

UiO : **Det juridiske fakultet**

Opsjonsavtaler som økonomiske incentiver i aksje- og allmennaksjeselskaper

Hvilke skranker oppstiller aksjelovene for selskapets oppfyllelse av
opsjonsavtaler?

Kandidatnummer: 202

Leveringsfrist: 15. januar 2014

Antall ord: 36 592



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Opsjonsavtalers opphav og begrunnelse.....	3
1.2	Interessekonflikter og regulering som grunnlag for den videre fremstilling.....	6
1.3	Den videre fremstillingen	10
2	RETTSKILDER OG METODEUTFORDRINGER	11
2.1	Terminologi	11
2.2	Anvendelse av hensyn bak reguleringen på tilgrensende områder.....	12
2.3	Bruk av (under)rettspraksis og teori	14
2.4	Domstolsprøving av forretningsmessige disposisjoner	15
2.5	Corporate Governance-anbefalingens rettskildeværdi	16
3	STYRET OG GENERALFORSAMLINGENS ADGANG TIL Å INNGÅ BINDEnde OPSJONSAVTALE.	20
3.1	Det alminnelige forvaltningsansvar, jf. § 6-12 som kompetansegrunnlag.....	20
3.2	Emisjonsfullmakt etter §§ 10-17, jf. 10-14 som kompetansegrunnlag.....	23
3.2.1	Kan generalforsamlingen overføre den reelle beslutningskompetanse i emisjonsspørsmålet?	24
3.2.2	Tilbakekall av fullmakt	29
3.2.3	Kan myndighet til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett overføres med bindende virkning for selskapet?	33
3.2.4	Fravikelse av fortrinnsretten må være «saklig begrunnet i selskapets interesse»	39
3.2.5	Kan styret på avtaletidspunktet forplikte styret på utøvelsetidspunktet til å vedta kapitalforhøyelse etter § 10-17?	42
3.3	Oppsummering	46

4	HVILKE SKRANKER OPPSTILLER MYNDIGHETSMISBRUKSREGLENE FOR GJENNOMFØRINGEN AV EN OPSJONSAVTALE?	47
4.1	Innledning	47
4.1.1	Kort om myndighetsmisbruksreglenes funksjon og formål	49
4.1.2	Incentiver og selskapets økonomiske formål	50
4.1.3	Likhetsprinsippet	52
4.2	Personelle vilkår	53
4.2.1	Pliktsubjekt	53
4.2.2	Rettighetssubjekt	53
4.2.3	Aksjonærer som erverver aksjer etter at opsjonsavtalen er inngått	54
4.2.4	Selskapet som rettighetssubjekt	55
4.3	Samtykke og passivitet	60
4.4	Materielle vilkår	64
4.4.1	Virkningspotensiale	64
4.4.2	Fordelsbegrepet	67
4.4.3	Urimelighetsvilkåret	67
4.5	Rettsvirkninger	78
4.6	Oppsummering	82
5	UTGJØR FAVØRKURSEN EN DELVIS SELSKAPSFINANSIERING AV DEN ANSATTES AKSJEERVERV, JF. § 8-10?	84
5.1	Bestemmelsens utvikling og funksjon	84
5.2	Tematisk innfallsvinkel	86
5.3	Stiller selskapet midler til rådighet etter § 8-10(1) ved å yte favørkurs?	87
5.3.1	Ytes favørkursen av selskapet eller aksjonærene?	87
5.3.2	Innebærer favørkurs å «stille midler til rådighet»?	88
5.4	Favørkurs og forskriftens unntaksmulighet	95
6	KAN FAVØRKURSEN REPRESENTERE EN ULOVLIG UTDELING FRA SELSKAPET NÅR DEN ANSATTE OGSÅ ER AKSJONÆR, JF. § 3-6?	97

6.1	Verdioverføringen	98
6.1.1	Misforholdet mellom utøvelseskurs og markedskurs	98
6.1.2	Hvilken markedspris skal legges til grunn, når?	102
6.2	Favørkursen må ytes i egenskap av aksjonær.....	107
7	AVSLUTTENDE BEMERKNINGER	116
8	LITTERATURLISTE.....	119

1 Innledning

I denne avhandlingen vil jeg analysere hvilke skranker aksjelovgivningen oppstiller for gjennomføringen av opsjonsavtaler anvendt som økonomisk incentiv for ledende ansatte i aksje- og allmennaksjeselskaper. Aksjelovene bygger på en forutsetning om at det kan oppstå interessekonflikter mellom selskapets ulike interessenter, og en stor del av aksjelovens bestemmelser tar sikte på nettopp å «avveie kryssende hensyn og interesser» som kan gjøre seg gjeldende.¹ Opsjonsavtaler som analyseobjekt etter de alminnelige aksjerettslige reglene, er aktuelt som følge av de interessekonflikter mellom selskapets ulike interessenter som slike ordninger er egnet til å forårsake.

