelsk rett har mulighet for å gjøre unntak fra disse reglene. For "public companies" må unntak inntas i vedtektene ("constitution").

EU direktivet om SPE selskaper inneholder også en inhabilitetsbestemmelse som rekker adskillig lengre enn de norske inhabilitetsreglene, se især punkt 3:

*"Article 31*  
***General duties and liabilities of directors***

<sup>52</sup> Se især den svenske aksjeloven §§ 23 og 34.

<sup>53</sup> Dansk aksjeloven § 58.

<sup>54</sup> Companies Act 2006 §§ 175 og 177. Det er bare deler av bestemmelsene som er sitert her.

1. *A director shall have a duty to act in the best interests of the SPE. He shall act with the care and skill that can reasonably be required in the conduct of the business.*
  2. *The duties of directors shall be owed to the SPE.*
  3. *Subject to the articles of association of the SPE, a director shall avoid any situation that can be reasonably regarded as likely to give rise to an actual or potential conflict between his personal interests and those of the SPE or between his obligations towards the SPE and his duty to any other legal or natural person.*
- ..."

Enkelte av de situasjonstypene som det muligens kan være interessant å fange opp ved en endret inhabilitetsbestemmelse er rettede emisjoner og opptak av konvertible lån hvor fortrinnsretten fravikes og hvor emisjonen rettes mot et styremedlem eller et selskap som styremedlemmet representerer. Inhabilitet pga av personlig eller økonomiske særinteresser for noen som ikke nærstående, men som vedkommende har nær tilknytning til, eksempelvis i form av et ansettelsesforhold, eierinteresser som ikke rammes av definisjonen av nærstående, tillitsverv eller annen tilknytning som eksempelvis tidligere ansettelsesforhold, avtaler om felles investeringer, avtaleforhold med medkontrahent som vil bli indirekte påvirket av avtale mellom selskap og medkontrahenten m.m.

Videre kan det stilles spørsmål ved hvorvidt styreverv hos en medkontrahent bør medføre inhabilitet eller hvorvidt styreverv, ansettelsesforhold eller ledende stilling hos medkontrahent eller hos konkret tilbyder bør medføre inhabilitet. Også indirekte interesser kan i utgangspunktet påvirke vurderingen av en konkret sak, eksempelvis en person som driver i konkurranse med virksomheten, leverer tjenester til medkontrahenten m.m.

Ettersom det kan være vanskelig å forutse alle mulige konsekvenser av en endring av habilitetsreglene, har vi valgt å ikke foreslå en konkret bestemmelse.

Ved en konkret utforming av habilitetsbestemmelser er det imidlertid viktig å passe på at ikke bestemmelsen øker muligheten for minoritetsmisbruk. En veldig spesifikk henvisning til hva som medfører inhabilitet vil kunne misbrukes.<sup>55</sup>

Avhengig av hvordan en konkret lovbestemmelse utformes, kan det også være hensiktsmessig med endringer i NUES-anbefalingen. Dersom det inntas en mer generell bestemmelse om inhabilitet, kan anbefalingen inneholde retningslinjer for når et styremedlem bør erklære seg inhabil. NUES-anbefalingen kan uansett inneholde retningslinjer om at styremedlemmer skal melde fra om forhold som kan være egnet til å svekke tiliten til styrets beslutninger. Dette siste kan også inntas i styreinstrukser for selskapet.

---

<sup>55</sup> En avgjørelse som illustrerer at påstandsutforming kunne oppfattes som forsøk på myndighetsmisbruk fra minoriteten er sak nr 08-061564KON-OBYF/2 fra Oslo tingrett. Tilsvarende påpekes det i Selskapsmasken hva gjelder dansk rett at en formulering av rettstvist i stedet for en interessetvist – dersom den er "*temerær og i strid med selskapsinteressen*" må kunne tilsidesettes og medføre erstatningsansvar for minoriteten, se s. 326. Et annet eksempel som illustrerer mulig forsøk på myndighetsmisbruk fra majoriteten er dersom minoriteten berettiget har besluttet at det skal tas ut søksmål mot en aksjeeier på grunnlag av heving av kontrakt, mens aksjeeieren ønsker at det skal voteres over om heving av kontrakten skal trekkes tilbake. Ettersom dette vil ha direkte betydning for det pågående søksmålet, kan dette illustrere et mulig forsøk på myndighetsmisbruk.

### 5.4.3 Konklusjon

Inhabilitetsreglene bør endres slik at det i større utstrekning enn i dag blir overensstemmelse mellom de rettslige inhabilitetsreglene og praktiseringen av disse.

Inhabilitet bør foreligge i flere situasjoner enn i dag dersom det foreligger omstendigheter som er egnet til å svekke tilliten til vedkommende styremedlems habilitet. Dersom det er reell risiko for at et styremedlems deltagelse kan skade selskapets interesser bør styrets flertall kunne beslutte at det aktuelle styremedlemmet skal fratru under behandlingen av saken.

En lovendring kan enten gjennomføres ved at asal § 6-27 endres slik at den går lengre enn nåværende § 6-27, eller den kan endres slik at enkelte situasjoner automatisk innebærer inhabilitet og/eller rett og plikt til å fratru, eller ved en kombinasjon av dette.

Forutsatt en lovendring, bør det inntas regler i NUES-anbefalingen om når et styremedlem bør erklære seg inhabil. NUES-anbefalingen bør uansett inneholde en anbefaling om å melde fra om forhold som kan være egnet til å svekke tilliten, samt regler for når en aksjeeier bør avstå fra å stemme i generalforsamlingen. NUES-anbefalingen kan også inneholde en anbefaling om å innta strengere habilitetsregler i vedtektene (som i større grad stemmer overens med det som ofte praktiseres av noterte selskaper). Plikten for styremedlemmer til å melde fra om forhold som kan være egnet til å svekke tilliten til styrets beslutninger kan også inntas i styreinstrukser for selskapet.

## 5.5 Erverv av egne aksjer

### 5.5.1 Gjeldende rett

Erverv av egne aksjer forutsetter at styret har fått tildelt en styrefullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i asal kap 9, og forutsetter som hovedregel at styret har fått fullmakt fra dette fra generalforsamlingen i henhold til asal § 9-4, med flertall som for vedtektsendring. Generalforsamlingen kan oppstille vilkår for bruk av fullmakten, eller oppstille retningslinjer for avhendelse av egne aksjer.

Ved handel med egne aksjer gjelder meldepliktsregler i verdipapirhandelloven, se i sær vphl § 4-1. Meldeplikt fremkommer også av Løpende forpliktelser punkt 6.1. Når det gjelder meldeplikt ved handel med aksjer i selskaper i samme konsern, så er dette imidlertid ansett som en ”sovende” bestemmelse. Kredittilsynet har i høringsnotat av 15. februar 2008 foreslått å fjerne denne bestemmelsen.<sup>56</sup>

### 5.5.2 Bør reglene om erverv av egne aksjer endres?

Et erverv av aksjer innebærer at selskapet enten direkte eller via megler inngår en avtale med en aksjeeier. Risikoen for uberettiget forskjellsbehandling er til stede dersom ikke tilbudet rettes til samtlige aksjeeiere og gjennomføres basert på forholdsmessighet.<sup>57</sup>

<sup>56</sup> Se <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2008/horing---utkast-til-endring-av-verdipapi/horingsnotat/horingsnotat---utkast-til-endring-av-ver.html?id=513758>.

<sup>57</sup> Erverv av egne aksjer i Avantor ASA og Choice Hotels Scandinavia ASA er to eksempler på erverv som har vært kritisert. Se nærmere om dette i Vedlegg 1 punkt 4.2 og 4.3.

Vi har derfor vurdert hvorvidt det bør innføres skjerpede regler for gjennomføring av slike erverv av egne aksjer.

Det generelle likebehandlingsprinsippet utgjør i dag i begrenset grad en skranke for erverv av egne aksjer. Oslo Børs uttaler i sirkulære 2/2008 at kravet til likebehandling av aksjeeiere, sammen med kravet til gjennomsiktighet i markedet, i utgangspunktet best ivaretas ved at kjøp og salg av egne aksjer i noterte selskaper skjer over børs eller ved offentlig tilbud til alle aksjeeierne. Dersom det er lav likviditet i handelen bør selskapet være forsiktig med å handle i markedet.

Noterte selskaper som ønsker å gjennomføre tilbakekjøp med formål å nedskrive aksjekapitalen eller erverve aksjer for bruk i opsjonsprogrammer mot ansatte kan ved å følge reglene i vphl § 3-12 jf forordning EF nr 2273/2003 oppnå en "safe harbour" fra markedsmisbruksreglene. Disse reglene er nærmere omtalt i sirkulære 2/2008.

Ettersom likebehandlingsprinsipper står så sentralt i minoritetsvernet har vi imidlertid konkludert med at en beslutning om å anvende fullmakt til erverv av egne aksjer bør omtale hvorvidt metoden for erverv er egnet til å sikre likebehandling av selskapets aksjeeiere eventuelt hvilken begrunnelse styret har for å fravike likebehandlingsprinsippet ved det aktuelle erverv. I NUES-anbefalingen bør det i tillegg fremkomme at dersom børskurs fravikes i en slik situasjon så må dette begrunnes særskilt. I NUES-anbefalingen bør det også presiseres at dersom ervervet eller avhendelsen av aksjer påvirker maktforholdet mellom aksjeeierne for øvrig, bør styret opptre særlig varsomt. Selv om brudd på likebehandlingsprinsipper i dag kan medføre overtredelsesgebyr for selskapet, slik som det blant annet fremkommer av Vedlegg 1 punkt 4, vil ikke dette i seg selv sikre minoritetens rettigheter, ettersom transaksjonen som sådan ofte vil være selskapsrettslig gyldig.

### 5.5.3 *Konklusjon*

Vi er av den oppfatning at styret når det beslutter å anvende en fullmakt til erverv av egne aksjer må omtale hvorvidt metoden for erverv medfører likebehandling av selskapets aksjeeiere eller begrunne et eventuelt avvik fra likebehandling ved ervervet av egne aksjer.

## 5.6 **Klargjøring av flertallskrav**

### 5.6.1 *Gjeldende rett*

I allmennaksjeloven finnes det i dag en rekke bestemmelser som krever kvalifisert flertall i generalforsamlingen. Se punkt 3.3.3 over. Krav om kvalifisert flertall for enkelte beslutninger er i flere tilfeller også et krav basert på EU selskapsretten.<sup>58</sup> Kvalifisert flertall styrker forutberegneligheten og er i seg selv normalt antatt å styrke minoritetens rettigheter. Det er

---

<sup>58</sup> Kravet om kvalifisert flertall for kapitalforhøyelser følger eksempelvis av direktiv 77/91/EØF (andre rådsdirektiv) art. 40 jf art 29 (4) og (5), 30, 31, 35 og 38.

imidlertid enkelte bestemmelser i allmennaksjeloven som er noe uklare hva gjelder hvilket flertallskrav som gjelder. Dette kan med fordel presiseres for å unngå usikkerhet.<sup>59</sup>

### 5.6.2 I hvilke situasjoner bør flertallskrav presiseres?

For enkelte beslutninger fremkommer det ikke klart av allmennaksjeloven hvorvidt det er et krav om kvalifisert flertall eller ikke. Vurderingen blir ofte om vedtaket forutsetter en vedtektsendring. Dersom en vedtektsendring er nødvendig, så gjelder § 5-18 med krav til kvalifisert flertall. Eksempler på slike beslutninger er kapitalnedsettelse og kapitalforhøyelse. Problemstillinger som kan oppstå som følge av at dette ikke er presisert i henholdsvis kap 10 for kapitalforhøyelse og kap 12 for kapitalnedsettelse er hvorvidt en samtidig beslutning om kapitalnedsettelse og forhøyelse krever kvalifisert flertall dersom aksjekapitalen totalt sett forblir uendret. Tilsvarende dersom en fondsemissjon besluttes i kombinasjon med en kapitalnedsettelse. Et annet eksempel er at det per i dag er uklart om nedsettelse av overkursfondet til utdeling til aksjeeierne krever kvalifisert flertall. En slik beslutning krever ikke vedtektsendring, og svaret er trolig at det er tilstrekkelig med simpelt flertall. I tillegg følger det ikke klart av loven hvilket flertallskrav som gjelder for reversering av beslutninger som opprinnelig krevde kvalifisert flertall. Eksempler på dette er

- Reversering av beslutning om kapitalnedsettelse/kapitalforhøyelse
- Reversering av fusjon/fisjon
- Endringer/utsettelser av fusjon/fisjon m.m.
- Reversering av styrefullmakter

Vi ser ingen grunn til at dette skal være uklart. I en rekke øvrige bestemmelser i allmennaksjeloven er det inntatt henvisning til ”med flertall som for vedtektsendringer. Ettersom flertallskrav i utgangspunktet innebærer en økt beskyttelse av minoritetens rettigheter, bør ikke slike krav være uklare. Vi foreslår derfor at allmennaksjeloven §§ 10-1, 10-20 og 12-1 endres for å presisere at det kreves flertall som for vedtektsendring, samt at § 5-18 endres for å presisere at dersom en beslutning krever kvalifisert flertall pga kravene i den bestemmelsen eller som en konsekvens av andre bestemmelser som henviser til kravene i § 5-18, gjelder flertallskravene tilsvarende for beslutninger som innebærer en endring sammenlignet med beslutninger som allerede er truffet basert på tilstrekkelig flertall.

I tillegg til presiseringer i flertallskravene bør aksjeeierne opplyses om hvilket flertallskrav som gjelder, i alle fall når det oppstilles kvalifiserte krav. Etter svensk rett er det eksempelvis et krav om at innkallingen til generalforsamlingen opplyser om flertallskravet på 9/10 i Leo-reglene.<sup>60</sup> I tillegg har Aktiemarknadsnämnden i Sverige anført at det er best i tråd med god børsskikk å opplyse om flertallskravet ved utsendelse av innkalling til generalforsamling.<sup>61</sup>

<sup>59</sup> Et eksempel på hvordan dette har vært håndtert i praksis er en generalforsamling i Wavefield Inseis ASA fra 19. november 2007. Generalforsamlingen startet der sak 6 med å stemme over hvilket flertallskrav som gjaldt for å utsette en fusjon som allerede var gyldig vedtatt av generalforsamlingen. Generalforsamlingen kom med tilslutning fra 82 % av stemmene til at det var alminnelig flertall som skulle legges til grunn for vurderingen.

<sup>60</sup> Se nærmere om dette i punkt 5.3.2 over.

Vi har kommet til at det ikke bør innføres et eget lovkrav om at selskapet/styret skal opplyse om hvilket flertallskrav som gjelder allerede på tidspunktet for utsendelse av innkallingen. Dersom det skulle være uklart hvilket flertallskrav som gjelder, vil dette kunne stille urimelige krav til styrets ansvar ved utsendelse av innkallingen. Vi er imidlertid av den oppfatning at NUES bør vurdere å presisere dette i NUES-anbefalingen, hvoretter det i punkt 6 kan presiseres at styret bør legge til rette for at flest mulig aksjeeiere kan utøve sine rettigheter blant annet ved å påse at aksjeeierne gjøres oppmerksom på at det gjelder et krav om kvalifisert flertall dersom et forslag til vedtak ikke kan vedtas med simpelt flertall.

### 5.6.3 Konklusjoner

Vi har kommet til at enkelte av de lovregler som oppstiller eller som er ment å oppstille krav om kvalifisert flertall er uklare. Disse bør endres slik at det ikke er tvilsomt om det oppstilles krav om kvalifisert flertall eller ikke. I tillegg bør NUES-anbefalingen endres slik at styret normalt bør opplyse om at det gjelder et krav til kvalifisert flertall når dette er nødvendig for å kunne treffe en beslutning i en sak som er på dagsorden.

## 5.7 Særlig om valgkomité

### 5.7.1 Gjeldende rett, NUES-anbefalingen og praksis

Valgkomité er i dag valgfritt for noterte selskaper, og lovgivningen inneholder verken preseptoriske eller deklarasjoniske regler knyttet til valgkomité.

I henhold til NUES-anbefalingen punkt 7 bør noterte selskaper ha valgkomité. Vi har gjennomført en enkel undersøkelse av 106 selskaper notert på Oslo Børs, og det fremkom da at 31 selskaper ikke hadde valgkomité i tråd med NUES-anbefalingen, se nærmere om dette i Vedlegg 1 punkt 2.5 hvor det også gjengis et eksempel på kritikk mot at store noterte selskaper ikke har valgkomité.

### 5.7.2 Bør valgkomité være et lovkrav?

#### **Innledning**

Formålet med en valgkomité er å kunne fremme et forslag til styresammensetning, samt å kunne bistå med evaluering av styrets arbeid. Det er imidlertid ingen nødvendig konsekvens mellom eksistensen av en valgkomité, og oppnåelse av formålet. I vår drøftelse av om valgkomité bør være et lovkrav, forutsetter vi at det etableres gode regler og rammer for hvordan en valgkomité skal kunne fungere etter sitt formål.

#### **Styrking av minoritetens interesser**

Dersom et selskap har en valgkomité så vil aksjeeierne ha et organ i tillegg til styret som de kan henvende seg til med forslag om kandidater. Ved at valgkomiteen kan foreslå en sammensatt løsning i hele aksjeeierfellesskapets interesser, øker sannsynligheten for at grunnleggende hensyn bak styresammensetningen kan ivaretas uten at dette går på bekostning av hvem som kan foreslås. I tillegg til at minoriteten på denne måten kan komme med sine synspunkter, vil en god styresammensetning i seg selv være betryggende for minoritetens rettigheter. Alternativet er blant annet at styret selv foreslår hvem som bør velges som

styremedlemmer. En slik ordning ivaretar blant annet ikke krav til uavhengighet, men vil ikke nødvendigvis resultere i en dårligere styresammensetning.

Svensk kod för bolagsstyrning trådte 1. juli 2005 i kraft for cirka 100 av de største selskapene på Stockholmsbørsen. For de selskaper dette gjaldt for, innebar dette blant annet et krav om en valgkomité. Det er gjennomført en undersøkelse knyttet til hvordan dette har fungert, og undersøkelsen konkluderer med at *”Den samstämmiga uppfattningen är att styrelsereskryteringsarbetet har blivit bättre med valberedningarna och att en öppen och tydlig process kan bidra till bättre styrelser i svenska börsbolag.”*<sup>62</sup> Som vi vil komme tilbake til viser imidlertid undersøkelsen store utfordringer hva gjelder kvaliteten på arbeidet.