En *opsjonsavtale*² kan kort og noe upresist defineres som en avtale hvor den ene part har gitt den annen en rett, men ikke plikt, til å kreve en bestemt ytelse mot et fastsatt vederlag innen eller ved et fastsatt, fremtidig tidspunkt. Dette forutsetter en tilsvarende plikt for den annen part til å prestere den forutbestemte ytelsen, dersom den motsvarende rett benyttes. Gevinstpotensialet for opsjonshaver ved slike avtaler ligger i differansen mellom vederlagets markedsverdi på tidspunktet for innløsning og utøvelseskursen. Med *utøvelseskurs* menes den forhåndsavtalte pris som opsjonshaveren skal betale ved utøvelsen av opsjonen, for å erverve verdipapiret til markedsverdi på tidspunktet for innløsning. Opsjonens verdi påvirkes således av verdien av underliggende aktiva, volatilitet og tid til forfall. Med *volatilitet* menes usikkerhet knyttet til hvor mye prisen på en aksje varierer over tid sammenlignet med en annen indeks. Jo mer prisen varierer, desto høyere er volatiliteten.

Opsjonsavtalen inngås med en underforstått presumsjon om at de lovfestede selskapsrettslige prosessene gjennomføres i samsvar med dens innhold.

¹ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 14.

² Se nærmere om den terminologiske forskjellen mellom *opsjon* og *tegningsrett* i kapittel 2.1.

De sentrale betingelsene i en opsjonsavtale kan typisk være utformet slik:³

Tildelingstidspunkt:	19.1.2014
Aksjekurs ved tildeling:	180,00 NOK
Utøvelseskurs	180,00 NOK
Løpetid	6 mnd., 1 år, 2 år og 3 år
Dividende	Nei

Ettersom opsjonsavtalen som inneholder et element av fremtidig forpliktelse til å foreta selskapsrettslige beslutninger, kan den dynamiske personsammensetningen i selskapers organer gi opphav til interessekonflikter. Aksjer omsettes i annenhåndsmarkedet, og en generalforsamlingens teoretiske sammensetning kan endres daglig. Selskapets situasjon og aksjeeiernes vurdering av denne kan også endres i opsjonsavtalens løpetid.⁴

For å oppfylle en opsjonsavtale kan selskapet velge mellom flere alternativer. Selskapet kan utstede nye aksjer ved kapitalforhøyelse, eller overdra aksjer fra selskapets egen beholdning. En tredje mulighet er at selskapet dekker kostnadene ved opsjonshavers anskaffelse av aksjene i annenhåndsmarkedet. Alternativt til aksjeopsjoner kan selskapet utstede syntetiske opsjoner, som reflekterer verdistigningen som de ansatte ville oppnådd ved aksjeinnehav,⁵ og som dermed kan stimulere de ansatte til å bidra til fremtidig verdistigning i selskapet ved at det ytes kontanter.

Etter aksjeloven og allmennaksjeloven §§ 11-12 kan generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring utstede frittstående tegningsretter. En frittstående tegningsrett gir

³ Eksemplet er basert på en fiktiv enkel ansatteopsjon med fire ulike løpetider fra Ove Schjølberg og Tonny Stenheim, «IFRS 2 – Aksjebasert avlønning og bruk av verdsettingsmodeller» i Magma 8/2011 s. 29-38.

⁴ Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse, utgitt 23. oktober 2012 (med beriktigelse 21. desember 2012), heretter «NUES-anbefalingen», kommentar til punkt 3, tredje ledd, s. 15.