### Drøftelse

Formålet med valgkomité og erfaringene knyttet til valgkomité viser at et krav om valgkomité kan innebære en styrking av minoritetens beskyttelse. Fordelen er i sær at styresammensetningen kan bli bedre og aksjeeieren kan få en enklere mulighet for å foreslå kandidater. Forslagene fra en minoritet kan vurderes og settes i sammenheng med øvrige alternative kandidater på en annen måte enn uten valgkomité. Selv om dette også kan ivaretas uten valgkomité, vil en valgkomité som fungerer godt kunne hensyn ta dette på en mer helhetlig, uavhengig og spesifikk måte enn dersom ivaretagelsen baseres på mer tilfeldige prinsipper for styresammensetning. I lys av disse fordelene blir problemstillingen om det er sterke motargumenter som gjør seg gjeldende.

Selv om valgkomité skulle gjøres til et lovkrav, skjer det ingen endringer i muligheten for å foreslå alternative forslag til styremedlemmer. Det kan imidlertid stilles spørsmål ved om valgetten i realiteten overføres fra generalforsamlingen til valgkomiteen når en valgkomité er etablert, og om dette i så fall er et motargument mot etablering av valgkomité. Ettersom det ofte i større eller mindre grad vil foreligge et samarbeid knyttet til styrekandidater uansett, kan vi ikke se at det utgjør noen vesentlig reell forskjell om dette skjer via en valgt valgkomité eller bare uformelt.

Muligheten til å komme med benkeforslag i generalforsamlingen vil også være upåvirket av om valgkomité innføres som et krav for noterte selskaper, men det kan selvsagt tenkes at øvrige aksjeeiere vil legge større vekt på et forslag som kommer fra en valgkomité dersom denne i tillegg er etablert og fungerer som et uavhengig organ. Dette kan isolert sett redusere den reelle innflytelsen knyttet til et såkalt benkeforslag. Etter vår oppfatning vil imidlertid bruken av en valgkomité styrke minoritetens mulighet for å få reelt gehør og gjennomslag for sitt forslag.

Ettersom en valgkomité velges av generalforsamlingen, kan det stilles spørsmål ved om den i realiteten bare vil representere aksjeeierflertallet, og således heller ikke være egnet til å ivareta minoritetsinteressen.<sup>63</sup> Dersom så er tilfelle, vil formålet med en valgkomité ofte

---

<sup>62</sup> Se Vaberedningsarbeite i praktiken, En intervjuundersökning utförd för Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, januar 2008 på s. 26.

<sup>63</sup> Sammensetningen av en valgkomité er et betydelig tema i seg selv, og tradisjoner knyttet til dette er svært ulike i ulike land basert på ulike rettslige tradisjoner. Dette er blant annet drøftet i den svenske undersøkelsen, Vaberedningsarbeite i praktiken, En intervjuundersökning utförd för Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, januar 2008 på især s. 6-12.



vanskelig kunne nås. For å unngå dette og for å styrke minoritetens rettigheter har vi foreslått at valgkomiteen også skal bestå av medlemmer som er uavhengig av aksjeeierne. I tillegg bør valgkomiteen være uavhengig av selskapets daglige ledelse slik dette fremkommer av NUES-anbefalingen i dag.

Styresammensetningen i selskaper skaper tidvis store overskrifter, og enkelte store minoritetsaksjeeiere har reagert når de ikke har fått gjennomslag for sine forslag til styrekandidater.<sup>64</sup> Vi har i lys av dette drøftet hvorvidt minoriteten burde ha en egen rett til å være representert i selskapets styre. Dette drøfter vi i punkt 5.8 nedenfor, hvor vi konkluderer med at vi ikke vil foreslå en slik rett for minoriteten. Vi er likevel av den oppfatning at minoriteten bør ha en reell mulighet for å bli hørt hva gjelder styresammensetningen, men uten at dette går på bekostning av en god styresammensetning. En mellomløsning vil da kunne være et krav om en valgkomité hvor hensynet til en god og balansert styresammensetning fortsatt kan være styrende, men hvor minoritetens innflytelse sikres på annen måte enn ved direkte styrerepresentasjon.

Et krav om valgkomité vil innebære økte kostnader for de noterte selskapene, men ettersom et flertall av selskapene allerede har innført valgkomité, vil konsekvensene totalt sett være begrenset. Videre vil et krav om valgkomité kunne oppfattes som økt byråkratisering, men heller ikke dette argumentet synes vi er tungtveiende, og i tilfeller hvor det ikke er behov for valgkomité vil det kunne åpnes for dispensasjon.

Vi har på denne bakgrunn kommet til at det bør oppstilles et krav om valgkomité for selskaper notert på Oslo Børs, men ikke Oslo Axess, men med mulighet for dispensasjon.

Et krav om valgkomité kan eksempelvis inntas i Børsens opptaksvilkår i form av en ny bestemmelse i punkt 2.3.8 som kan lyde:

### **2.3.8 Valgkomité**

- (1) Selskapet skal ha en valgkomité.
- (2) Valgkomiteen skal være vedtektsfestet, og det skal være etablert ordninger som sikrer at flertallet av valgkomiteens medlemmer er uavhengig fra så vel det sittende styret som selskapets ledelse.
- (3) Selskapet skal informere om hvem som er medlemmer av valgkomiteen, eventuelle frister for å fremme forslag til valgkomiteen, og hvordan valgkomiteen kan kontaktes.
- (4) Børsen kan gjøre unntak fra (1) til (3).

Dette kan kombineres med en ny formulering i Løpende forpliktelser punkt 2.3:

---

<sup>64</sup> Se Vedlegg 1 punkt 2.2 til 2.4 hvor vi redegjør for enkelte slike saker. Slike saker kan teoretisk sett innebære et myndighetsmisbruk, men i praksis vil det imidlertid være tilnærmet umulig å bevise myndighetsmisbruk ved valg av styre.

Selskapet skal sørge for at opptaksreglens krav til valgkomité, ledelse og styre, fri omsettelighet og stemmerett, jf opptaksreglene pkt. 2.3.5, 2.3.6, 2.3.8, 2.4.4 og 2.4.5, til enhver tid er oppfylt.

### 5.7.3 *Bør det lovfestes deklarasjoniske regler for valgkomiteer?*

Minoritetens rettigheter blir ikke sikret ved at det etableres en valgkomité, men først når valgkomiteen ivaretar sine formål. Den svenske utredningen om valgkomiteen fremhever at mangelen på kompetanse, erfaring, kjennskap til det konkrete selskapet, tillit fra aksjeeierne m.m. gjør at mange valgkomiteer ikke fungerer etter sin hensikt selv om de er etablert.<sup>65</sup> Uavhengig av våre konklusjoner under punkt 5,7.2 har vi derfor vurdert om det bør lovfestes deklarasjoniske regler for valgkomiteer som får anvendelse dersom et aksjeselskap har valgkomité.

Problemet knyttet til mangel på tilstrekkelig kompetanse m.m. er i hovedsak et praktisk problem som det er vanskelig å løse via lovregler.<sup>66</sup> Temaet er berørt i den svenske utredningen om valgkomiteer, og fremhevet som den vesentligste kritikken mot valgkomiteer da dette påvirket kvaliteten på valgkomiteens arbeid.

Problemet knyttet til arbeidsform, ansvarsfordeling, saksbehandling m.m. kan imidlertid til en viss grad løses via deklarasjoniske regler for valgkomiteens arbeid og oppgaver. Vår erfaring er at det i variabel grad foreligger instruks for valgkomiteens arbeid, og at omfanget ofte er begrenset selv når det eksisterer en instruks. Dette kan være uheldig. Dersom lovregler gjøres deklarasjonisk vil de i begrenset grad innebære en økt byråkratisering, og vi ser derfor ikke vektige motargumenter mot slike regler.

Fordelen med deklarasjoniske regler vil kunne være klargjøring av ansvars- og arbeidsfordelingen. Videre vil retten til å fremsette forslag og lignende kunne presiseres, noe som i seg selv kan innebære en styrking av minoritetens rettigheter.

Deklarasjoniske regler kan inntas i allmennaksjeloven eller i børsens regelverk, i tillegg til at retningslinjer kan presiseres ytterligere i NUES-anbefalingen. Ettersom vi har kommentert at kravet om valgkomité bør inntas i Opptaksregler og i Løpende forpliktelser, er det i utgangspunktet naturlig også å innta valgkomiteens hovedoppgaver samme sted.

Punkter det kan være aktuelt å regulere er medlemmer til valgkomiteen, bestemmelser om tilbaketreden, suppleringsvalg og godtgjørelse, alminnelige saksbehandlingsregler, og anbefaling om at det bør utarbeides en egen instruks.

---

<sup>65</sup> Se Vaberedningsarbeite i praktiken, En intervjuundersökning utförd för Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, januar 2008 i selve dröftelsene og i oppsummeringen på s. 26.

<sup>66</sup> Spørsmålet om tillit fra aksjeeierne kunne muligens ha vært ivaretatt via regler om forholdsmessig representasjon, se nærmere om dette i punkt 5.8 nedenfor.

#### 5.7.4 Konklusjon

Vi er av den oppfatning at valgkomité bør gjøres til et krav for børsnoterte selskaper, med mulighet for dispensasjon fra Oslo Børs. I tillegg bør det i børsens regelverk innføres enkelte deklarasjonelle regler for de selskaper som har valgkomité.

### 5.8 Særlige rettigheter for minoriteten?

#### 5.8.1 Gjeldende rett

I punkt 3.3.4 har vi redegjort for enkelte av de særlige rettighetene som minoriteten har per i dag. Vi har her vurdert hvorvidt minoriteten bør få ytterligere rettigheter, og da især i tilknytning til styresammensetning og valgkomité.

#### 5.8.2 Bør det innføres særlig rett til styrerepresentasjon og/eller representasjon i selskapets valgkomité?

#### Retten til å utpeke styremedlem

Som vi har redegjort for i punkt 5.7 og i Vedlegg 1 punkt 2.2 til 2.4 er enkelte større minoritetsaksjeeiere, deriblant Trygve Hegnar, misfornøyde med at de ikke har fått generalforsamlingens tilslutning til sine forslag om styrekandidater. I islandsk rett eksisterer det i dag en særlig kumulativ rett for en minoritet som representerer minimum 10 % av aksjekapitalen til å bli representert i selskapets styre,<sup>67</sup> og dersom vi hadde hatt en tilsvarende rett i Norge ville utfallet av de saker som er nevnt i Vedlegg 1 vært annerledes. Så vidt vi er kjent med eksisterer det også særlige rettigheter til å få utpeke styremedlemmer etter latvisk rett. Vi har på denne bakgrunn drøftet om norsk rett burde ha en lignende regel. Problemstillingen har tidligere vært drøftet i forbindelse med forberedelsen av aksjeloven av 1976.<sup>68</sup>

Styresammensetning bør i utgangspunktet være et aksjeeierspørsmål basert på aksjeeierdemokrati, og dette er også allmennaksjelovens utgangspunkt. I realiteten har imidlertid styresammensetning i stadig større grad blitt et samfunnsproblem. Asal § 6-1 oppstiller blant annet krav om minimum tre styremedlemmer, asal § 6-1a oppstiller krav om kjønnsrepresentasjon og asal § 6-11 oppstiller krav om tilknytning til EØS. Det stilles i allmennaksjeloven ikke krav knyttet til styrets sammensetning, uavhengighet eller forholdsmessig representasjon fra aksjeeiernes side. Som en følge av Opptaksregler for Oslo Børs punkt 2.3.6 jf Løpende forpliktelser punkt 2.3, gjelder det imidlertid krav om uavhengighet fra ledelsen og de største aksjeeierne. Videre har de ansatte i henhold til asal §§ 6-4 og 6-5 i mange tilfeller rett til å utpeke styremedlemmer. Det kan stilles spørsmål ved om selskapsinteressen har fått en dreining mot samfunnsinteressen, noe som blir særlig synlig hva gjelder styresammensetningen.

---

<sup>67</sup> Aksjeeierminoriteten har etter islandsk rett en lovbestemt rett til representasjon i styret. I bestemmelsen heter det at aksjeeiere som eier mer enn 20 % av aksjekapitalen kan kreve proporsjonal eller kumulativ stemmegivning ved styrevalg. Dersom selskapet har mer enn 200 aksjer er det tilstrekkelig at en eierandel på 10 % av aksjekapitalen krever et slikt styrevalg.

<sup>68</sup> Ot.prp. nr 19, 1974-75, punkt 4.8.4.

NUES-anbefalingen punkt 3 inneholder flere anbefalinger vedrørende styresammensetning både for å sikre et styre som er uavhengig og ikke minst for å sikre et styre som kan fungere godt. Det heter eksempelvis i NUES-anbefalingen punkt 3 at:

*”Styret bør sammensettes slik at det kan ivareta aksjonærfellesskapets interesser og selskapets behov for kompetanse, kapasitet og mangfold. Det bør tas hensyn til at styret kan fungere godt som et kollegialt organ.”*

En rett til å utpeke et styremedlem kan gå på bekostning av en god styresammensetning og på bekostning av at styret skal kunne fungere som et kollegialt organ. Flertallet av styrets medlemmer skal være uavhengige, og majoritetens og eventuelle andres representant(er) er derfor i utgangpunktet i mindretall. Flertallsprinsippet som basis for styresammensetningen er således allerede betydelig uthulet. Innføring av et krav om styrerepresentasjon i noterte selskaper for en minoritet vil kunne uthule flertallsprinsippet ytterligere.

Ettersom en god og uavhengig sammensetning av styret etter vår vurdering er en viktigere ivaretagelse av minoritetens rettigheter enn det å kunne velge inn sin representant, har vi stilt oss positive til et krav av valgkomité, se nærmere om dette i punkt 5.7 over, men vi har ikke funnet tilstrekkelig grunnlag for å skulle foreslå at minoriteten skal ha rett til å utpeke et styremedlem.

### **Retten til å utpeke en observatør**

Vi har i forlengelsen av dette vurdert hvorvidt en minoritet burde ha en rett til å utpeke en observatør eller et medlem av valgkomiteens møtealternativ til å ha en rett til å utpeke et styremedlem. For observatører har vi imidlertid kommet til at dette kan virke forstyrrende for styrets arbeid og bruken av observatør kan dessuten skape uklare linjer fra styret til enkelte aksjeeiere.<sup>69</sup> Når det gjelder valgkomité er det et argument for en særlig rett at en valgkomité i større utstrekning enn en styresammensetning skal reflektere aksjeeierinteressen. Tilliten fra aksjeeierne er en viktig forutsetning for å få valgkomiteer til å fungere etter sin intensjon. Motargumentet er imidlertid at også medlemmene i valgkomiteen må kunne samarbeide, og at heller ikke valgkomiteer bør være for store.

Vi har på denne bakgrunn kommet til at aksjeeiere som representerer en viss andel av aksjene normalt bør få anledning til å være representert i valgkomiteen, men at det ikke skal innføres særskilte krav til dette.

#### *5.8.3 Andre minoritetsrettigheter?*

Per i dag er det ikke noe krav om valgkomité i noterte selskaper. Dersom det ikke innføres et krav om valgkomité slik vi har foreslått i punkt 5.7 over, har vi vurdert om en minoritet som

---

<sup>69</sup> Selv i dag oppstår det i enkelte situasjoner uklare linjer mellom en representants oppgaver som styremedlem i selskapet og representantens tilknytning til den han representerer. Det klare utgangspunktet er at når vedkommende er valgt inn i styret er han et styremedlem og ingen representant. Uklare regler om taushetsplikten rekkevidde og automatisk klassifisering som primærinnsider gjør at informasjonsflyten i praksis er ulik for aksjeeiere som har en representant i styret og aksjeeiere som ikke har det. Disse reglene burde eventuelt presiseres heller enn å åpne for enda flere potensielt uklare linjer.

eksempelvis representerer mer enn en tidel eller en tjuedel av aksjekapitalen skal ha rett til å kreve at selskapet etablerer en valgkomité.

Som det fremkommer av drøftelsen over, anser vi valgkomité som en hensiktsmessig måte å øke minoritetens rettigheter på. Vi har også i punkt 5.8.2 konkludert med at vi ikke anser det hensiktsmessig å innføre regler om forholdsmessig representasjon i styret. I lys av disse konklusjonene fremstår en rett til å kunne få etablert en valgkomité som en balansert løsning. En slik minoritetsrett stemmer også innholdsmessig med måten mange minoritetsrettigheter er etablert i dag, se mer om dette i punkt 3.3.4 over. De fleste eksisterende særlige rettighetene er knyttet opp mot en eierandel på minst en tjuedel, og vi anser samme grensen for å være godt i tråd med god konsekvens og harmoni i regelverket.

#### 5.8.4 Konklusjon

Vi har kommet til at vi ikke ønsker å innføre særrettigheter for minoriteten til å velge styremedlemmer. Dersom valgkomité ikke gjøres obligatorisk for allmennaksjeselskaper notert på regulert marked i Norge, bør en aksjeeier som representerer minst en tjuedel av aksjekapitalen kunne kreve at selskapet etablerer en valgkomité.

## 5.9 Styreutvalg

### 5.9.1 Gjeldende rett og NUES-anbefalingen

Det foreligger i dag ingen eksplisitt hjemmel i allmennaksjeloven for opprettelse av styreutvalg. Dette skaper uklare kompetanse- og ansvarsforhold. NUES-anbefalingens punkt 9 åpner for bruk av styreutvalg, og der heter det:

*Styret bør vurdere bruk av styreutvalg for å bidra til grundig og uavhengig behandling av saker som gjelder finansiell rapportering og godtgjørelse til ledende ansatte. Slike utvalg bør bestå av styremedlemmer som er uavhengige av den daglige ledelsen.*

Vi har vurdert om styreutvalg bør lovfestes og om kompetanse- og ansvarsforhold bør klargjøres for å sikre en bedre selskapsledelse.

### 5.9.2 Bør regler om styreutvalg lovfestes?

Typiske eksempler på styreutvalg er revisjonsutvalg, kompensasjonsutvalg og kompetanseutvalg. Valgkomité kan i enkelte tilfeller være organisert som et styreutvalg, men behandles i punkt 5.7 over. Fordelen med styreutvalg er at de kan bidra til en grundig og uavhengig behandling av saker, og slik behandling kan også gjøre styrearbeidet mer effektivt. I et minoritetsperspektiv er det viktig at egne utvalg som er kjent for aksjeeierne vil kunne åpne for at aksjeeiere kan komme med sine innspill direkte til et slikt utvalg. En annen mulig fordel med styreutvalg er at disse *kan* ha færre og/eller andre medlemmer enn styremedlemmene, med særlig kompetanse innenfor det aktuelle området.<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Internasjonalt er praksis at styreutvalg kun skal bestå av styremedlemmer, og dette særnorske fenomenet med deltagere utenfor selve styret er også påpekt i undersøkelsen om styreutvalg på s. 6.. Et styreutvalg kan uansett

Styreutvalg er etter vår erfaring ikke veldig utbredt, og vil heller ikke automatisk gi minoriteten bedre beskyttelse. Vi har derfor kommet til at styreutvalg ikke bør innføres for å styrke minoritetsvernet, selv om det kan innføres av andre grunner.<sup>71</sup> I forbindelse med forslag om innføring av krav om revisjonsutvalg er det også foreslått at styret selv kan utgjøre revisjonsutvalget i mindre selskaper.<sup>72</sup>

I lys av en undersøkelse om bruk av revisjonskomiteer som er publisert i 2007 og som viser at sammensetning, instruks, saksbehandling m.m. varierer veldig,<sup>73</sup> finner vi grunn til å påpeke at en klargjøring av kompetanse og ansvarsforhold med fordel kunne ha vært lovfestet. Vår egen erfaring viser også at det er behov for klargjøring av rolle- og ansvarsforhold.

De elementer som bør medtas i forbindelse med en eventuell lovfesting er blant annet hva som anses som saksbehandlings- og hva som anses som beslutningsorgan. En lovfesting kan presisere at bruk av styreutvalg ikke fritar styret for ansvar for forvaltning, tilsyn og kontroll.

Det foreligger forslag til klargjøring i allmennaksjeloven § 7-7 hva gjelder revisjonsutvalg.<sup>74</sup>

Selv om vi er av den oppfatning at en klargjøring kan være hensiktsmessig har vi ikke ansett dette som vesentlig i en økt minoritetsbeskyttelse, og vi har derfor ikke utformet konkret forslag til lovendring.

### 5.9.3 Konklusjon

Vi er av den oppfatning at departementet bør vurdere å klargjøre ansvars- og kompetanseforhold for de selskaper som velger å etablere styreutvalg.

---

ha færre medlemmer enn hele styret, og kan gjennomføre møter med personer med særlig kompetanse, eksempelvis revisor.

<sup>71</sup> Basert på EU's Revisjonsdirektiv 2006/43/EF om lovfestet revisjon og konsernregnskap, er det foreslått et krav om revisjonsutvalg.

<sup>72</sup> Styret kan selv utgjøre revisjonsutvalget dersom to av følgende tre vilkår er oppfylt: 1) gjennomsnittlig antall ansatte på under 250; 2) balansesum på mindre enn 34 millioner euro; 3) årlig nettoomsætning på mindre enn 50 millioner euro.

<sup>73</sup> Se Regnskap og revisjon nr 2. 2007 som inneholder en undersøkelse om revisjonsutvalg som er gjennomført i 2006. Undersøkelsen og oppsummeringene er også gjentatt i Kredittilsynets høring datert 1. juni 2007 om gjennomføring av revisjonsdirektivet 2006/43/EF om lovfestet revisjon av årsregnskaper og konsernregnskaper i punkt 11.7 s. 33-34.

<sup>74</sup> Se kredittilsynets høring datert 1. juni 2007 om gjennomføring av revisjonsdirektivet 2006/43/EF om lovfestet revisjon av årsregnskaper og konsernregnskaper. Selv om gjennomføringsfristen var 29. Juni 2008 er det fortsatt uklart når dette blir gjennomført, og hvordan bestemmelsen da vil utformes. Det er varslet at det vil komme en proposisjon om dette i april 2009.

## 5.10 Forholdet mellom daglig leder og styret, herunder daglig leder som styremedlem

### 5.10.1 Gjeldende rett og NUES-anbefalingen

Daglig leder har en viktig rolle i styrebehandlingen. I henhold til asal § 6-15 skal daglig leder minst hver måned gi styret underretning om selskapets virksomhet, stilling og resultatutvikling, og i henhold til § 6-21 skal daglig leder sammen med styrets leder forberede saker som skal behandles av styret. Daglig leder har etter asal § 6-19 (4) rett og plikt til å delta i styrets behandling av saker og til å uttale seg, med mindre annet er bestemt av styret i den enkelte sak. God eierstyring og selskapsledelse forutsetter at daglig leders kunnskap videreføres til styret via dialog mellom daglig leder og styret.

Samtidig som daglig leder har en sentral rolle ved styrebehandling generelt, skal styret i henhold til asal § 6-13 føre tilsyn med den daglige ledelse og selskapets virksomhet for øvrig. En slik tilsynsfunksjon forutsetter som regel at styret også har møter uten at daglig leder er til stede. NUES-anbefalingen punkt 5 inneholder en henvisning til at ”Styret og revisor bør ha minst ett møte i året uten at daglig leder eller andre fra den daglige ledelsen er til stede.” Styret kan med hjemmel i asal § 6-19 bestemme at daglig leder ikke får delta i behandlingen av en konkret sak, og dersom revisorloven § 2-3 blir endret som foreslått, blir det lovpålagt å avholde minst ett møte i året uten at daglig leder eller andre fra den daglige ledelsen er til stede.

I lys av tilsynsfunksjonen har vi drøftet hvorvidt det bør innføres klarere regler om gjennomføringen av styrets tilsynsfunksjon, og om det bør innføres et forbud mot at daglig leder er medlem av styret. I henhold til allmennaksjelovens § 6-1 (3) kan ikke daglig leder velges som styreleder, men han kan velges som ordinært styremedlem. Børsens opptakskrav punkt 2.3.6 fastslår imidlertid:

*"(3) Representanter fra den daglige ledelse skal ikke være medlem av styret. Dersom særlige grunner foreligger, kan representanter fra den daglige ledelse utgjøre inntil en tredjedel av styrets aksjeeiervalgte medlemmer."*

Disse reglene er også gjort til en del av selskapenes løpende forpliktelser ved at Løpende forpliktelser punkt 2.3 viser til 2.3.6.

I tillegg følger tilsvarende av NUES-anbefalingen punkt 8 som lyder:

*"Representanter fra den daglige ledelsen bør ikke være medlem av styret. Dersom slike representanter er styremedlem, bør det begrunnes og få konsekvenser for organiseringen av styrets arbeid, herunder bruk av styreutvalg for å bidra til en mer uavhengig forberedelse av styresaker, jf punkt 9."*

### 5.10.2 Bør det innføres klarere regler om gjennomføring av styrets tilsynsfunksjon med daglig leder?

Styremøter uten daglig leders tilstedeværelse vil ofte være en nødvendig forutsetning for reell diskusjon knyttet til daglig leders utføring av sine plikter. Vår erfaring er at saker som gjelder godtgjørelse til daglig leder og egevaluering av styret ofte blir de eneste sakene som behandles uten at daglig leder er til stede. Vi er oppmerksomme på at det i NOU 2008:16 er foreslått endringer i revisorloven § 2-3 om at det minst en gang per år skal avholdes et møte mellom styret og revisor uten at daglig leder er til stede. Vi synes dette er en god regel. For å sikre en god eierstyring og selskapsledelse vil vi i tillegg anbefale at det med faste intervaller innføres ”styrets time” eller lignende, hvor det er meningen at styret skal kunne diskutere forholdet til daglig leder og den daglige ledelse, uforstyrret av daglig leder.

### 5.10.3 Bør det være et forbud mot at daglig leder er medlem av styret?

Vår erfaring er at det er sjelden at daglig leder er styremedlem i allmennaksjeselskaper notert på regulert marked i Norge. Spørsmålet er prinsipielt, og det har skjedd en utvikling i synet på hva som er god eierstyring og selskapsledelse.<sup>75</sup> Denne utviklingen i kombinasjon med at god eierstyring og selskapsledelse anses som et minoritetsvern i seg selv gjør at vi har drøftet om det bør innføres et forbud mot at daglig leder kan være styremedlem.

Det er på generelt grunnlag betenkelig å la den som det skal føres tilsyn med selv delta i kontrollen. Et forbud vil således medføre klarere kompetanse- og ansvarsforhold.

Daglig leders rolle i styret har vært drøftet av lovgiver ved flere anledninger, nå sist i NOU 2008:16 om foretaksstyring og tiltak mot manipulering av finansiell informasjon hvor et flertall går i mot et generelt forbud, mens et mindretall går inn for at asal § 6-1 bør endres.<sup>76</sup>

<sup>75</sup> Sparebankloven § 14, lov av 24. mai 1961 nr 1 og Forretningsbankloven § 9, lov av 24 mai 1961 nr 2 har begge endret fra et krav om at daglig leder skulle være medlem av styret til at daglig leder ikke skal være medlem av styret. Disse lovendringene trådte i kraft den 16. mars 2007. Fra begrunnelsen i forarbeidene heter det blant annet ”Det gjeldende kravet i sparebankloven og forretningsbankloven om at banksjefen (daglig leder) skal være medlem av styret, bryter med det som nå anerkjennes som prinsipper for god foretaksstyring. Banklovkommisjonen har tidligere foreslått et forbud mot at banksjef er medlem av styret. Departementet foreslår lovendring i tråd med dette. Forslaget vil bidra til klarere kompetanse- og ansvarsforhold mellom styret og banksjef”, se Ot. prp. nr 11 (2006-2007) punkt 1.5. Videre heter det: ”I tråd med prinsipper for god foretaksstyring foreslås det i fjerde ledd at daglig leder eller annen ledende ansatt, herunder leder av avdeling eller filial, ikke kan være medlem av styret”, se Ot. prp. nr 11 (2006-2007) punkt 10.1. Av andre lover som inneholder et forbud mot at daglig leder kan være medlem av styret er eksempelvis Kommuneloven (hva gjelder kommunalt og fylkeskommunalt foretak) § 64, se lov av 25. september 1992 nr. 107 om kommuner og fylkeskommuner. Helseforetaksloven § 21, se lov av 15. juni 2001 nr. 93 om helseforetak m.m. Verdipapirregisterloven § 4-1, se lov av 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter, Universitetsloven § 2-2 (4), se lov av 1. april 2005 nr. 15 om universiteter og høyskoler, Forsikringsvirksomhetsloven § 7-6 hva gjelder pensjonskasser, se lov av 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet m.v., og Børsloven §10 (1), se lov av 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder.

<sup>76</sup> Argumentene som benyttes av flertallet er at de ”antar at ”beste-praksis” (NUES anbefalingen) for de børsnoterte allmennaksjeselskapene over tid kan ha en



Videre foreslås det innføring av en plikt for styret til å avholde et møte med revisor uten at noen fra den daglige ledelsen er til stede. Når dette ikke kombineres med et forbud mot at daglig leder kan være medlem av styret, kan det imidlertid oppstå en del uheldige situasjoner. Dette er også utvalget inne på i NOU 2008:18 blant annet på side 160. Flertallet i NOU 2008:18 drøfter imidlertid i begrenset utstrekning de generelle innvendingene mot at daglig leder bør kunne være en del av styret.

Ettersom daglig leder er styrets viktigste kilde til informasjon om selskapet bør styret ha reell mulighet for å diskutere hvorvidt den informasjonen de får er tilstrekkelig, om de føler seg komfortabel med måten arbeidsoppgavene utføres på, om den månedlige rapporteringen anses tilstrekkelig m.m. Dersom alle slike tema må diskuteres i nærvær av daglig leder eller andre ansatte fra den sentrale ledelsen som følge av at disse er styremedlemmer, innebærer dette en redusert mulighet for eierstyring og selskapsledelse fra styrets side. Styret bør videre være sammensatt slik at det kan vurdere den daglige ledelse og vesentlige avtaler som inngås av selskapet på uavhengig grunnlag. Dette er spesielt viktig sett i lys av minoritetsaksjeeiernes interesse.

De innvendinger som flertallet har kommet med i NOU 2008:16 er vi ikke uten videre enige i. Vi er enige i at det kan oppstå situasjoner hvor et styremedlem i en kortere eller lengre periode vil måtte fungere som daglig leder. Innvendingene mot en dobbeltrolle blir imidlertid ikke mindre av den grunn. Det vil da kunne være mer ryddig at vedkommende fratrer som styremedlem inntil ny daglig leder er ansatt. Vi kan ikke se at øvrige innvendinger er så tungtveiende at det veier opp for de fordeler som et forbud vil innebære for styrking av eierstyring og selskapsledelse.

Vi har på denne bakgrunn kommet til at det bør være et forbud mot at daglig leder er medlem av styret. Vi er noe mer usikre på om dette bør innføres i allmennaksjeloven som et generelt forbud, eller om dette bare bør opprettholdes i børsens regelverk.

#### 5.10.4 Konklusjon

Vi er av den oppfatning at daglig leder ikke skal kunne være medlem av styret. I tillegg til at et forbud bør innføres, bør det presiseres i NUES-anbefalingen hvordan selskapene kan sikre styrets dialog knyttet til tilsynet med den daglige ledelse.

### 5.11 Informasjon om rettigheter og måter å begrense muligheten for misbruk på

#### 5.11.1 Gjeldende rett og NUES-anbefalingen

Vphl § 5-9 oppstiller enkelte krav mht synliggjøring av aksjeeiernes rettigheter. NUES-anbefalingen inneholder i tillegg en anbefaling i punkt 6 om at selskaper bør gi informasjon om aksjeeiernes rettigheter blant annet ved innkalling til generalforsamlinger.

---

*"smitteeffekt" på selskaper som ikke er omfattet av anbefalingen", se s. 57. Flertallet argumenterer videre med at "Selv om rolleblanding som oppstår når daglig leder sitter i styret som utgangspunkt bør unngås, kan det i noen tilfeller være legitime grunner til at daglig leder likevel er styremedlem... Et totalforbud kan derfor være uhensiktsmessig."*

### 5.11.2 Hensiktsmessigheten av økt informasjon

Vår erfaring er at mange mindre aksjeeiere har dårlig kjennskap til sine rettigheter og regelverket for øvrig, og de engasjerer seg ikke før etter at en konflikt har oppstått. Det er ofte store minoritetseiere (eksempelvis statlige selskaper eller større institusjonelle investorer) som bidrar til en synliggjøring og styrking av minoritetens rettigheter. I tillegg har blant annet NUES gjort en betydelig innsats for å tilrettelegge for bedre eierstyring og selskapsledelse via NUES-anbefalingen.

Vi er av den oppfatning at kunnskap om rettighetene og regelverket i seg selv vil være en styrking av minoritetens rettigheter, og at enkel og lett tilgjengelig informasjon kan være et effektivt ledd i styrkingen av minoritetsvernet. Enkelte endringer vil her komme som følge av implementering av aksjeeierdirektivet, hvoretter nye krav til opplysning av rettigheter i innkallingen til generalforsamlinger er foreslått inntatt i asal § 5-10.<sup>77</sup> Det kan imidlertid være hensiktsmessig med økt informasjon også på andre områder enn de som omfattes av aksjeeierdirektivet eller de foreslåtte lovendringene. Dersom aksjeeierne er oppmerksomme på eksempelvis betydningen av å begrense styrefullmakter, kan dette i seg selv redusere muligheten for fremtidige misbrukssituasjoner. I NUES-anbefalingen kan det derfor inntas en anbefaling i punkt 4 om at selskapet bør ha lett tilgjengelig på sine internettsider konkret informasjon om hvordan aksjeeiere kan utøve sine rettigheter og påvirke innholdet i beslutninger.

### 5.11.3 Konklusjon

Vi er av den oppfatning at NUES-anbefalingen kan utvides ytterligere hva gjelder anbefalinger om å gjøre informasjon om rettigheter og regelverk tilgjengelig for aksjeeierne.

---

<sup>77</sup> Selve direktivet er godkjent, men lovendringene er fortsatt ikke vedtatt. Det er ventet en lovendring høsten 2009.

## 6. TVISTELØSNINGS- OG KONTROLLMEKANISMER INKLUSIVE FORSLAG OM ETABLERING AV EN AKSJEMARKEDSNEMND

### 6.1 Innledning

Det er forskjell på å ha rett og å få rett, og selv om muligheten for å kunne tilsidesette minoritetens rettigheter vil reduseres dersom de foreslåtte tiltak nevnt i punkt 5 gjennomføres, vil det alltid foreligge risiko for misbruk og tilsidesettelser.

Både tvisteløsnings- og kontrollmekanismer må drøftes i lys av formålet om å øke minoritetsvernet og formålet om å få løst konflikter på en måte som ivaretar rettighetene i seg selv, og ikke bare et eventuelt erstatningskrav.

### 6.2 Foretaksregisterets kontroll

#### 6.2.1 Gjeldende rett

Alle beslutninger som må registreres i Foretaksregisteret vil i større eller mindre utstrekning være undergitt en kontroll fra Foretaksregisterets side. Eksempler på beslutninger som må registreres er vedtektsendringer, endring av styremedlemmer og tildelte styrefullmakter til opptak av konvertibelt lån, kapitalforhøyelse og erverv av egne aksjer.

Lov om registrering av foretak inneholder krav til meldinger, opplysninger med videre, og § 5-1 tillegger Foretaksregisteret en vid kompetanse og fastslår blant annet:

*"Registerføreren skal prøve om det som innkommer til registrering og grunnlaget for det er i samsvar med lov og er blitt til i samsvar med lov. Dersom foretakets vedtekter er registrert i registeret, skal han også prøve om det som innkommer til registrering og grunnlaget for det stemmer med vedtektene og er blitt til i samsvar med disse.*

*Ved meldingen skal det gis slike opplysninger som er nødvendig for gjennomføringen av registerførerens kontroll etter første ledd. Registerføreren kan kreve de opplysninger han finner nødvendig for gjennomføring av kontrollen.*

*Dersom registerføreren finner at registrering kan krenke tredjemanns rett, skal han gi denne anledning til å uttale seg innen en nærmere fastsatt frist. "*

Det er imidlertid stor forskjell på den formelle kompetansen som Foretaksregisteret er tillagt, og den reelle kontrollen som gjennomføres. Den kontrollen som gjennomføres er normalt knyttet opp mot spesifikke formelle vilkår og kriterier.

Vi har derfor vurdert om den reelle kontrollen bør utvides.

#### 6.2.2 Bør det innføres en økt kontroll?

Fordelen med økt kontroll av at lovens vilkår er oppfylt vil i utgangspunktet kunne være at risikoen for tilsidesettelse av eksempelvis fortrinnsretten blir redusert. Ulempen med økt

kontroll knyttet til skjønnsmessige kriterier er imidlertid risikoen for at berettigede beslutninger faktisk ikke blir registrert. Manglende registrering av en kapitalforhøyelse vil eksempelvis innebære at selskapet ikke kan disponere over de midler som selskapet har blitt tilført som følge av kapitalforhøyelsen før denne blir endelig registrert, se asal § 10-13.

Vi er på denne bakgrunn skeptiske til utvidet bruk av Foretaksregisterets kompetanse knyttet til skjønnsmessige kriterier, som eksempelvis kontroll av om begrunnelsen for fravikelse av fortrinnsretten er god nok. Vi er imidlertid positive til økt kontroll knyttet til flere formelle krav, som eksempelvis at det foreligger en begrunnelse for fravikelse av fortrinnsretten. Dersom det innføres økte krav til begrunnelsen ved fravikelse av fortrinnsrett (se punkt 5.3), kan dette kombineres med eksempelvis økt kontroll knyttet til at fravikelsen rent faktisk er begrunnet.