⁵ Zimmer/BA-HR, "Bedrift, selskap og skatt" s. 556

rettighetshaveren «rett til senere å kreve utstedt én eller flere nye aksjer i selskapet», hvor kapitalen forhøyes «uten ytterligere beslutning av generalforsamlingen».⁶ Opsjonsavtalen forutsetter ofte, i likhet med frittstående tegningsretter, en fremtidig kapitalforhøyelse uten ytterligere generalforsamlingsbeslutning ut fra en tanke om at selskapet er forpliktet til å utstede de underliggende aksjene. Som følge av de utførlige kravene som følger av § 11-12, foretrekkes likevel opsjonsavtalene av mange selskaper i praksis, da de fremstår som et mer fleksibelt alternativ.⁷ Utstedelse av tegningsretter som ikke er uttrykkelig regulert etter aksjelovene kapittel 11 må skje «etter de alminnelige reglene i aksjeloven, og det er derfor til dels uklart hvilke rammer disse reglene setter i denne sammenheng».⁸ Hovedfokus for analysen vil være gjennomføringen av opsjonsavtaler til ledende ansatte som tar sikte på å oppfylles ved kapitalforhøyelse.⁹

1.1 Opsjonsavtalers opphav og begrunnelse

Bruken av opsjonsavtaler som økonomiske incentiver for ledende ansatte, har sitt opphav i agentteorier, som står sentralt i rettsøkonomiske teorier om aksjeselskaper.¹⁰ Agentteorien har som formål at selskapene skal organiseres på en økonomisk effektiv måte,¹¹ hvor styret sees på som agent for aksjonæren som prinsipal. Ettersom både prinsipalen og agenten

⁶ Om forskjellen mellom opsjoner og frittstående tegningsretter, se kapittel 2.1.

⁷ Uønskede virkninger av opsjonsavtalepraksis kan synes å være en årsak til reguleringen av frittstående tegningsretter, se kapittel 2.2.

⁸ I NOU 1992: 29 på s. 51, uttalt i forbindelse med Asl 1976 § 5-1 hvor generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring kunne «beslutte at selskapet ved avtale om lån skal gi fordringshaverne rett til å kreve utstedt aksjer mot innskott eller mot at fordringen mot selskapet nyttes til motrekning. Ved bruk av slik rett til aksjer kan aksjekapitalen uten ytterligere beslutning av generalforsamlingen økes med inntil halvdelen av selskapets aksjekapital på det tidspunkt beslutningen blir tatt.»

⁹ De drøftelsene som i det følgende knytter seg til favørkurs, vil ha relevans også der opsjonsavtalen oppfylles ved overdragelse av aksjer fra selskapets egen beholdning.

¹⁰ Beate Sjøfjell, «More than Meets the Eye: Law and Economics in Modern Company Law», i *Law and economics: essays in honour of Erling Eide*, Erik Røsæg, Hans-Bernd Schäfer og Endre Stavang (2010) s. 217-235, heretter «Sjøfjell (2010)», på s. 219.

¹¹ Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, (4. utgave) Oslo 2012 s (heretter «Woxholth») s. 113.

antas å ha interesse i å maksimere egen profitt, er det fare for at agenten handler ut fra en egeninteresse som ikke samsvarer med prinsipalens. Dette omtales som et agentproblem. Agenten vil normalt ha bedre informasjon om selskapet enn prinsipalen,¹² noe som medfører agentkostnader for prinsipalen i form av overvåkning og kontroll.¹³ Agentteorier bygger således på en forutsetning om at interessekonflikter i aksjeselskaper oppstår på grunn av informasjonsasymmetri og opportunistisk adferd,¹⁴ og kan forekomme på flere nivåer i selskapet og mellom ulike interesser.¹⁵

Ledende ansatte kan, i likhet med styret, fungere som agent for aksjonærene som prinsipal ut fra denne begrunnelsen. Etter teorien delegeres myndighet til å fatte operative beslutninger fra aksjonærene (prinsipal) med begrenset informasjon, til ledende ansatte (agent) som har full informasjon, men ofte begrensede eller ingen eierinteresser i selskapet.¹⁶ Den alminnelige begrunnelsen for bruk av aksjekursbaserte incentivordninger er nettopp å sikre at ledelsen ikke forfølger andre interesser enn det som er intensjonen fra aksjonærenes side,¹⁷ og således redusere «agent-prinsipal-problemet».