### *6.2.3 Mulig mellomløsning dersom det foreligger en kvalifisert nemnd som Foretaksregisteret kan søke råd hos?*

På tross av vår foreløpige konklusjon under punkt 6.2.2 over, har vi vurdert om Foretaksregisterets faktiske kontrollfunksjon burde utvides til å omfatte enkelte skjønnsmessige kriterier dersom Foretaksregisteret kunne søke råd fra et kvalifisert organ eller nemnd, eksempelvis fra Oslo Børs eller fra en Aksjemarkedsnemnd dersom en slik ble opprettet. Ulempene skissert over vil da bli redusert, samtidig som dette kunne innebære en fordel for minoriteten. Det er imidlertid veldig viktig og vesentlig å kunne få registrert endringer raskt, og vi har derfor kommet til at vi ikke vil foreslå noen endringer i Foretaksregisterets praksis knyttet til skjønnsmessige kriterier selv om en nemnd skulle bli etablert.

### *6.2.4 Mulighet for omgjøring?*

Dersom noe er registrert i Foretaksregisteret foreligger det i dag ingen hjemmel for Foretaksregisteret til å omgjøre beslutningen basert på nye opplysninger.<sup>78</sup> Dersom Foretaksregisteret får en ny melding fra selskapet som reverserer den forrige meldingen, skal dette selvsagt registreres, og dersom Foretaksregisteret får en melding om en midlertidig forføyning eller domstolsavgjørelse, så er Foretaksregisteret forpliktet til å registrere også dette. Dersom en aksjeeier har rettslig interesse i å få overprøvd en avgjørelse, kan han derimot klage til departementet som kan omgjøre beslutningen innen visse frister som normalt er tre uker og som maksimalt utgjør tre måneder. Vi har vurdert om disse reglene bør endres, men har kommet til at vi ikke foreslår noen endringer her heller.

## **6.3 Oslo Børs og Børsklagenemnda**

Oslo Børs kan ved overtredelse av enkelte børs- og verdipapirrettlige regler ilegge noterte selskaper og børsmedlemmer sanksjoner som eksempelvis bøter, suspensjon av aksjer, strykning av selskaper m.v. Oslo Børs treffer i slike tilfelle enkeltvedtak i henhold til

---

<sup>78</sup> Det foreligger derimot hjemmel for å rette feil, for eksempel at det er tastet feil dato, navn er feilskrevet og lignende. Dette følger av foretaksregisterloven § 7-1 som blant annet lyder: "Dersom registerføreren oppdager at en innføring i registeret er uriktig eller at det på annen måte er gjort feil i forbindelse med registreringen, skal feilen rettes."

forvaltningslovens regler. Børsens vedtak kan innklages til børsklagenemnden som overordnet klageorgan.

Øvrige verdipapirrettslige regler kan være underlagt straffeansvar ved brudd. I så fall håndheves det normalt gjennom Kredittilsynets vurdering og anmeldelse til Økokrim som vurderer videre strafferettslige sanksjoner.

Ingen av disse håndhevelsesmodellene er beregnet på eller egnet til å håndheve enkeltaksjeeiers krav mot selskapet.

#### **6.4 Ordinær domstolsbehandling og midlertidig forføyning**

En aksjeeier kan reise et ugyldighetssøksmål knyttet til generalforsamlingens beslutninger, et søksmål knyttet til øvrige beslutninger eller for å hindre øvrige beslutninger, dersom saksøkeren har rettslig interesse.

Den største svakheten med den eksisterende søksmålsadgangen er at rettighetene som andre eventuelt har fått tildelt (eksempelvis eierrettigheter til aksjer) som regel er inntruffet, og det vil i praksis være begrenset mulighet for å få gjenopprettet dette og/eller å få gjennomført alternative beslutninger uten selskapets medvirkning. Videre er domstolsbehandling ofte tidkrevende og det krever også store ressurser. Dommere har ofte heller ikke spesialisert kompetanse innenfor aksjeselskapsrett, og vurderingen vil derfor ofte bli begrenset til saksbehandlingsfeil m.m., og gir sjelden mulighet for vurderinger av hvordan beslutninger burde ha vært utformet.

Vi har vurdert om domstolenes kompetanse etter asal § 5-24 burde ha vært utvidet, men har kommet til at dette ikke er hensiktsmessig.

I tillegg til søksmålsadgangen vil midlertidig forføyning kunne benyttes for å forhindre en avgjørelse fra å bli truffet eller iverksatt. For øvrig vil domstolsbehandling i begrenset grad kunne benyttes for å unngå at det skjer tilsidesettelse av minoritetens rettigheter. Domstolsbehandling blir dermed de lege late primært et middel til å begrense konsekvensene av tilsidesettelse av aksjeeiernes rettigheter.

Dersom det innføres en form for aksjemarkedsnemnd slik som vi drøfter i punkt 6.7 nedenfor, og en slik nemnd har konkludert med at et vedtak er i strid med god børsskikk, vil dette muligens kunne gjøre det lettere å få medhold i kravet til interesseavveining ved bruk av midlertidig forføyning. Dette fordi nemnden må anses å ha særlig kjennskap til det aktuelle rettsområdet, og nyte en faglig anerkjennelse som domstolene muligens vil tillegge mer vekt enn at en aksjeeiers prosessfullmektig anfører de samme argumentene. Denne mulige effekten vil således kunne oppnås uten at det foretas endringer i prosesslovgivningen som sådan.

Praksis knyttet til midlertidig forføyning innenfor aksjeeierkonflikter er vanskelig tilgjengelig og det foreligger kun et fåtalls domstolsavgjørelser. Dette illustrerer muligens behovet for å se på alternative tvisteløsningsmekanismer.

## 6.5 Bør det etableres en særdomstol?

Vi har i svært begrenset grad vurdert muligheten for å etablere en særdomstol. Det er ikke tradisjon for særdomstoler i Norge. Videre antas en særdomstol (innenfor domstolsapparatets ordinære krav og regler) ikke å kunne ivareta de særlige behov som gjør seg gjeldende for løsning av aksjeeierkonflikter i noterte selskaper.

## 6.6 Bør det etableres et aksjetilsyn?

Med aksjetilsyn siktes det til et offentlig organ som overvåker allmennaksjeselskaper for å kontrollere og påse at aksjelovgivningen overholdes. Argumentene for å innføre et eventuelt aksjetilsyn har blant annet vært at de sentrale reaksjonsbestemmelsene innenfor aksjelovens egen ramme – ugyldighet og erstatning – sjelden vil være hensiktsmessige reaksjoner dersom aksjeeierrettigheter er tilsidesatt. Private parter er sjelden tjent med å gjennomføre et langvarig ugyldighets- eller erstatningssøksmål, og økonomisk tap som vilkår for erstatning er ofte vanskelig å dokumentere. Ugyldighetsinnsigelse vil dessuten i stor utstrekning være avskåret fordi tredjemann er i aktsom god tro eller fordi fristen for å reise ugyldighetssøksmål er utløpt. Heller ikke kontrollen via Foretaksregisteret eller trusselen om straffeansvar er antatt å dekke behovet for kontroll fullt ut.<sup>79</sup>

Etablering av et aksjetilsyn har vært drøftet i mange sammenhenger, både i forbindelse med forberedelse av aksjelovene av 1997, ved senere endring av aksjelovene, ved innføring av prospektregler m.m.<sup>80</sup> Konklusjonen har, på tross av de gode argumentene, vært at det ikke var behov for et aksjetilsyn. Dette er primært begrunnet i at aksjelovene er av privatrettslig art, og at et aksjetilsyn ikke vil være i samsvar med det som ellers er ordningen i norsk rett om at privatpersoner selv har ansvaret for å ivareta og håndheve privatrettslige lover. Et eget aksjetilsyn vil dessuten ha administrative og økonomiske konsekvenser av stor betydning.<sup>81</sup> Mindretallet i Innst. O. nr. 12 – 2006-2007 mente imidlertid at dette kunne vært bedre utredet og problematisert, og at det vil være hensiktsmessig at en selskaps- og næringsrettskommisjon eventuelt ser nærmere på og vurderer behovet for et slikt tilsyn.<sup>82</sup>

Generell markedsovervåkning av noterte selskaper er i dag blant annet hjemlet i verdipapirhandelloven, se vphl § 15-1. Reglene i vphl kan muligens presiseres for enkelte problemområder. Vi har imidlertid ikke funnet holdepunkter for at brudd på minoritetsrettigheter skyldes manglende overvåkning som sådan. I den grad kontrollmekanismer har betydning i seg selv, er vi av den oppfatning at lav risiko for endring av beslutninger i kombinasjon med en høy terskel for å bli idømt et erstatningsansvar kan ha større betydning for at tilsidesettelse av minoritetsrettigheter skjer. Dette blir imidlertid for avledet fra utredningens hovedproblemstilling til at vi har valgt å drøfte dette nærmere.

En mulig fordel som vi har sett med et aksjetilsyn kontra en aksjemarkedsnemnd er imidlertid at tilsynet kan vurdere problemstillinger basert på behov for avklaring, og kan unnlate å ta

---

<sup>79</sup> Se eksempelvis NOU 1996:3 punkt 11.3 hvor disse argumentene fremheves.

<sup>80</sup> Se eksempelvis Ot.prp. 55 (2005-2006) punkt 17.2 og Innst.O. nr 12 – 2006-2007 punkt 17.1.1.

<sup>81</sup> Se for eksempel Innst.O. nr 12 – 2006-2007 i punkt 17.2.

<sup>82</sup> Se punkt 17.2 om aksjetilsyn på s. 23.

standpunkt til saker som er faktumtunge eller lignende. Dette hensynet kan imidlertid til en viss grad ivaretas via utformingen av en eventuell aksjemarkedsnemnd.

Vi har kommet til at det ikke er et behov for innføring av et aksjetilsyn for å sikre minoritetens rettigheter.

## 6.7 Bør det etableres en Aksjemarkedsnemnd i Norge?

### 6.7.1 Behovet for en aksjemarkedsnemnd

Vi har vurdert hvorvidt det er behov for en aksjemarkedsnemnd i Norge. Drøftelsen har vi delt i to separate spørsmål:

- Tror vi at aksjeeierkonflikter kan bli løst raskere og bedre ved hjelp av en slik nemnd; og
- tror vi at antall potensielle brudd på minoritetsrettigheter kan bli redusert som følge av en slik nemnd?

Disse spørsmålene glir nødvendigvis over i hverandre da muligheten for raske løsninger og effektive tiltak mot rettsstridige beslutninger normalt i seg selv vil kunne redusere antall brudd på minoritetsrettigheter. Slik vi oppfatter praksis fra Aktiemarknadsnämnden i Sverige, er det især pga raske avgjørelser og opparbeidet tillit at nemnden i dag ofte benyttes preventivt som rådgiver for styrene før en avgjørelse treffes.

Etter vår oppfatning er det et reelt behov for raskere, kvalifiserte råd enn de muligheter som per i dag foreligger. Midlertidig forføyning er det eneste tiltaket som p.t. gir en rask avklaring, men som det fremkommer av punkt 6.4 er midlertidig forføyning lite brukt.<sup>83</sup> Dette behovet kan således dekkes delvis dersom en aksjemarkedsnemnd opprettes. Eksistensen av en aksjemarkedsnemnd kan også styrke øvrige klageordninger som eksisterer per i dag både hva gjelder domstolsbehandling, klage til departementet over Foretaksregisterets beslutning og hva gjelder midlertidig forføyning.

Dersom formålet skal være å redusere antall konflikter, er det viktig at det eksisterer et organ hvor partene direkte eller indirekte kan få råd når de står i en situasjon, og ikke lang tid etterpå.

Vi tror imidlertid ingen av de ovennevnte effekter vil kunne inntreffe med mindre en nemnd har den nødvendige faglige kompetanse i kombinasjon med at nemnden har tilslutning fra store markedsaktører. Disse premisene er derfor etter vår oppfatning avgjørende for at et forslag om aksjemarkedsnemnd i Norge skal være hensiktsmessig.

### 6.7.2 Sverige som modell – fordeler og ulemper

Aktiemarknadsnämnden ("AMN") i Sverige har flere fordeler:

---

<sup>83</sup> I tillegg vil Oslo Børs kunne treffe raske avgjørelser, men disse er rettet mot selskapet, se punkt 6.3, og således ikke et klageorgan for aksjeeierne.

- høy kompetanse/kvalifiserte avgjørelser
- raske avgjørelser
- kombinasjon av delegert kompetanse og klagekompetanse
- bidrar til utvikling av en nyansert praksis hvor momentene som er av betydning kan tillegges vekt også i fremtiden
- mulighet for å være prinsipiell med virkning for fremtiden uten å måtte avgjøre hva som er gjeldende rett (de gir ofte råd mht hva de mener er god skikk)
- tilsynelatende stor tillit i markedet som resulterer i at avgjørelsene ofte respekteres (et inntrykk som vi har, men som vi ikke har sett dokumentert som sådan)
- benyttes av flere styre og rådgivere i forkant av en avgjørelse (kan hindre misbruk)

Ulempene som vi har sett er:

- relativt kostbart for en liten klager (kan også være en fordel for å unngå ubegrunnede klager), men muligheten for å få råd er rimelig – og det veier til en viss grad opp for dette
- avgjørelsene har ikke bindende virkning – men det veies opp av at de følges i praksis
- stor makt i form av ekskludering i praksis av organer som ikke følger råd fra nemnden
- ingen overprøving betyr ikke det samme som at alle avgjørelser er riktige. Med kort saksbehandlingstid og et stort antall avgjørelser kan selvsagt noen avgjørelser være materielt uriktige
- selvregulering anses i utgangspunktet som (i alle fall delvis) negativt fra EU

### 6.7.3 Særlig om utformingen av en norsk aksjemarkedsnemnd

#### **Hvem kan etablere denne:**

Det er etter vår oppfatning helt avgjørende for nytten av en norsk aksjemarkedsnemnd ("AM") at den har tilstrekkelig støtte fra sentrale aktører innen norsk næringsliv og da især fra aktører som er nært knyttet til noterte selskaper.

Støtten fra sentrale aktører kan enten oppnås ved at eksisterende organisasjoner som eksempelvis NUES etablerer en slik nemnd, eller at de organisasjoner som har etablert NUES alene eller sammen med andre etablerer et eget organ eller en egen forening.

En annen mulighet for å få tilstrekkelig tyngde og gjennomslagskraft er at AM etableres av Oslo Børs, utgjør en del av Oslo Børs eller etableres som et uavhengig organ etter modell fra Børsklagenemnden.

Vi er i utgangspunktet av den oppfatning at etableringen bør skje uavhengig av statlige organer eller interesser. Dette blant annet for å kunne stå friere ved sammensetning av nemnden, og for å tiltrettelegge for en god dialog mellom aktørene (selskapene, aksjeeierne og rådgivere) og AM uten risiko for forvaltningsrettslig inngrep fra AM dersom råd fra AM ikke følges.

#### **Beslutningskompetanse:**

Raske avgjørelser er etter vår oppfatning helt vesentlig for å oppnå de formål som vi mener at AM bør søke å nå. Dette kan ikke oppnås uten at de krav som normalt gjelder for



forvaltningsavgjørelser og domstolsavgjørelser i alle fall delvis tilsidesettes. Grunnleggende rettssikkerhetshensyn tilsier derfor at avgjørelser fra AM ikke kan være annet enn rådgivende.

Vi er av den oppfatning at det prinsipielt sett er uheldig å blande sammen forvaltningskompetanse og rådgivningskompetanse ved etablering av AM. AMN i Sverige og Take-over panel i Storbritannia har forvaltningskompetanse, men vi er av den oppfatning at et organ først bør ha opparbeidet seg tillit, og deretter eventuelt kan tildeles forvaltningskompetanse i tillegg. Inntil AM har opparbeidet den nødvendige tillit er det etter vår oppfatning en risiko for at forvaltningskompetanse vil kunne redusere lysten til å benytte organet, da det kan øke risikoen for inngrep dersom rådene ikke følges.

### **Rettslig beslutningsgrunnlag:**

AMs rettslige beslutningsgrunnlag må fastsettes både prosessuelt og materielt.

Prosessuelt må det avgjøres hva som skal til for at AM kan behandle en sak – skal det kreves medlemskap i AM, eller skal AM ha generell kompetanse overfor noterte allmennaksjeselskaper? Vi er tilhenger av det siste, men med visse modifikasjoner som vi kommer tilbake til. Fordelen med at organet skal kunne ha generell kompetanse, er at effekten og anerkjennelsen da lettere og raskere kan oppnås, og ikke minst at minoritetsbeskyttelsen da oppnår best beskyttelse. Ulempene er selvsagt risikoen for å bli rådgitt av et organ som selskapet ikke ønsker råd fra, men det er en viss sannsynlighet for at denne ulempen i praksis vil finne en balansert løsning. Dersom AM uberettiget griper inn og kritiserer selvskaper, vil AM undergrave sin egen troverdighet, og dersom selskaper uberettiget overser råd knyttet til god børsskikk, vil dette kunne få konsekvenser for tilliten til selskapet på sikt.

Hva gjelder materiell beslutningskompetanse, er det især to varianter som fremstår som mest aktuelle. AM kan ha kompetanse utelukkende knyttet til eksisterende materielle regler slik at AM må ta standpunkt til om allmennaksjeloven, verdipapirhandelloven, foretaksregisterloven eller andre gjeldende regler er brutt, eller deres materielle kompetanse kan knyttes opp mot "god børsskikk" slik det er for AMN. Det kan også tenkes at beslutningskompetansen bør avgrenses mot kompetanse som p.t. tilligger eksempelvis Oslo Børs eller Børsklagenemnda. Fordelen med å knytte det opp mot god børsskikk er blant annet at AM da ikke trenger å ta standpunkt til om de materielle reglene er brutt. AM kan da konstatere at når det er tvilsomt om allmennaksjelovens regler er brutt, så er det trolig i strid med god børsskikk å gjennomføre en beslutning uavhengig av om loven er brutt. En annen fordel er at konsekvensen av brudd blir mindre dramatiske. Ved at det ikke konstateres brudd på materielle regler, vil ikke avgjørelsen automatisk kunne tillegges avgjørende vekt ved vurdering av om det foreligger eksempelvis erstatningsansvar. En ulempe er derimot at avgjørelsen ikke kan tillegges like stor vekt ved etterfølgende midlertidig forføyning og evt. klage til departementet med hjemmel i foretaksregisterloven. Domstolene og departementet vil måtte forholde seg til lovbestemmelser og kan ikke på samme måte tillegge "god børsskikk" avgjørende vekt.

I lys av formålet om raske beslutninger, hvor hensynet til grundighet og effektivitet må avveies, bør AM etter vår oppfatning primært uttale seg om hvorvidt god børsskikk er overholdt, og ikke om det foreligger brudd på konkrete rettsregler.

### **Finansiering:**

Kostnadene med AM må selvsagt vurderes når det skal tas standpunkt til om en AM skal etableres. Slik vi ser det må oppstartsfinansiering enten komme via de organisasjoner som etablerer nemnden, ved andre frivillige tilskudd eller ved tilskudd fra staten. Det kan også tenkes at økt gebyr for å være notert kan dekke oppstartskostnadene og noe av driftskostnadene.

Finansiering bør etter hvert komme via gebyrer fra de som benytter ordningen. Vi er av den oppfatningen at slike gebyrer i realiteten vil være en besparelse for de selskaper som benytter AM som rådgiver, i sær i tilfeller hvor en langvarig og kostnadskrevende prosess kunne ha blitt alternativet. Et differensiert gebyrsystem tilsvarende det svenske er etter vår oppfatning hensiktsmessig.

### **Sammensetning**

Ettersom nemndens anerkjennelse er avgjørende for en eventuell suksess, vil en kritisk faktor for AM være å knytte til seg anerkjente personer med særlig kompetanse. Dette kan eksempelvis være professorer, personer med tilknytning til Oslo Børs, Kredittilsynet eller lignende, eller privatpraktiserende advokater. En kombinasjon vil trolig gi større tillit utad og være en styrke til å øke nemndens kompetanse internt også. Det er viktig å ha et tilstrekkelig antall personer å fordele arbeidsbelastningen på for å være sikret å kunne komme med raske avgjørelser. For å oppnå suksess tror vi videre at det er viktig å rekruttere personer som evner å samarbeide og som synes det er interessant å være med på etablering av AM.

Ulempen med å benytte anerkjente personer med ulike bakgrunn er at det kan oppstå interessekonflikter og vanskelige spørsmål om habilitet både generelt og konkret. Det bør derfor etableres egne regler for habilitet og håndtering av interessekonflikter.

Honorar til nemndens medlemmer vil nødvendigvis være nokså høye for å få den spesialiserte kompetansen som det er ønskelig å oppnå. Vi ser imidlertid at det kan være mulighet for en viss rabatt dersom det blir ansett som tilstrekkelig prestisjefyllt å bli forespurt.

For å holde de faste kostnadene så lave som mulig er det primært ønskelig at nemndens medlemmer får betalt per gang de blir engasjert, og ikke i form av faste honorarer.

AM må ha en sekretariatsfunksjon. Ettersom oppdragsmengden normalt vil være begrenset de første årene mens nemnden opparbeider seg den nødvendige tillit i markedet, vil det være en fordel om en sekretariatsfunksjon kan ligge inn under organer som allerede eksisterer. Det er imidlertid viktig at sekretariatet har den nødvendige kompetanse til å kunne besvare spørsmål fra publikum og media. En mellomløsning kan være at sekretariatsfunksjonen går på omgang inntil AM er fast etablert.

### **Saksbehandlingstid og responstid**

Kort saksbehandlingstid er helt avgjørende for at formålet skal nås. Nemnden og dens medlemmer må derfor ha både evne og vilje til å prioritere denne type oppdrag når de kommer inn.

### **Offentliggjøring**

For å oppnå anerkjennelse knyttet til det arbeidet som nemnden nedlegger, og for å kunne etablere en nyansert praksis er det viktig at avgjørelser som hovedregel offentliggjøres.

Unntak må imidlertid oppstilles når hensynet til konfidensialitet tilsier dette, men det må da arbeides med mulighet for senere publisering evt. publisering i anonymisert versjon slik at andre kan dra nytte av det arbeidet som nemnden nedlegger.

### **Når kan nemnden treffe avgjørelse?**

Den siste viktige problemstillingen er spørsmålet om når AM kan treffe en avgjørelse. Dette har vi delt i prosessuell beslutningskompetanse som er behandlet over, og konkret beslutningskompetanse som knytter seg til hva som skal til for at nemnden konkret kan involvere seg i en sak. Det kan tenkes minst tre alternative situasjoner:

- En av partene søker råd hos AM, men ønsker ikke at øvrige potensielle parter/motparter skal bli hørt, eksempelvis at styret ønsker en avklaring på om en bestemt opptreden i forbindelse med en overtakelsessituasjon anses for å være i strid med god børsskikk eller ikke
- Begge partene ønsker en avgjørelse fra AM for å unngå en langsiktig konflikt
- En eller flere saker har fått stor oppmerksomhet i media og markedet "krever" at AM ser på saken uten at det foreligger en konkret klage

Vi anser det som viktig at AM har kompetanse til å bistå og rådgi styret i en konkret situasjon uten at aksjeeierne som sådan eller andre direkte eller indirekte må høres i forbindelse med beslutningen. Vi ser at dette kan være betenkelig i lys av objektivitet, rettferdighet, å få saken så godt opplyst som mulig og lignende, men da dette vil kunne redusere risikoen for tilsidesettelse av minoritetens og aksjeeiernes rettigheter generelt anser vi dette som en vesentlig fordel dersom en slik ordning skal etableres.

Vi er noe usikre på i hvilken grad AM bør kunne behandle en konkret tvist mellom to parter mot den ene partenes vilje. Behovet for å få en rask avgjørelse som AM skal ivareta tilsier imidlertid at det bør være tilrekkelig at en av partene ønsker nemndens avgjørelse. Den av partene som ikke får medhold vil uansett kunne forholde seg til øvrige eksisterende klageordninger som eksempelvis ordinær domstolsbehandling og midlertidig forføyning.

Dersom ingen av de involverte partene ønsker en uttalelse fra AM er vi ytterligere i tvil om AM bør ha kompetanse til å behandle saken av eget tiltak. En slik kompetanse vil primært være basert på den generelle tilliten til markedet, og i mindre grad til konkrete minoritetsrettigheter. Det er imidlertid et poeng at det kan være mange små minoritetsaksjeeiere som hver for seg er for små til å ønske at saken skal behandles, eller at det pga mange upubliserte avgjørelser har oppstått et behov for en nærmere avklaring. I praksis har det vært dokumentert at manglende eierstyring og selskapsledelse ofte resulterer i at små aksjeeiere selger seg ut i stedet for å håndheve sine rettigheter. Også dette kan tilsi at AM bør ha kompetanse i slike tilfeller, men at denne kompetansen bør benyttes unntaksvis, og kun dersom AM mener at det er av viktighet for ivaretagelse av minoritetsrettigheter eller for å avklare tidligere praksis eller for å gi generelle retningslinjer.

#### *6.7.4 Konklusjon*

Vi er av den oppfatning at tiden er moden for å etablere en aksjemarkedsnemnd (AM) i Norge. Dette forutsetter imidlertid bred tilslutning om nemnden. Hvem som gir sin tilslutning vil være avgjørende for om AM bør etableres som et privat organ eller som en del av, eller i tilknytning til eksisterende håndhevingsmekanismer. AM bør være rådgivende og ha

kompetanse til å treffe anbefalinger overfor alle noterte allmennaksjeselskaper. AM bør både kunne behandle saker etter ønske, klage og på eget tiltak, og bør uttale seg om hvorvidt det foreligger brudd på god børsskikk eller hvorvidt et tiltak eller en beslutning vil kunne komme i strid med god børsskikk. Nemnden bør på sikt være selvfinansierende.

## VEDLEGG 1: Oversikt over noen aksjeeierkonflikter i praksis

### Innholdsfortegnelse:

1	INNLEDNING .....	62
2	STYREVALG OG VALGKOMITÉ .....	62
2.1	Innledning.....	62
2.2	Gyldendal ASA.....	62
2.3	Rem Offshore ASA.....	62
2.4	Elkem ASA.....	63
2.5	Valgkomité .....	63
3	RETTEDE EMISJONER.....	64
3.1	Innledning.....	64
3.2	Opticom ASA .....	64
3.3	Deep Ocean ASA.....	65
4	KJØP OG SALG AV EGNE AKSJER.....	66
4.1	Innledning.....	66
4.2	Avantor ASA .....	66
4.3	Choice Hotels Scandinavia ASA .....	67
5	PÅSTÅTT MYNDIGHETSMISBRUK I GENERALFORSAMLINGER .....	67
5.1	Innledning.....	67
5.2	Kværner ASA .....	67
5.3	Tinfos AS/ RUPA AS .....	69
6	INFORMASJONSHÅNDTERING OG DELISTING .....	69
6.1	Innledning.....	69
6.2	Fast Search & Transfer ASA.....	70
6.3	Sysdeco Group ASA .....	70
6.4	Alfa Kraft AB.....	71
6.5	Vital Forsikring ASA .....	71
6.6	Norsk Vekst ASA .....	71
6.7	Kosmos AS.....	72
6.8	Kristiansand Dyrepark ASA.....	72
7	AVTALER MED NÆRSTÅENDE.....	73
7.1	Aker-saken.....	73

## INNLEDNING

Vi har i forbindelse med utredningen om minoritetsrettigheter sett på konkrete saker hvor det fra Oslo Børs eller i media har vært reist kritikk mot selskapsrettslige beslutninger og hvor minoritetsrettigheter kan tenkes å være tilsidesatt. Disse sakene illustrerer etter vår oppfatning en del situasjoner som kan oppstå uten at vi har analysert sakene i detalj. Vi har ikke foretatt en vurdering av om den enkelte saken innebærer brudd på gjeldende regler. Vi har i begrenset grad kunnet kontrollere riktigheten av de faktaopplysninger som oversikten bygger på, og vi har derfor i stor grad angitt kildene for uttalelsene.

## STYREVALG OG VALGKOMITÉ

### Innledning

Det har i flere saker blitt påstått myndighetsmisbruk når aksjeeierflertallet har forkastet et forslag om en eller flere styrerepresentanter fra en aksjeeier med en betydelig eierandel. Slike tilfeller innebærer normalt ikke et myndighetsmisbruk, men vi har i lys av spørsmålet om minoritetsaksjeeiere bør gis en særskilt rett til forholdsmessig representasjon valgt å gjengi enkelte slike saker.

I forlengelsen av spørsmålet om styrerepresentasjon er det også relevant å se på kritikk som har vært reist mot manglende bruk av valgkomité, se punkt 2.5.

### Gyldendal ASA

Trygve Hegnar hadde på det meste en eierandel på 29,61 % i Gyldendal ASA (org. nr. 812 206 222). Han ønsket å være styremedlem i selskapets styre, men aksjeeierflertallet nedstemte dette.

Saken har fått mye oppmerksomhet i media, og særlig de store aksjeeierne og styremedlemmene Erik Must og Kjell Christian Ulrichsen har vært omtalt for å ha et ”anstrengt forhold” til Hegnar.<sup>84</sup>

Den 15. desember 2007 skrev NA24 blant annet dette om Hegnars mening;

*”Hegnar mener det er brudd på god eierskapsstyring at han ikke får styreplass med tanke på at han er nest største aksjonær i forlaget med 29 prosent av aksjene.”<sup>85</sup>*

### Rem Offshore ASA

Den 25. april 2007 hadde Solstad Offshore ASA ("Solstad") via sitt heleide datterselskap Solstad Rederi AS en eierandel på 41,6 % i Rem Offshore ASA ("Rem") (org. nr. 989

---

<sup>84</sup> Se for eksempel: <http://arkiv.na24.no/Nyhet/303625/-+En+personlig+vendetta.html>

<sup>85</sup> Se <http://arkiv.na24.no/Nyhet/274436/Hegnar:+-+Gyldendals+Lille-Putin.html>

284 339).<sup>86</sup> Solstad hadde foreslått en kandidat til styret i Rem. Forslaget var enstemmig innstilt av valgkomiteen den 18. april 2007.<sup>87</sup> På generalforsamlingen den 25. april 2007 fremmet imidlertid Åge Remøy, konsernsjef i Rem, benkeforslag om en annen kandidat. Dette forslaget ble vedtatt, og Solstads forslag ble følgelig nedstemt med drøye 55% mot 44 % av stemmene.<sup>88</sup>

Konflikten mellom Remøy og Solstad har ved flere anledninger fått oppmerksomhet i media. Tidligere har Solstad fremsatt et pliktig tilbud overfor aksjeeierne i Rem. Styret i Rem anbefalte aksjeeierne å ikke godta tilbudet etter anbefaling fra Remøy som var konsernsjef.<sup>89</sup> På dette tidspunktet var Remøy eier av selskaper som til sammen hadde en eierandel på rett over 39% i Rem.

### **Elkem ASA**

Den 23. oktober 2002 hadde Alcoa Inc. ("Alcoa") en eierandel på 46,5% i Elkem ASA ("Elkem") (org. nr. 980 879 925).<sup>90</sup> Alcoa ønsket styreplass i Elkem, men aksjeeierflertallet nedstemte forslaget.

Aksjeeierflertallet bestod av blant annet Orkla ASA ("Orkla"), Folketrygdfondet og Storebrand. I pressen ble saken fremstilt slik at Orkla med flere forsøkte å hindre at Alcoa skulle overta kontrollen i selskapet. Styreformann Finn Jebsen i Elkem har blant annet uttalt til DN den 6. februar 2001 at Alcoa syntes å være i en oppkjøpssituasjon, og det ble derfor stilt spørsmål ved hvorvidt Alcoa ville representere alle aksjeeierne i styret.<sup>91</sup>

### **Valgkomité**

I henhold til NUES-anbefalingen punkt 7 bør selskaper notert på marked i Norge ha en valgkomité. Vi har i forbindelse med utredningen undersøkt omfanget av valgkomité i selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Av 106 store selskaper notert på Oslo Børs var det 31 selskaper som ikke oppfylte NUES sin anbefaling om valgkomité (29%). Av disse var 26 selskaper helt uten valgkomité og fem selskaper hadde valgkomité som ikke fulgte NUES-anbefalingen.

Av 34 selskaper notert på Oslo Axess var det 22 selskaper som hadde valgkomité og tre selskaper som hadde vedtatt å etablere valgkomité i 2009. Seks selskaper uttalte eksplisitt at de ikke hadde valgkomité. For de resterende tre selskapene fant vi ikke informasjon om hvorvidt selskapet hadde valgkomité eller ikke.

---

<sup>86</sup> Se <http://www.newsweb.no/newsweb/atmnt/REM-Solstad+offer+document+Final++TRYKK+int.pdf?id=42104>

<sup>87</sup> Se <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=149160>

<sup>88</sup> Se <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=149854>

<sup>89</sup> Se <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=151972>

<sup>90</sup> Se Børsmelding: <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=70663>

<sup>91</sup> Se [http://www.dn.no/arkiv/article7432.ece?jgo=r2\\_1](http://www.dn.no/arkiv/article7432.ece?jgo=r2_1)

Oversikten viser at selskapene på Oslo Børs som ikke har valgkomité ofte kjennetegnes ved en eller få store hovedaksjeeiere. For selskapene notert på Oslo Axess var begrunnelsen som regel eierstrukturen og/eller selskapets størrelse.

Manglende bruk av valgkomité har vært kritisert i et minoritetsvernperspektiv. Folketrygdfondets sjef Olaug Svarva har blant annet uttalt at det er beklagelig, og at:<sup>92</sup>

*” ...det er en fordel med valgkomiteer både for prosessen med valg av representanter til styret, og fordi man får en god gjennomgåelse av kandidatene før en generalforsamling.”*

Blant de selskapene som Svarva kritiserte er blant annet Olav Thon Eiendom, Fred. Olsen Energy, Farstad og Odfjell. I samme artikkel sier pressetalsmann ved Oslo Børs, Tor Arne Olsen;

*”Vi anbefaler sterkt at selskapene har valgkomiteer. Det innebærer en betydelig demokratisering, i det flertallet i valgkomiteen bør være uavhengig av styret. Det følger anbefalingene for god corporate governance.”*

## RETTEDE EMISJONER

### Innledning

Rettede emisjoner hvor fortrinnsretten etter asal § 10-4 fravikes innebærer potensielt sett en utvanning av eksisterende aksjeeiere og/eller en tilsidesettelse av grunnleggende likhetsprinsipper. En rettet emisjon kan også endre på maktbalansen mellom aksjeeierne/aksjeeiergrupperingene i et selskap. Det har vært flere eksempler på at rettede emisjoner har fått stor oppmerksomhet i media.

### Opticom ASA

Den 8. november 2005 gjennomførte Opticom ASA ("Opticom") (org. nr. 871 093 482) en rettet emisjon basert på styrefullmakt. Emisjonen var rettet mot Simpsons Financial Limited ("Simpsons"). Samme dag gjennomførte Carnegie ASA et tvangssalg i Opticom av aksjer tilhørende i hovedsak aksjeeierne Keith og Fussel. Aksjene som ble tvangssolgt tilsvarte ca. 15% av aksjekapitalen i selskapet.

Emisjonen vakte reaksjoner i markedet. Simpsons hadde tilknytning til Keith og Fussel, og ble antatt å støtte det sittende styret. Investorene som var i ferd med å kjøpe seg opp i Opticom, herunder gjennom tvangssalget, reagerte.<sup>93</sup> Investorene fremsatte blant annet forslag om valg av nytt styre, redegjørelse for styrets beslutning om emisjonen og granskning av emisjonen etter asal §5-25.

<sup>92</sup> Se Dagens Næringsliv den 28. august 2008, s. 8.

<sup>93</sup> Investorene var her Orkla, Petter Stordalen med selskaper, Øystein Stray Spetalen med selskaper med flere.



I tillegg til at saken ble omtalt i media vurderte Oslo Børs om det forelå brudd på gjeldende børsregelverk. Kritikken i media og Oslo Børs sin vurdering av saken knytter seg til hensikten bak emisjonen og om styrefullmakten ble benyttet for å opprettholde eller gjenopprette kontrollen i selskapet.

Emisjonen ble gjennomført ved utstedelse av 1 327 985 nye aksjer til NOK 68 per aksje. Opticoms sluttkurs den 16. november var NOK 93,5 per aksje som tilsvarte en urealisert gevinst for Simpsons på MNOK 34 etter kun åtte dager. Det var uklart om Simpsons var ment å være en slags mellommann for andre investorer. Det var også uklart hvilke investorer som eventuelt skulle få tegne aksjer. Avtalen tilførte Opticom til sammen MNOK 90,3.<sup>94</sup>

Børsklagenemnden fant det overveiende sannsynlig at hovedhensikten med emisjonen var at styret ønsket å opprettholde kontrollen i Opticom. Det presiseres at dersom hovedhensikten var å sikre selskapets fremtidige finansiering kunne likebehandling av aksjeeierne vært ivarett gjennom for eksempel en etterfølgende reparasjonsemisjon. Børsklagenemnden kunne ikke se at det forelå saklig grunn til å rette emisjonen mot én aksjeeier som måtte antas å støtte det sittende styret.<sup>95</sup> Børsklagenemnden la særlig vekt på det nært sammenfallende tidspunktet for tvangssalget og emisjonen.