Grunntanken er å sørge for at beslutninger som gir aksjonærene gevinst, også vil være fordelaktige for de lederne som skal fatte beslutningene.¹⁸ Det legges videre til grunn at resultatbasert avlønning best vil oppfylle forutsetningen om nyttemaksimerende adferd, da slike ordninger vil medføre at lederne vil treffe de fra et aksjonærperspektiv mest gunstige

¹² Reiner R. Krakman m.fl. «The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach» (2009) s. 35 (heretter «Kraakman m.fl.»).

¹³ Gina Bråthen, «Kaptitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt» (2013), (heretter omtalt som «G. Bråthen (2013)») s. 27 med videre henvisninger.

¹⁴ Sjøfjell (2010) s. 219.

¹⁵ G. Bråthen (2013) s. 28 og Sjøfjell (2010) s. 222.

¹⁶ NOU 2008: 16 s. 85.

¹⁷ H. Thoresen, Opsjoner i arbeidsforhold, Makt- og demokratiutredningens rapportserie, 27. jan. 2001, pkt. 2,5.

¹⁸ NOU 2008: 16 s. 85.

beslutninger uten et tilsvarende behov for instruksjer og overvåkning.¹⁹ Denne målsettingen har også kommet til uttrykk i retningslinjene i Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse²⁰ punkt 12 hvor det uttales at godtgjørelsesordninger «bør bidra til sammenfallende interesser mellom aksjeeiere og ledende ansatte». Formålet med resultatbaserte avlønningssystemer blir nettopp å redusere skillet mellom den variable delen av ledelsens godtgjørelse, og aksjonærenes avkastning på innskutt kapital.²¹

Opsjonsavtaler kan dessuten utgjøre en viktig del av selskapets konkurransegrunnlag i kampen om nøkkelpersonell. I arbeidsforhold har opsjonsavtalene også som formål å belønne de ansatte som følge av selskapets gode resultater. Opsjonsavtaler har imidlertid vist seg å kunne dra med seg andre mer uønskede virkninger og interessekonflikter mellom de forskjellige selskapsinteressene, og har i de senere år blitt ansett å være kilden til, heller enn løsningen på informasjonsasymmetri og opportunistisk adferd.²² På tross av tapet selskapet kan lide som følge av en opsjonsordning, ønsker mange selskaper likevel å tilby slike ordninger grunnet markedsmessige forhold.

¹⁹ L.c.

²⁰ Utgitt av Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse 23. oktober 2012 (med beriktigelse 21. desember 2012), heretter «NUES-anbefalingen». Se nærmere om anbefalingens rettskildeverdi i kapittel 2.5.

²¹ Kristin Normann, «Styrets og daglig leders ansvar for handlinger under finanskriser», s. 539.

²² Se bl.a. Øyvind Berle, Einar Belsom og Fred H. Strønen, «Er opsjonslønn bra for eierne i norske selskaper?» i Magma 8/2009, Tore Nilssen «Opsjoner til bedriftsledere – har vi noe valg?» i «Søkelys på arbeidslivet 3/2007 s. 303 flg. og om statens holdning til slike ordninger i eierskapsmeldingen Statens opsjons-policy som aksjonær: «Forskning på aksjebaserte godtgjørelser gir liten støtte for at opsjonsordninger er nødvendig i den type selskap der staten er aksjonær. Denne regjeringen ser behov for mer moderasjon og nøkternhet i selskapenes ledelse. Staten vil på denne bakgrunn stemme mot inngåelse av nye avtaler som innebærer opsjonsordninger i de selskapene som omfattes av St.meld.nr. 13 (2006-2007) Et aktivt og langsiktigeierskap.»

Som følge av opsjonsordningers rolle som årsaksfaktor i nyere tids finansielle kriser har tendensen gått i retning av økt regulering og flere rapporteringskrav,²³ både nasjonalt og internasjonalt. Jeg vil i neste kapittel gå nærmere inn på de interessekonflikter som gjør seg gjeldende spesifikt for aksjeverdibaserte godgjørelsesordninger, og hvorledes dette har påvirket rettsutviklingen i kjølvannet av nyere tids finansielle kriser.