Videre uttales i vedtaket:

*”riktignok måtte aksjonærene forvente at selskapet skulle utvide kapitalen gjennom en rettet emisjon, men det var intet som tilsa at den måtte rettes mot den aksjonær som utgjorde del av det sittende styrets maktgrunnlag”*

Opticom ble ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende åtte ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsforskriften.<sup>96</sup> Overtredelsen gjaldt uberettiget forskjellsbehandling av aksjeeiere og for sen offentliggjøring av informasjon.<sup>97</sup>

## Deep Ocean ASA

Den 16. mai 2008 gjennomførte Deep Ocean ASA ("Deep Ocean") (org. nr. 980 722 805) en rettet emisjon basert på styrefullmakt. Emisjonen ble rettet mot Trico Marine Services Inc. ("Trico Marine").

Forut for emisjonen var rederiet DOF ASA ("DOF") en stor aksjeeier i Deep Ocean. DOF eide nesten 40 % av aksjene, men var ikke selskapets største aksjeeier. Den 16. mai 2008 kjøpte Trico Marine en stor andel på 35 728 955 aksjer i Deep Ocean til NOK 32 per aksje. Den ovennevnte emisjonen ble gjennomført samme dag. Emisjonen ble gjennomført ved utstedelse av 20 millioner nye aksjer til NOK 32 per aksje. Etter dette fikk Trico Marine en eierandel på 51,5 %, og overtok kontrollen i selskapet.<sup>98</sup>

---

<sup>94</sup> Se <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=116955>

<sup>95</sup> Se Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2006 punkt 5.4.1, s 66 flg.

<sup>96</sup> Overtredelsesgebyret var på totalt NOK 880.000 jf børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og §23-8.

<sup>97</sup> Se Børsklagenemndens sak 2/2006.

<sup>98</sup> Se Børsmelding; <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=210647>

DOF-ledelsen kritiserte i ettertid Deep Ocean blant annet for at DOF's representant i styret ikke ble informert om emisjonen i forkant.

DOF skal ifølge uttalelser i media ha følt seg overkjørt som aksjeeier.

Trico Marine la den 16. mai 2008 inn bud på Deep Ocean-aksjen til kurs NOK 32, som var tilsvarende kurs som i emisjonen.<sup>99</sup> DOF solgte sine aksjer til Trico Marine, og satt da, til tross for emisjonen, igjen med en gevinst på nesten NOK 100 millioner.

## KJØP OG SALG AV EGNE AKSJER

### Innledning

Allmennaksjeselskaper kan erverve egne aksjer, jf asal kapittel 9. Det er ikke gitt særlige regler i asal om hvordan tilbakekjøp av egne aksjer konkret skal gjennomføres. Det alminnelige utgangspunktet om restriksjoner ved forskjellsbehandling av aksjeeiere gjelder her, jf børsforskriften § 23-8. I konkrete saker har det vært påstått at ervervet eller avhendelsen av egne aksjer strider mot det grunnleggende likhetsprinsippet.

### Avantor ASA

Den 11. januar 1999 kjøpte Avantor ASA ("Avantor") (org. nr. 936 647 774) 644 000 egne aksjer fra enkelte større aksjeeiere i en "book building" prosess.<sup>100</sup> Noen av de store aksjeeierne fikk først et direkte tilbud om salg av aksjer. Da børsmeldingen om ervervet kom den 12. januar fikk samtlige aksjeeiere tilbud om å selge aksjer til selskapet den 12. og 13. januar. Selskapet ville imidlertid ikke erverve mer enn 5 % av aksjekapitalen.<sup>101</sup> Den andre transjen som var ment å rette seg mot mindre og små aksjeeiere ble raskt fylt opp av profesjonelle aktører i markedet. Oslo Børs har kritisert selskapet for at ikke alle aksjeeiere fikk en reell mulighet til å akseptere tilbudet.<sup>102</sup>

Oslo Børs argumenterer med at de krav som knytter seg til likebehandling og gjennomsiktighet som utgangspunkt best kan ivaretas dersom selskapets transaksjoner i egne aksjer foretas på Oslo Børs. I dette tilfelle anbefalte Oslo Børs at det skulle vært fremsatt et generelt tilbud som omfattet alle aksjeeierne, og at tilbud skulle vært rettet til den enkelte aksjeeier.<sup>103</sup> Oslo Børs valgte imidlertid ikke å gå videre med saken, men fremsatte noen synspunkter vedrørende fremtidige tilbud om å kjøpe egne aksjer. På generelt grunnlag la Oslo Børs frem hvilke opplysninger som bør fremgå av et tilbudsdokument. Fra listen fremkom opplysninger om tilbudet og dets vilkår, bakgrunnen og motivet for tilbudet, opplysninger om aksje- og eierforholdet i selskapet samt skattespørsmål.<sup>104</sup>

---

<sup>99</sup> Se Børsmelding; <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=210647>

<sup>100</sup> Se Oslo Børs Vedtak og Uttalelser, 1999, s 76.

<sup>101</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=11345>

<sup>102</sup> Se Børssirkulære nr. 2/99.

<sup>103</sup> Se Børssirkulære nr. 2/99, s 7.

<sup>104</sup> Se Oslo Børs Vedtak og Uttalelser, 1999, s 77.

## Choice Hotels Scandinavia ASA

Den 13. og 14. februar 2003 kjøpte Choice Hotels Scandinavia ASA ("CHS") (org. nr. 917 991 014) egne aksjer. Styret hadde fullmakt til å kjøpe inntil ti prosent av selskapets aksjer.

Petter Stordalen med selskaper kontrollerte på dette tidspunktet 44,6 % av stemmene i CHS og Stordalen var i tillegg styreformann og konsernsjef i selskapet.

K Capital Partners var i februar 2003 i ferd med å kjøpe seg opp i CHS. På samme tidspunkt som K Capital Partners inngikk opsjonskontrakter som økte selskapets mulige kontroll til 44,46 % av stemmene gjennomførte CHS kjøpet av egne aksjer.

Bare store aksjeeiere (utenom Stordalen og K Capital Partners) ble forespurt om å selge aksjer og det ble ikke gitt melding til markedet om selskapets fremtidige tilbakekjøp. Oslo Børs la til grunn at den reelle hensikten bak ervervet var å sikre Stordalens interesser. Kjøpet forhindret K Capital Partners fra å utvide sin kontroll i selskapet ved at antall tilgjengelige aksjer i markedet ble redusert.

Oslo Børs fremhever at unntak fra handel over børs eller børskurs bør ha en saklig begrunnelse, og uttaler i den forbindelse:

*"Ivaretagelse av likebehandlingsprinsippet må bygge på at en i forkant av tilbakekjøpet vurderer hvorledes transaksjonene bør gjennomføres for å ivareta alle selskapets aksjonærer."*<sup>105</sup>

Oslo Børs kom til at aksjeeierne var blitt usaklig forskjellsbehandlet og at dette ikke var saklig begrunnet. Ervervet ble også ansett å stride mot god børsskikk.<sup>106</sup> CHS ble ilagt et overtredelsesgebyr fastsatt til fem ganger kursnoteringsavgiften.<sup>107</sup>

## PÅSTÅTT MYNDIGHETSMISBRUK I GENERALFORSAMLINGER

### Innledning

Flertallsprinsippet i generalforsamlingene er et viktig utgangspunkt, se punkt 3.2 i selve utredningen. En aksjeeier som blir nedstemt i en generalforsamling beskylder i enkelte tilfeller likevel flertallet for myndighetsmisbruk i generalforsamlingen.

### Kværner ASA

Den 29. september 2000 vedtok generalforsamlingen i Kværner ASA ("Kværner")

<sup>105</sup> Se Sirkulære om tilbakekjøp, sirk 2/99.

<sup>106</sup> Se Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2003, punkt 5.3.1 side 78-, som også viser til NAU sine anbefalinger på s.87, NAU skrift nr. 7: Egne Aksjer, s 14.

<sup>107</sup> På totalt NOK 550.000 jf børsloven § 5-12, jf børsforskriften § 25-5 for brudd på §§ 23-8 og 22-1.

(org. nr. 947 636 758 ) en vedtektsbestemmelse om tilbudsplikt. Vedtektsendringen innebar også en stemmerettsbegrensning som rammet aksjeeierne Kjell Inge Røkke og Aker Maritime ASA ("Aker Maritime"). Den nye vedtektsbestemmelsen ble vedtatt samtidig som Røkke og Aker Maritime holdt på å kjøpe seg opp i selskapet, men ennå ikke hadde fått stemmerett.<sup>108</sup>

Bestemmelsen lød:

*”§ 8 Tilbudsplikt*

*Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 30% av stemmene i selskapet, kan ikke utøve stemmerett for de aksjer som overskrider grensen på 30%, uten å ha gitt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, avgjørelsen av spørsmålet om grensen på 30% er overskredet skal bestemmelsene om konsolidering av eierandeler og unntak fra tilbudsplikten i de til enhver tid gjeldende regler om tilbudsplikt for børsnoterte aksjer etter norsk rett legges til grunn.*

*For et eventuelt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet gis de til enhver tid gjeldende regler om tilbudsplikt for børsnoterte aksjer i norsk rett anvendelse så langt disse reglene passer, herunder bl.a. reglene om prisfastsettelse og gjennomføring.*

*Styret avgjør om stemmerettsbegrensningen kommer til anvendelse, herunder om et fremsatt tilbud er i samsvar med bestemmelsene i annet ledd.”*

Bestemmelsen var svært omstridt og ble diskutert mye i juridisk teori.

Den 27. desember 2000 skrev Dagens Næringsliv blant annet dette om Hugo Matres synspunkt i saken:

*”... Kværner misbrukte sin makt da ledelsen endret reglene på generalforsamlingen slik at Kjell Inge Røkke ikke kunne stemme for mer enn 30 prosent av aksjene uten å tilby seg å kjøpe alle aksjene i Kværner.”<sup>109</sup>*

Spørsmålet som ble reist var hvorvidt flertallet kunne vedta en slik bestemmelse i vedtektene, og hvilket flertallskrav som gjaldt.

Matre argumenterte for at det utgjør *”en så urimelig avveining av aksjeeiernes interesser i den aktuelle situasjon, at vilkåret bare kan vedtas med enstemmighet på generalforsamlingen.”<sup>110</sup>*

Ledelsen i Aker Maritime stilte spørsmål til Kværner om gyldigheten av begrensningen. Kværner skrev i sitt svar til spørsmål fra ledelsen i Aker Maritime at Kværner oppfylte sin

<sup>108</sup> Se Hugo P. Matre; ”Vedtektskonflikt i Kværner”, Revisjon og Regnskap 7/ 2000 s 54 (ROR-2000-07-54) se s.1

<sup>109</sup> Se <http://www.dn.no/arkiv/article5860.ece>,

<sup>110</sup> Se Hugo Matre; ”Vedtektskonflikt i Kværner”, Revisjon og Regnskap 7/ 2000 s 54, se s. 8.

plikt til å påse at møte- og stemmerett skjedde i henhold til norsk lov og selskapets vedtekter.<sup>111</sup> I det samme brevet skrev Kværner at vedtaket ikke rammes av asal § 5-21 om myndighetsmisbruk.

## **Tinfos AS/ RUPA AS**

Tinfos AS ("Tinfos") (org. nr. 916 763 476) eide aksjer i RUPA AS ("Rupa") (org. nr. 932 768 445). Tinfos ønsket å utdele disse aksjene som ekstraordinært utbytte til sine aksjeeiere, og vedtok dette på generalforsamling. For å kunne gjennomføre dette etterkom generalforsamlingen i Rupa å endre vedtektene slik at aksjeeierne ikke lenger hadde forkjøpsrett. Følgelig ble ikke minoritetsaksjeeiernes forkjøpsrett i Rupa utløst. Saken kom opp for Tinn og Heddal tingrett, der en minoritetsaksjeeier Holta påstod at beslutningene var ugyldig.<sup>112</sup>

Retten drøftet hvorvidt opphevelse av forkjøpsrett og utdeling av aksjer som utbytte var myndighetsmisbruk overfor minoritetsaksjeeier, da beslutningene innebar at flertallsaksjeeier i Tinfos fikk direkte kontroll over et flertall av aksjene i Rupa. Videre ble det vurdert om denne fordelingen for majoritetsaksjeeieren var urimelig. Retten kom til at likhetsprinsippet ikke var krenket da fordelingen var en følge av at aksjeeieren var majoritetsaksjeeier i Tinfos fra før. Det ble videre lagt vekt på at Tinfos kunne fått en høyere pris dersom aksjene i Rupa hadde blitt solgt til minoritetsaksjeeieren, men at det var usikkert om et salg ville fått det nødvendige samtykke. Vinningsformålet var således på kort sikt ikke tilstrekkelig ivaretatt, men retten kom til at beslutningene likevel bygde på et saklig og forsvarlig grunnlag. I begrunnelsen kom frem at styret, som følge av at aksjeposten Rupa ikke var en kjerneinvestering og at selskapet måtte bruke mye tid på aksjeeierkonflikter relatert til Rupa, under slike omstendigheter må ha et visst spillerom til å fatte beslutninger, også når formålet er å komme seg ut av aksjeforhold. Beslutningene ble ikke ansett som myndighetsmisbruk.

## **INFORMASJONSHÅNDTERING OG DELISTING**

### **Innledning**

Tilgang på riktig informasjon om selskapet er viktig for at en aksjeeier skal kunne foreta begrunnede investeringer i et selskaper, samt for å treffe riktige beslutninger knyttet til et eventuelt salg av aksjer. Tilgang på informasjon er også viktig for å kunne kontrollere og eventuelt reagere på selskapets beslutninger. Informasjon anses derfor som viktig for et fungerende børsmarked, og det er mange regler i verdipapirhandelloven og børsforskriftens regler som er satt nettopp for å sikre rask, riktig og lik informasjon til alle aksjeeierne. Ved feil eller mangelfull informasjon svekkes aksjeeiernes stilling, og en minoritet som ikke har noen innflytelse på selskapets daglige drift er spesielt sårbar. Ved en delisting vil aksjeeiernes fremtidige krav på informasjon svekkes betraktelig, og det er derfor naturlig å se på saker

---

<sup>111</sup> Se [http://www.dn.no/arkiv/article6021.ece?jgo=c1\\_re&WT.svl=article\\_title](http://www.dn.no/arkiv/article6021.ece?jgo=c1_re&WT.svl=article_title), punkt 1.3.

<sup>112</sup> Se 05-162285TVA-TINN og 05-162316TVA.TINN.

knyttet til delisting i sammenheng med saker hvor det påstås feil eller mangelfull informasjonshåndtering.

### **Fast Search & Transfer ASA**

En sak som illustrerer betydningen av riktig informasjon er Fast-saken. I november 2005 kjøpte Fast Search & Transfer ASA ("Fast") (org. nr. 979 158 831) aksjer i Opticom ASA. Uken før hadde Fast gjennomført en emisjon. 9,9 % av kapitalen innhentet gjennom emisjonen ble benyttet i forbindelse med oppkjøpet.

Oppkjøpet ble kritisert for å ivareta ledelsens og ikke selskapets interesser.

Ledelsen i Fast ble også i 2008 kritisert. Den 8. januar 2008 kjøpte Microsoft Corporation Fast. Denne gangen ble ledelsen i Fast anklaget for regnskapsjuks og manipulering av aksjemarkedet kort tid før de solgte selskapet til et heleid datterselskap av Microsoft Corporation.<sup>113</sup>

Fast ble av Oslo Børs ilagt et overtredelsesgebyr for manglende oppfyllelse av plikten til å varsle børsen underhånden om utsatt offentliggjøring av oppkjøpsforhandlingene.<sup>114</sup>

Flere har ønsket at saken ble behandlet av domstolene, men saken har blitt henlagt av både Økokrim og politiet av ressursmessige årsaker.<sup>115</sup>

### **Sysdeco Group ASA**

En annen sak som illustrerer betydningen av riktig informasjon er Sysdeco-saken. Den 22. august 1995 la Sysdeco Group ASA ("Sysdeco") (org. nr. 980 593 754) frem halvårsregnskapet for første halvår av 1995. Sysdeco fremla en svært positiv beskrivelse av selskapets økonomi og fremtidsutsikter. Blant annet fremkom det :

*”selskapet forventer et betydelig bedre resultat for 1995 sammenlignet med 1994, til tross for fortsatt store investeringer i markedsføring og produktutvikling”.*<sup>116</sup>  
 (Selskapet fikk i 1994 et resultat på NOK 25, 9 mill. før skatt.)

Sysdeco fremla videre den 27. februar 1996 et foreløpig årsregnskap som viste et overskudd før skatt på MNOK 10. Da det endelige regnskapet ble fremlagt viste resultatet en reduksjon på MNOK 227,3, da til minus MNOK 217,3. De nye tallene medførte et vesentlig kursfall for aksjene i Sysdeco, og Sysdeco ble kritisert for forsømmelse av informasjonsplikten.

Oslo Børs behandlet saken og konkluderte med at Sysdeco den 27. februar 1996 gav markedet *”uriktig og villedende informasjon om selskapets økonomiske situasjon”*.<sup>117</sup> Sysdeco ble ilagt et maksimalt overtredelsesgebyr fra Oslo Børs den 18. februar 1997.<sup>118</sup>

<sup>113</sup> Se <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=208268> og <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1434702.ece>

<sup>114</sup> Se børsstyrets vedtak av 23. april 2008.

<sup>115</sup> Siste noteringsdag for aksjene i Fast var 16. mai 2008.

<sup>116</sup> Se Oslo Børs-Vedtak og Sirkulærer 1997 Heftet, s 82 flg.

## Alfa Kraft AB

Alfa-saken er også et eksempel på betydningen av informasjon til markedet. Alfa Kraft AB ("Alfa") (org. nr. 556556-6592 ) reduserte prisen på derivatkontrakten ENOYR-08, med EUR 0,10 hvilket førte til en fortjeneste på ca NOK 70 000 gjennom en handel på 10 MW. Dette ble gjort ved at Alfas trader solgte en liten post og la ut salgsordre på to poster til lavere kurs enn den sist noterte. Samtidig kjøpte traderen en større post til samme kurs. Salgsordrene ble 2,2 og 1,41 minutter senere trukket tilbake. Etter at disse var trukket fortsatte prisutviklingen i kontrakten oppover igjen og Alfa fortsatte å kjøpe. Det ble ikke gjennomført flere salgsforsøk.

Det ble stilt spørsmål ved om Alfas handlemåte var i strid med Nord Pool sine handelsregler da handel foretatt av samme person førte til at kursen på det angjeldende derivat ble liggende under siste kurs når kjøpet ble gjennomført.

Den 24. april 2008 ble Alfa ilagt et overtredelsesgebyr av styret i Nord Pool for markedsmanipulasjon<sup>119</sup>. Alfa klaget vedtaket inn for Børsklagenemden som er klageorgan for Nord Pool, som ved sitt vedtak av 4. juli 2008 opprettholdt vedtaket, men reduserte gebyret.<sup>120</sup>

## Vital Forsikring ASA

AEGON-saken illustrerer også betydningen av hurtig informasjon til markedet. Vital Forsikring ASA ("Vital") (org. nr. 914 782 007) hadde kontakt med det nederlandske forsikringselskapet AEGON. Denne kontakten ble ikke meldt til markedet før etter at Vital mottok overtagelsestilbud fra AEGON den 2. mai 1995. I den forbindelse ble Vital kritisert for ikke å ha informert markedet tidligere. Vurderingen knyttet seg til når informasjonsplikten etter Børsloven og Børsforskriften oppstod.

Børsstyret kom til at Vital Forsikring hadde brutt opplysningsplikten. Børsklagenemden vedtok etter en samlet vurdering å ilegge Vital et overtredelsesgebyr fastsatt til to ganger årlig kursnoteringsavgift.<sup>121</sup>

## Norsk Vekst ASA

Det siste eksemplet knyttet til informasjonshåndtering som vi har funnet grunn til å ta med her er Norsk Vekst-saken. Den 25. august 2005 solgte Norsk Vekst AS ("Norsk Vekst") (org. nr. 952 751 190) store deler av sin investeringsportefølje til et stort internasjonalt investeringsfond (under etablering) forvaltet av Harbour Vest Partners LLC. Salget ble vedtatt av styret uten

---

<sup>117</sup> Se Oslo Børs-Vedtak og Sirkulærer 1997 Heftet, s 99.

<sup>118</sup> Jf. børsloven § 6-3 og børsforskriften § 25-5 for brudd på børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2 første ledd.

<sup>119</sup> På NOK 700 000 for brudd på Marked Conduct Rules punkt 5-1 jf verdipapirhandelloven § 3-8.

<sup>120</sup> Til NOK 500 000. Se Sak 1/2008.

<sup>121</sup> Jf. børsloven §6-3 og børsforskriften §25-5 for brudd på børsloven §4-7 og børsforskriften §5-2 første ledd, se Oslo Børs- Vedtak og Sirkulærer 1996, Sak 1/1996, Heftet s 48 flg.



forutgående informasjon til aksjeeierne. Det omfattende salget ble gjennomført raskt og med umiddelbar virkning.<sup>122</sup>

Erik Must samt flere aksjeeiere reagerte på salget og stilte spørsmål ved lovligheten av transaksjonen. Det ble fremsatt innsigelser mot selskapets saksbehandling og fremgangsmåte, herunder at en beslutning om et slikt salg må treffes av generalforsamlingen og ikke av styret.<sup>123</sup>

Ved ekstraordinær generalforsamling den 26. oktober 2005 ble det vedtatt at styret skulle erklære Norsk Vekst ubundet av avtalen fra 25. august 2005.<sup>124</sup> Vedtaket førte til igangsettelse av voldgiftssak. Kjøperen krevde oppfyllelse av kjøpsavtalen. Norsk Vekst hevdet primært at avtalen var ugyldig fordi styret hadde gått utenfor sin kompetanse. Den 14. august 2006 ble voldgiftsdom avsagt. Voldgiftsdommen slo fast at salget ikke var gyldig.

### **Kosmos AS**

Kosmos AS ("Kosmos") (org. nr. 942 475 918) søkte om strykning fra Oslo Børs. Selskapets generalforsamling hadde besluttet å sende søknad om strykning med 88 % mot 12 % av stemmene i generalforsamlingen. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjeeiere på generalforsamlingen hadde stemt imot strykning. Oslo Børs godtok ikke søknaden om strykning selv om de formelle vilkår for opptak ikke var tilfredsstillt. Oslo Børs begrunnet avslaget især med minoritetsvern betraktninger. Oslo Børs viste til at alle minoritetsaksjeeiere i dette tilfellet hadde stemt mot.<sup>125</sup>

### **Kristiansand Dyrepark ASA**

Generalforsamlingen i Kristiansand Dyrepark ASA ("KDP") (org. nr. 920 165 931) vedtok den 11. mai 2004 å søke om strykning fra notering på Oslo Børs.<sup>126</sup> Oslo Børs vurderte de konkrete forhold som tilsa strykning, blant annet en vurdering av de virkninger en strykning vil ha for selskapet og dets aksjeeiere. Oslo Børs la vekt på at de små minoritetsaksjeeierne ikke hadde et stort og entydig engasjement mot strykning. Det ble her vist til oppmøte og stemmegivningen på generalforsamlingen.<sup>127</sup> Oslo Børs la videre vekt på manglende oppfyllelse av kravet til allmenn interesse, det lave antall aksjeeiere, manglende fri flyt og svært begrensede likviditet i aksjer, samt at to av de større minoritetsaksjeeierne kunne ivareta sine interesser på egenhånd selv om selskapet ble tatt av børs.<sup>128</sup>

---

<sup>122</sup> Se blant annet <http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=2655637>

<sup>123</sup> Se [www.imarkedet.no/php/art.php?id=2655637](http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=2655637)

<sup>124</sup> Se Børsmelding; <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=115617>

<sup>125</sup> Se børsstyrets vedtak av 30. april 1991.

<sup>126</sup> Se Børsens vedtak og uttalelser 2004, punkt 4.2.2 s 63 flg. jf også børsstyrets vedtak 30. april 1991 vedrørende Kosmos AS.

<sup>127</sup> Til forskjell fra saken vedrørende Kosmos AS vist til i punkt 6.7.

<sup>128</sup> Se også børsstyrets vurdering av strykning av Linde-Group ASA. Der ble ikke hensynet til institusjonelle minoritetsaksjeeiere ansett avgjørende i strykningsspørsmålet selv om fire minoritetsaksjeeiere med en eierandel på 19% motsatte seg strykning. Linde-Group ble vedtatt strøket i børsstyrets vedtak av 24. mars 2004 etter å ha solgt hele sin operative virksomhet.



Etter en samlet vurdering innvilget Oslo Børs søknaden om strykning.<sup>129</sup>

## AVTALER MED NÆRSTÅENDE

### Aker-saken

2. april 2009 offentliggjorde Aker ASA og Aker Solutions ASA at Aker ASA og enkelte av dets heleide datterselskaper hadde inngått avtaler med Aker Solutions AS, et datterselskap av Aker Solutions ASA, hvoretter Aker-selskapene overdro visse eiendeler til Aker Solutions AS.<sup>130</sup> Selskapene offentliggjorde samtidig at Aker Solutions ASA hadde til hensikt å finansiere Aker Solutions AS' kjøp ved å utstede et obligasjonslån i markedet, og at Aker ASA hadde bekreftet tegning av en milliard kroner i dette lånet. Per 2. april 2009 eide Aker ASA 60% av aksjene i Aker Holding AS, som igjen eide omtrent 40% av aksjene i Aker Solutions ASA. Aker ASA hadde således på avtaletidspunktet en indirekte eierandel i Aker Solutions ASA på omtrent 24%.

Avtalene fikk betydelig oppmerksomhet i media.<sup>131</sup> Bakgrunnen for dette synes å ha vært tredelt. For det første ble det hevdet at de relevante eiendeler ble overdratt til en for høy pris, slik at transaksjonene medførte en verdiforskyvning i favør av Aker ASA. Bakgrunnen for dette synes dels å ha vært uttalelser fra ulike analytikere, og dels en negativ utvikling i kursen på Aker Solutions ASAs aksjer etter at transaksjonene ble offentliggjort.<sup>132</sup> For det andre ble det hevdet at kjøpsavtalene ikke var bindende for Aker Solutions AS, da avtalene ikke var godkjent i Aker Solutions ASAs generalforsamling. For det tredje ble det hevdet at Aker Solutions ASAs utstedelse av obligasjoner måtte godkjennes av Aker Solutions ASAs generalforsamling. Argumentene ble særlig fremført av den norske stat ved Nærings- og handelsdepartementet, som på avtaletidspunktet eide 30% av aksjene i Aker Holding AS, og som etter aksjeeieravtalen i Aker Holding AS kunne øve innflytelse på Aker Holding AS stemmegivning på generalforsamlinger i Aker Solutions ASA i saker etter asal. § 3-8. Aker ASA, Aker Solutions ASA og de involverte datterselskaper tilbakeviste dette. Ad prisspørsmålet ble det vist til at de ulike priser var fremforhandlet på armlengdes vilkår, og støttet av en såkalt "fairness opinion" fra DnB NOR Markets. Når det gjaldt kravet om generalforsamlingsbehandling av kjøpsavtalene i Aker Solutions ASA, ble det vist til at kjøpsavtalene ikke var blitt inngått av Aker Solutions ASA, men av Aker Solutions AS, og at de var blitt godkjent av generalforsamlingen i dette selskapet.<sup>133</sup>

Etter det som har fremkommet i media, har Aker Solutions ASA siden besluttet å behandle et eventuelt obligasjonslåneopptak i Aker Solutions ASAs generalforsamling, og å innhente ytterligere verddivurderinger av de overdratte eiendeler. Det er derimot ikke offentliggjort noen

<sup>129</sup> Se Børsens vedtak og uttalelser 2004, punkt 4.2.2 s 69.

<sup>130</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=234425> og <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=234424>.

<sup>131</sup> Se Dagens Næringsliv, Dagbladet, Verdens Gang, og Aftenposten i perioden 3. April – 23. April 2009

<sup>132</sup> <http://e24.no/boers-og-finans/article3013530.ece>.

<sup>133</sup> Se blant annet <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=234876>, <http://www.akerasa.com/shownews.cfm?path=379&id=915&lid=1>, og <http://www.akerasa.com/shownews.cfm?path=379&id=919&lid=1>.

enighet om saksbehandlingsspørsmålene knyttet til kjøpsavtalene. Statens syn har støtte i juridiske betenkninger fra advokatfirmaene Selmer og Simonsen. Begge disse betenkningene er offentliggjort.<sup>134</sup> Etter det som er opplyst i media støttes Aker ASAs og Aker Solutions ASAs syn for det første av betenkninger av advokatfirmaene Wikborg Rein, BA-HR og Thommessen. Kun Wikborg Reins betenkning er offentliggjort. I tillegg er offentliggjort en betenkning fra BA-HR vedrørende spørsmålet om aksjonæravtalen i Aker Holding AS tilsier at kjøpsavtalene skulle ha vært behandlet i generalforsamlingen i Aker Solutions ASA.<sup>135</sup> Endelig støttes Aker ASAs og Aker Solutions ASAs syn av flere fremtredende juridiske teoretikere som har uttalt seg offentlig om saken, herunder Tore Bråthen og Hugo Pedersen Matre.<sup>136</sup>

---

<sup>134</sup> [http://media.aftenposten.no/archive/01011/Rapport\\_fra\\_Advoka\\_1011506a.pdf](http://media.aftenposten.no/archive/01011/Rapport_fra_Advoka_1011506a.pdf) og [http://media.aftenposten.no/archive/01011/Rapport\\_fra\\_Simons\\_1011503a.pdf](http://media.aftenposten.no/archive/01011/Rapport_fra_Simons_1011503a.pdf).

<sup>135</sup> [http://www.akerasa.com/upload/files/090414\\_aker\\_asa\\_revisjonsutvalg\\_redegjorelse.pdf](http://www.akerasa.com/upload/files/090414_aker_asa_revisjonsutvalg_redegjorelse.pdf).

<sup>136</sup> Se blant annet <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1649237.ece>, og <http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/article3026771.ece>.

Det kongelige Justis- og politidepartement  
Att: Tone Ofstad  
Postboks 8005 Dep  
0030 Oslo

Vår ref.: 5000027 gbl

Ansvarlig partner: Sigurd Opedal

Oslo 9. oktober 2008

## **Kommentarer til forslag om endringer i allmennaksjeloven om implementering av direktiv 2007/36/EF om aksjeeierrettigheter**

### **1. INNLEDNING**

Det vises til Justisdepartementets lovavdelings ("Departementet") høringsbrev datert 4. juli 2008 vedrørende ovennevnte.

I det følgende skal Wikborg Rein & Co ("WR") inngi sine kommentarer til de forslag til endringer i allmennaksjeloven (asal) og verdipapirhandeloven (vphl) som Departementet foreslår.

### **2. GENERELLE MERKNADER**

Lovendringene utgjør Norges gjennomføring av direktiv 2007/36/EF om utøvelse av visse aksjeeierrettigheter i selskaper som er notert på regulert markeds plass ("Direktivet").

Direktivet er i utgangspunktet gitt til beskyttelse av utøvelse av visse aksjeeierrettigheter i børsnoterte selskaper. Departementet har imidlertid foreslått at reglene implementeres for alle allmennaksjeselskaper. WR er av den oppfatning at dette ikke alltid vil være hensiktsmessig, og anbefaler Departementet å gjennomgå de enkelte bestemmelser hver for seg med det formål å vurdere hvilke regler som kun bør gjelde for børsnoterte selskaper.

Av høringsbrevet fremgår det at Departementet har lagt avgjørende vekt på at "selskapsformen allmennaksjeselskap tar sikte på selskaper som henvender seg til allmennheten med hensyn til eierskap, og er av lovgiverne forutsatt å være selskaper med en spredning av aksjene". Denne forutsetningen er imidlertid ikke nedfelt i asal, og det er i dag mange allmennaksjeselskaper som har en begrenset eierfordeling og aksjonærstruktur. De norske allmennaksjeselskapene utgjør en lite homogen gruppe hvor man på den ene siden har små private selskaper med et par aksjeeiere og ingen ansatte og på den annen side store børsnoterte selskaper. Per utgangen av august 2008 var det således 445 registrerte allmennaksjeselskaper i Norge, hvorav 192 av disse var notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

Mange av de bestemmelser som nå foreslås innført passer ikke så bra for mange av de mindre selskapene. Ved å gjøre reglene gjeldende for alle allmennaksjeselskaper, risikerer man at mange mindre allmennaksjeselskaper vil vurdere å omdanne seg til aksjeselskaper for å unngå regler man ikke ønsker, noe som vil kunne påføre selskapene unødvendige kostnader.

Argumentet om at det ikke bør gis egne selskapsrettslige regler for en gruppe av allmennaksjeselskapene (de børsnoterte) synes vi heller ikke er tungtveiende. Det gjelder allerede en rekke særregler for de allmennaksjeselskaper som velger å la aksjene noteres på børs, i første rekke vphls og børslovens regelsett. At det også eksisterer enkelte særregler som faller innenfor den selskapsrettslige disiplin er etter vår oppfatning ikke en god begrunnelse for å innføre regler som ikke passer for alle unoterte selskaper.

WR vil anbefale at følgende regler forbeholdes børsnoterte allmennaksjeselskaper:

- 21 dagers innkallingsfrist til generalforsamling
- Bestemmelser som omfatter publisering av informasjon på selskapets hjemmeside
- Særlige begrensninger i aksjeeiernes rett til å overdra aksjer i en bestemt periode før en generalforsamling

På side 3 i Departementets brev står det ”*Departementet har likevel vurdert en mellomløsning, der allmennaksjeselskaper som ikke er børsnoterte, gis adgang til å gjøre unntak fra enkelte av direktivets krav i sine vedtekter. Dette gjelder for eksempel kravet til å ha en hjemmeside på internett...*” WR er enig i at muligheten for vedtektsfestet unntak kan være et alternativ, men vi kan ikke se at dette er drøftet i punkt 2.4 eller foreslått i lovforslaget slik det vises til på side 3. Vi ber derfor Departementet om å se nærmere på dette.

### **3 NÆRMERE OM INNKALLINGSFRIST TIL GENERALFORSAMLINGEN**

I utgangspunktet er en lenger innkallingsfrist etter vår oppfatning egnet til å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser, ettersom dette gir aksjeeieren bedre muligheter til å sette av tid, og forberede seg til slike generalforsamlinger.

Andre hensyn trekker imidlertid i motsatt retning. Ved å oppstille en generell innkallingsfrist til generalforsamlinger på 21 dager, umuliggjør man i praksis bruk av generalforsamling i hastesaker. Spørsmål som det kunne ha vært hensiktsmessig å få behandlet i generalforsamlingen må da behandles av styret for å få en rask avgjørelse der hvor det er adgang til det, for eksempel ved bruk av styrefullmakter fra generalforsamlingen. Lang innkallingsfrist kan benyttes som argument for hvorfor styrebehandling og tildeling av styrefullmakt vil være nødvendig. Reglene vil også kunne innebære at bruken av styrefullmakter øker, både hva gjelder fullmakt til utstedelse av nye aksjer, fullmakt til opptak av konvertibelt lån og fullmakt til erverv av egne aksjer.

Selv om styresammensetningen i børsnoterte selskaper skal ivareta hensyn til uavhengighet, vil ikke dette nødvendigvis være tilfelle i allmennaksjeselskaper som ikke er børsnoterte. Oftest vil en aksjemajoritet i større eller mindre grad være representert i styret. Økt bruk av styrefullmakter kan derfor være en svekkelse av minoritetens rettigheter.

Vi registrerer at forslaget innebærer at generalforsamlingen med samme flertall som for vedtektsendring kan beslutte at innkalling til ekstraordinær generalforsamling skal kunne kunngjøres senest 14 dager før møtet skal holdes, forutsatt at aksjeeierne kan delta på generalforsamlingen elektronisk. Vi anser det som positivt at det på denne måten åpnes for at generalforsamling skal kunne avholdes med 14 dagers innkallingsfrist slik som i dag. For især mindre allmennaksjeselskaper vil det imidlertid kunne være lite hensiktsmessig å innføre systemer for elektronisk deltagelse på generalforsamling, dersom systemkostnadene blir for høye. 14 dagers innkallingsfrist vil i så fall i praksis være avskåret, med de ulemper det medfører for minoritetene, som angitt ovenfor, i forhold til blant annet styrefullmakter mv.

Av denne grunn er vi av den oppfatning at 21 dagers innkallingsfrist bør forbeholdes børsnoterte selskaper, og at unntakene gjøres så omfattende som Direktivet hjemler og Departementet har foreslått.

Hva gjelder innkallingsfristen i takeover situasjoner spesielt, ber vi Departementet vurdere om det er en feil i forslaget til lovtekst. Lovteksten i vphl § 6-17 viser til ”vedtektsfestede tiltak”, mens regelen i vphl § 6-17, annet ledd som det vises til i forslaget, ikke angår ”vedtektsfesting”, men en beslutning i generalforsamlingen. Alternativt kan det tenkes at henvisningen er ment å være til tredje og fjerde ledd som begge gjelder vedtektsfestede tiltak og/eller om det egentlig er ment å henvise til annet og fjerde ledd. Det kan også reises spørsmål ved om unntaket som er foreslått i vphl § 6-17 knyttet til vedtektsfestet frist bør presiseres. Slik forslaget til lovtekst er formulert, kan bestemmelsen tolkes som om enhver vedtektsfestet forlengelse av innkallingsfristen til generalforsamling også får anvendelse i de spesielle situasjonene som er omhandlet i vphl § 6-17. Hensynene bak vphl § 6-17 og begrunnelsen bak en kortere innkallingsfrist i slike situasjoner er såpass spesiell at det etter vår vurdering bør kreves eksplisitt fravikelse av denne fristen i vedtektene for at den skal legges til grunn. Vi ber Departementet på denne bakgrunn om å vurdere om vphl § 6-17 (6) i stedet bør endres til:

*”(6) Innkalling til generalforsamling for beslutning av tiltak som nevnt i annet og fjerde ledd kan, uten hensyn til reglene i allmennaksjeloven § 5-10, kunngjøres senest to uker før møtet skal holdes, med mindre vedtektene uttrykkelig setter en lengre frist for innkalling for beslutning av ovennevnte tiltak.”*

Uavhengig av om Departementet velger å presisere lovteksten på dette punktet anbefaler vi at det presiseres i forarbeidene at generell forlenget innkallingsfrist ikke vil være tilstrekkelig.

I tillegg til at henvisningene i vphl § 6-17 kan være uklare, gjelder dette også henvisningen fra asal § 5-10(6) til vphl § 6-17 annet og tredje ledd. Vi anmoder Departementet særlig om å se på om henvisningene totalt sett blir korrekt i lys av at Direktivet kun henviser til direktiv 2004/25/EF 21. april 2004 artikkel 9(4) og 11(4). Det er eksempelvis ikke henvist til artikkel 9(4) i vphl § 6-17, tredje ledd.

#### **4. EN AKSJEEIERS RETT TIL Å FÅ SAKER PÅ DAGSORDEN OG TIL Å FREMME ALTERNATIVE FORSLAG TIL VEDTAK**

WR er positiv til at aksjeeiernes rett til å fremsette forslag til saker på dagsorden til generalforsamlingen presiseres. Per i dag benyttes det ulik ordlyd i asal § 5-7 (”emne”), i overskriften i asal § 5-11 (”saker”) og i selve teksten i asal § 5-11 (”spørsmål”).

Praktiseringen av retten til å fremsette forslag til saker innebærer imidlertid etter vår oppfatning en avveining av aksjeeiernes rett til å få saker eller spørsmål behandlet av generalforsamlingen og styrets og generalforsamlingens rett til å foreslå og å avgjøre dagsorden jf blant annet asal §§ 5-10 og 5-14. WR er usikker på om de foreslåtte endringene er ment å endre rettstilstanden og om de eventuelt klargjør rettstilstanden.

WR vil for det første anbefale Departementet å utrede om eksisterende ordlyd i asal § 5-11 tilfredsstillende Direktivets krav om en "rett til å få saker satt på dagsorden". Slik bestemmelsen er utformet i dag har styret et visst skjønn mht. hvordan spørsmålet skal behandles (eksempelvis som en egen sak eller som en del av en sak som allerede står på dagsorden). Styrets og generalforsamlingens rett til å foreslå og fastsette dagsorden vil blant annet kunne hindre misbruk av retten til å få spørsmål behandlet av generalforsamlingen dersom dette skjer ved illojalt forsøk på utforming av saksangivelsen, eksempelvis dersom saksangivelsen utformes for å gjøre en eller flere av de øvrige aksjeeierne inhabil i generalforsamlingen. Et eksempel på en rettsavgjørelse som illustrerer dette er en avgjørelse fra Oslo tingrett av 21. juli 2008<sup>137</sup>. Å gi en eksplisitt rett til å få en bestemt saksangivelse inntatt på dagsorden vil etter vår oppfatning være uheldig. WR synes det er noe uklart om formålet med Direktivet er å gi en slik eksplisitt rett, og om formålet med endringsforslaget til asal § 5-11 er å gi en slik rett, jf "spørsmålet settes på dagsorden" og "melde en sak til dagsordenen" i hhv. andre og tredje setning. WR anbefaler Departementet å utrede dette nærmere, og å ikke innføre en eksplisitt rett med mindre dette anses å være et krav etter Direktivet.

I et minoritetsperspektiv er det videre en fordel å ha krav på behandling av "spørsmål" slik ordlyden i asal § 5-11 er utformet i dag, da dette stiller mindre krav til selve utformingen av spørsmålet enn Direktivets minstekrav. Departementet har foreslått at det oppstilles et krav om at "forslag til vedtak eller begrunnelse" inntas i henvendelsen fra aksjeeieren. Dette vil således redusere minoritetens rettigheter sammenliknet med gjeldende rett, og vi ber Departementet vurdere om en slik innskrenkning av aksjeeiernes rettigheter er nødvendig.

Hva angår fristspørsmålet skal det bemerkes at slik regelen er lagt opp fra Departementets side, så vil det i første rekke være på ordinære generalforsamlinger at denne retten kan benyttes av aksjeeierne ettersom aksjeeierne ellers normalt ikke kjenner til når fristen for innkallelse til generalforsamlingen starter (for ekstraordinære generalforsamlinger). Styret kan således i realiteten begrense retten til å gjelde for ordinære generalforsamlinger. Etter WR's oppfatning synes det likevel å være tilstrekkelig at aksjeeierne gis en slik begrenset anledning til å få spørsmål behandlet av generalforsamlingen. Det vises i den forbindelse til at aksjeeiere som representerer minst en tjuedel av aksjekapitalen uansett har krav på at det innkalles til ekstraordinær generalforsamling etter asal § 5-7.

Etter vår oppfatning er det viktig at lovteksten skiller klart mellom retten til å fremme forslag til saker på dagsorden for generalforsamlingen og retten til å fremme alternative forslag til vedtak før og under generalforsamlingen, og det kan stilles spørsmål ved om ikke disse burde ha vært behandlet adskilt og ikke som en del av samme setning i forslaget til asal § 5-11. WR synes også det er noe uklart om det er meningen å endre gjeldende rett når Departementet foreslår å inkludere "og har rett til å fremsette forslag til vedtak". Etter vår oppfatning har aksjeeiere rett til å fremsette forslag til vedtak også i dag, og dette er en viktig og praktisk minoritetsrettighet. Vi er således av den oppfatning at det ikke bør innføres frister (eller krav

---

<sup>137</sup> Sak nr 08-061564KON-OBYF/2.

om skriftlighet) for å fremsette slike alternative forslag. Bakgrunnen for dette er at det ofte er i debatten i selve generalforsamlingen at behovet for alternative forslag viser seg, og enkelte aksjeeiere har kanskje ikke full innsikt i sakens detaljer før saken blir redegjort for i generalforsamlingen. Etter vår oppfatning bør retten til å fremsette alternative forslag heller ikke begrenses til aksjeeiere som innehar mer enn 5 % av aksjene. Vi synes imidlertid det er viktig at det i forarbeidende fremkommer klart at man ved denne presiseringen ikke gjør noen endringer i gjeldende rett, og da i sær i form av at det ikke innføres noen rett til å få votert over forslaget til vedtak. Dersom det fremsettes flere alternative forslag til vedtak som er innbyrdes motstridende må generalforsamlingen på samme måte som i dag kunne stemme over og treffe en beslutning basert på ett forslag til vedtak, uten å måtte gjennomføre en separat avstemning knyttet til hvert forslag som er fremsatt. Vi anbefaler Departementet å vurdere om det også i lovteksten skal presiseres at det er opp til generalforsamlingen å avgjøre den voteringsrekkefølge som skal gjennomføres (hvilket forslag som det skal stemmes over først) og hvor mange voteringer som er nødvendig.

Vi antar videre at Departementet med lovendringen ikke har til hensikt å endre gjeldende rett med hensyn til grensene for hva alternative forslag til vedtak kan gå ut på. Forslaget til vedtak må eksempelvis ligge innenfor den "sak" som er angitt på dagsorden jf asal § 5-14.

Børsnoterte selskaper bør etter vår oppfatning ha en plikt til å publisere alternative forslag til vedtak via internett. Dersom elektronisk avstemming gjennomføres, bør plikten til å publisere alternative forslag også gjelde frem til avholdelse og ved gjennomføring av generalforsamlingen. Dette vil styrke minoritetens rettigheter ytterligere, og så lenge slik publisering kan skje via internett eller i forbindelse med elektronisk avstemning vil dette i begrenset grad medføre merarbeid for selskapet. Vi er derfor enige med Departementets forslag om å pålegge slik publisering "straks" jf asal § 5-11 (1) og (3).

## **5. INTERNETTSIDER OG ELEKTRONISK UTSENDELSE**

Departementet har i flere bestemmelser foreslått at informasjon til aksjeeierne skal gjøres tilgjengelig på selskapets internettsider. Det er langt fra alle allmennaksjeselskaper som per i dag har en egen internettside. Som nevnt i punkt 2 over er det en lang rekke allmennaksjeselskaper som ikke er børsnoterte selskaper og flere av disse har et begrenset antall aksjeeiere. Å pålegge alle disse å opprette en internettside er i seg selv et kostnadskrevende tiltak, selv om de årlige kostnadene forbundet med dette kan være begrenset. WR er imidlertid mer skeptisk til begrunnelsen for å skulle kreve at samtlige aksjeselskaper skal offentliggjøre en rekke dokumenter på internett. Dette vil omfatte dokumenter som per i dag ikke er offentlige, og i allmennaksjeselskaper med få aksjeeiere vil det ikke alltid være i aksjeeiernes interesse å måtte publisere all dokumentasjon knyttet til generalforsamlinger dersom eksempelvis generalforsamlingen skal benyttes som et aktivt forum i forbindelse med eierstyring og selskapsledelse. Vi er derfor av den oppfatning at kravet om internettside og om offentliggjøring av informasjon på internett ikke bør gjøres obligatorisk for samtlige allmennaksjeselskaper, men begrenses til de børsnoterte selskapene. Som et alternativ kan det åpnes for at selskaper som ikke er børsnoterte kan fastsette i vedtektene at selskapet ikke skal ha egen internettside, og at de krav som følger av loven til publisering på en slik internettside således skal gjøres tilgjengelig for aksjeeierne på annen måte. WR anmoder således Departementet om å vurdere om ordningen bør etableres som en mulighet for øvrige allmennaksjeselskaper enn de børsnoterte, men ikke som et krav.

WR er positiv til Departementets forslag om at innkalling til generalforsamling kun må gjøres tilgjengelig på internett i kombinasjon med at det sendes en skriftlig henvendelse til alle aksjeeiere. Dette vil være svært besparende for store selskaper med mange aksjeeiere. Bestemmelsen bør imidlertid åpne opp for at selskaper som ikke er børsnoterte og som ikke har egen internettside kan velge å sende innkallingen og alle saksdokumentene til aksjeeierne per ordinær post.

Slik vi leser Direktivet Artikkel 5 åpner dette opp for utsendelse av slik henvendelse per e-post. Selv om Departementet under henvisning til især Ot. prp. nr 108 (2000-2001) er negativ til dette, er WR av den oppfatning at den teknologiske utviklingen fra 2000 og frem til i dag tilsier at tiden er moden for å endre reglene slik at selskapene kan vedtektsfeste slik utsendelse per e-post, dog slik at det alltid må være mulig å kreve henvendelser tilsendt per ordinær post. Dette vil være en vesentlig forenkling for mange allmennaksjeselskaper, og de aller fleste av investorer og aksjeeiere har i dag tilgang til e-post og bruker dette som den daglige kommunikasjonsform. Å åpne for dette vil kunne innebære økt besparelse for selskapene, og også en ytterligere miljømessig besparelse. Så lenge de aksjeeierne som krever det har krav på å få informasjon tilsendt per ordinær post, er vi av den oppfatning at fordelene med et slikt system oppveier ulempene som det innebærer for aksjeeieren å måtte gi melding om at vedkommende ønsker dette tilsendt per post.

## **6. STEMMEGIVNING PÅ FORHÅND - ELEKTRONISK STEMMEGIVNING**

Departementet har foreslått en regel hvor selskapet selv kan fastsette i vedtektene at det skal være mulig å avgi stemme på forhånd.

Det viktigste motargumentet mot forhåndsstemming er muligheten for at forslagene til vedtak endres eller presiseres etter at stemmegivningen har skjedd. Etter dagens regler kan en aksjeeier gi fullmakt med stemmeinstruks. For de aksjeeiere som velger å gi fullmakt er det således i realiteten allerede en mulighet til å avgi stemme på forhånd. Forskjellen vil således primært ligge i hvem som får ansvaret for å avgjøre om stemmen skal regnes med eller ikke, der hvor forslag til vedtak endres. I dag vil det ofte være fullmektigen som må avgjøre om stemmeinstruksen omfatter en bestemt endring. I praksis er det imidlertid vanlig å åpne for at fullmakten kan gis til styrets leder, inkl. fullmakter med stemmeinstruks. Dette innebærer at det i praksis trolig vil være liten forskjell mellom dagens system og at det åpnes for skriftlige stemmer. Vi har ikke sett noen gode grunner til at ikke alle aksjeeiere skal kunne avgi stemme på forhånd uten at dette gjøres formelt sett via fullmakt, eller at det skal være generalforsamlingen som via en vedtektsendring beslutter om den enkelte aksjeeier skal få avgi stemme på denne måte. Vi er derfor av den oppfatning at det er mer naturlig at det er styret som avgjør dette på lik linje med at styret per i dag avgjør om det vil akseptere fullmakter avgitt til eksempelvis styrets leder, og på samme måte som at det er styret som kan beslutte om elektronisk avstemning skal tillates etter forslag til asal § 5-8 a). Å la styret avgjøre dette i begge situasjoner gir også etter vår oppfatning størst konsekvens og harmoni i regelverket.

Etter vår oppfatning vil en generell rett til å stemme på forhånd styrke aksjeeierrettighetene ytterligere. Innvendingene innebærer imidlertid etter vår oppfatning at det bør være opp til



styret å avgjøre om enkelte saker er av en slik karakter at det ikke egner seg for slik forhåndsstemming. Vi foreslår derfor følgende alternativ til lovtekst i § 5-8b:

*”§ 5-8b Skriftlig stemmegivning før generalforsamlingen*

*Med mindre noe annet følger av selskapets vedtekter, kan styret beslutte at aksjeeierne skal kunne avgi sin stemme skriftlig, herunder ved bruk av elektronisk kommunikasjon, i en periode før generalforsamlingen. For slik stemmegivning skal det benyttes en betryggende metode for å identifisere avsenderen. Vedtektene kan fastsette nærmere krav til skriftlig stemmegivning.”*

Det fremkommer ikke av Departementets forslag eller av Direktivet om aksjeeierne må opplyses om retten til skriftlig stemmegivning i selve innkallingen. WR er av den oppfatning at dette normalt bør fremkomme av innkallingen, men at dette ikke bør være en gyldighetsbetingelse. Det hadde vært en fordel om dette kunne presiseres i forarbeidene for å unngå eventuelle uklarheter.

## **7. FORBUD MOT Å INNFØRE SÆRLIGE BEGRENSNINGER I AKSJEEIERNES RETT TIL Å OVERDRA AKSJER I EN BESTEMT PERIODE FØR EN GENERALFORSAMLING**

Direktivet bestemmer at det ikke skal gjelde noen særskilte begrensninger i aksjeeiers rett til å overdra aksjer i perioden mellom en eventuell registreringsdato og dato for generalforsamlingen. Departementets forslag i § 4-15 (3) omfatter også ”avtale mellom aksjeeiere”. Slik vi tolker Direktivet artikkel 7 l. b) er det *selskapsrettslige begrensninger* (lov, vedtekter og beslutninger av selskapets organer) som omfattes, og ikke avtaler mellom aksjeeierne. Direktivteksten fastslår at aksjene ikke skal være ”...subject to any restriction to which they are not subject at other times”. En aksjonær vil normalt (”at other times”) stå fritt til å inngå avtaler om stemmesamarbeid, pantsettelse av aksjene m.m., og å hindre dette vil etter WR’s oppfatning kunne være i strid med ordlyden i Direktivet ettersom aksjonærene i denne perioden da ikke får den avtalefriheten som de ellers har.

WR kan heller ikke se noen gode grunner for å innføre et forbud mot avtaler mellom aksjeeiere, da en slik disposisjon basert på den enkelte aksjeeiers partsautonomi ikke er noe som svekker aksjeeierrettighetene i allmennaksjeselskaper. Et forbud mot å inngå ”avtaler” vil tvert i mot kunne svekke minoritetens rettigheter ettersom eksempelvis konkrete avtaler om stemmesamarbeid knyttet til en generalforsamling kan tolkes for å være i strid med forbudet. Videre vil også avtaler som begrenser disposisjonsretten kunne tenkes å falle inn under dette forbudet, og vi foreslår derfor at lovteksten kun omfatter ”i vedtektene”. På den annen side kan det tenkes øvrige selskapsrettslige beslutninger som kunne tenkes å stride mot Direktivet, og vi anbefaler Departementet å vurdere nærmere hvorvidt disse burde ha vært inkludert. Vi foreslår derfor følgende alternativ til lovtekst i § 4-15 tredje ledd:

*”Det kan ikke bestemmes i vedtektene at det i en bestemt periode før generalforsamling skal gjelde særlige begrensninger i aksjeeierens rett til å overdra aksjer. Slike begrensninger kan heller ikke på annen måte fastsettes av styret eller generalforsamlingen.”*

## 8. ANDRE KOMMENTARER

Direktivet oppstiller bestemmelser om forvalterregistrering av aksjer for de medlemsland som har innført regler som gir forvalter rett til å delta og stemme på generalforsamlingen. Ettersom Norge ikke har bestemmelser om slike rettigheter for forvalter, velger Departementet ikke å implementere Direktivets bestemmelser. Etter WR's oppfatning bør det imidlertid vurderes om forvalter skal kunne delta i og stemme for aksjene på generalforsamlingen.

I henhold til forslag til ny asal § 5-11 a, (3) er det gjort unntak fra fristen på 21 dager i vphl § 6-17 (6), men ikke unntak fra fristen på 21 dager som er hjemlet i ny § 5-10 (2), 3. setning. Vi foreslår derfor følgende alternativ til lovtekst i asal § 5-11 a, (3), annen setning:

*”Dersom innkallingen til generalforsamlingen gjøres tilgjengelig med en kortere frist etter reglene i §5-10 annet ledd eller etter reglene i verdipapirhandelloven § 6-17 sjette ledd, gjelder en tilsvarende kortere frist etter første punktum.”*

\* \* \*

Med vennlig hilsen  
WIKBORG, REIN & CO.

Kompetansegruppen for Selskapsrett