1.2 Interessekonflikter og regulering som grunnlag for den videre fremstilling

Tendensen fra myndighetshold, akademiske miljøer og til en viss grad næringslivet har etter flere omfattende finansskandaler gått i retning av en skepsis til hvorvidt aksjeverdibaserte incentivordninger, og særlig opsjonsavtaler, som et middel for å forene aksjonærenes og ledelsens interesser, har hatt den tilsktede virkning. Det har blant annet vært pekt på at slike ordninger øker risikoen for at deltakerne i disse ordningene begår finansielle misligheter, all den tid markedets verdsettelse av selskapets aksjer i stor grad bygger på selskapets finansielle rapportering. Incentivene knyttet til aksjeverdibaserte avlønningsordninger vil ikke bare være knyttet til beslutninger som kan gi mer lønnsom drift, men også til beslutninger om å rapportere bedre resultater enn driften faktisk gir grunnlag for.²⁴

Ordningene har i enkelte tilfelle vist seg å kunne motivere ledelsen til å handle i strid med selskapets interesser for å berike seg selv.²⁵ Et typisk eksempel er å gi markedet kursdrivende informasjon i forkant av innløsningstidspunktet av en opsjon, og dermed

²³ I år 2000 utgjorde opsjonsverdier 38,4 % av den samlede lønnen som toppledelsen i utvalgte selskaper notert på Oslo Børs mottok. Tallene for 2001 og 2002 var noe lavere, med henholdsvis 12,6 % og 18,8 %, noe som kan ha sammenheng med Enron- og WorldCom-konkursene og opsjonsbråket i Hydro, jf. Ot.prp. nr.55 (2005-2006) s. 79.

²⁴ NOU 2008: 16, s. 85.

²⁵ Ot.prp. nr.55 (2005-2006) s. 80

oppnå størst mulig gevinst. I *Winter-rapporten*²⁶ punkt. 4.2 fremheves også opsjonsordningenes tendens til å overføre den økonomiske gevinsten av selskapets finansielle resultater fra aksjonærene til toppledelsen som en negativ virkning.²⁷ En svakhet med opsjoner og lignende ordninger er nettopp at lønnsomheten på innløsningsdagen avhenger av kursen på underliggende aksje. Kursen påvirkes imidlertid av andre faktorer enn selskapets resultater, og økonomisk forskning viser at lederens innsats i liten eller ingen grad er årsak til kursendringer i et stort antall tilfelle. Innløsning av opsjonen er som regel valgfritt, og har dermed ingen nedside for lederen. Dette vil kunne stimulere økt risikotaking på selskapets vegne, og risiko er generelt vanskelig å estimere.²⁸ Utforming av opsjonsavtaler som ikke tar i betraktning de forhold som ledelsen har liten eller ingen mulighet til å påvirke, så som råvarepriser, valutakurser og generell utvikling i aksjemarkedet er også vanskelig.²⁹

Virkningene har blant annet gitt seg utslag i reguleringen på nært beslektede rettsområder i de senere år. På EU-nivå har også dette temaet vært gjenstand for debatt, noe som har resultert i to rekommandasjoner.³⁰ Rapporteringskravene i regnskapsloven er blant annet

²⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, EU-kommisjonen 4. november 2002

²⁷ Ot.prp. nr.55 (2005-2006) s. 80.

²⁸ Se Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, section 3.1.1, uttalt at “behavioural finance studies and the actual, bubblish behaviour of financial markets in the last two decades have cast doubt on the relevance and normative validity of the Efficient Capital Market Hypothesis and the idea that financial markets' daily evaluation of a company's prospects, as reflected in prices, was accurate and reliable. If this is not the case, *two of the most powerful market devices to ensure efficient management, i.e. leverage and stock-based compensation can themselves allow, or lead to, distorted and conflicted management decisions and to undue emphasis on the short-term and excessive risk-taking.*” (min kursivering).

²⁹ Kristin Normann, «Styrets og daglig leders ansvar for handlinger under finanskriser», s. 540.

³⁰ Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (2004/913/EC) og Commission Recommendation of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies (2009/385/EC)

bygget ut betraktelig for aksjeverdibaserte godtgjørelsesordninger, under henvisning til at en omfattende forskning har påvist at «slike relasjoner kan gi opphav til interessekonflikter» ved at «de operative beslutningene som er mest egnet til å oppnå de resultatene eierne ønsker ikke nødvendigvis vil føre til de optimale personlige resultatene for lederne som faktisk fatter beslutningene», som følge av informasjonsasymmetri.³¹

Godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner ble i 2010³² spesifikt regulert i finansieringsvirksomhetsloven³³ §§ 2-18 til 2-22, som følge av slike ordningers bidrag til finansiell ustabilitet. Begrunnelsen for reguleringen var at godtgjørelse til ledende ansatte ofte kan struktureres slik at den gir «sterke insentiver til høy risiko i foretaket, som først materialiserer seg etter en tid, og etter at bonusene er tatt ut», og at det derfor er «av betydning at det fastsettes regler for godtgjørelse og bonuser som fremmer god risikostyring og finansiell stabilitet, og som ikke gir insentiver til kortsiktig profitt og langsiktig høy risiko».³⁴

Saksbehandlingsregler for aksjebaserte godtgjørelsesordninger ble i 2007 innført i allmennaksjeloven §§ 5-6 og 6-16a.³⁵ Aksjeloven har ingen tilsvarende bestemmelse. Reguleringen har i det vesentlige hatt som formål å sikre bedre informasjonsformidling, transparens og aksjonærinnflytelse ved bruken av aksjeverdibaserte incentivordninger. Bestemmelsene sikrer primært beslutningsmekanismer som skal forebygge slike interessekonflikter som eksempelvis opsjonsavtaler, med særlig vekt på informasjonsasymmetri, kan vise seg å føre til. Etter innføringen av bestemmelsene om lederlønsordninger i allmennaksjeloven §§ 5-6 og 6-16a, har det også blitt publisert to rapporter om emnet, på initiativ fra henholdsvis Norsk Utvalg for Eierstyring og

³¹ NOU 2008: 16 på s. 85

³² Ved res. 25. juni 2010 nr. 980.

³³ Lov av 10. juni 1988 nr. 40.

³⁴ Prop 117 L (2009-2010) punkt 13.4. For en nærmere redegjørelse for reglene viser jeg til Trude Myklebust, «Innføring i finansmarkedsrett» (2011), s. 134 flg.

³⁵ Innført ved lov 15. desember 2006 nr. 88.

Selskapsledelse og KLP.³⁶ Begge rapportene er kritiske til virkningene av og transparensten ved aksjeverdibaserte godtgjørelsesordninger.³⁷ I Norge er det også et politisk ønske om å gjøre det enklere å legge til rette for ansattes aksjeinnehav.³⁸ Ivaretagelse av aksjonærenes interesse ved opplysningskrav og aksjonærinnflytelse rekker imidlertid bare så langt som aksjonærens egen (subjektive) oppfatning av hvorvidt en selskapsrettslig disposisjon er fordelaktig.

³⁶ Ernst & Young gjorde 29.4.2013 en rapport på vegne av Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse hvor det foretas en evaluering av lederlønnserklæringene for 2012 som er utarbeidet for 49 av selskapene som er notert på Oslo Børs hovedliste, OSEBX, med det formål å kartlegge kvaliteten på lederlønnserklæringene på bakgrunn av lovbestemte krav og utvalgets egen anbefaling. Det er også vurdert om selskapene gjennom sine lederlønnserklæringer gir aksjonærene tilstrekkelig informasjon til å ta stilling til om selskapenes godtgjørelsesordninger til ledende ansatte er sammenfallende med aksjonærenes og selskapets interesser over tid, likevel slik at kvaliteten på ordningen ikke har vært gjenstand for vurdering, se Ernst & Young «Evaluering av lederlønnserklæringer for selskaper notert på OSBEX-listen på Oslo børs» (2013), (heretter «Ernst & Young (2013)») s. 2

³⁷ I tillegg har KLP har i en egen rapport, «Topplederlønn og avkastning – En analyse av de 25 største selskapene på Oslo Børs 2004-2011» (heretter «KLP-rapporten (2013)»), analysert 25 selskaper på hovedlisten på Oslo Børs med det formål å finne ut om det finnes noen sammenheng mellom godtgjørelse til administrerende direktør og avkastning i selskapet i perioden 2004–2011. I rapporten vurderes også selve kvaliteten på ordningene. Begrunnelsen for rapporten er blant annet at debatten har lett for å farges av lønningens absoluttnivåer, noe som tar fokuset bort fra sammensetningen av godtgjørelsespakken, som er det interessante fra et aksjonær- og investorperspektiv, se s. 3-4 hvor det uttales at som aksjonær vil «sammenhengen mellom godtgjørelse og verdiskaping være en god indikator i vurderingen av om styrene faktisk lykkes» med å etablere gode ordninger som gir riktige incentiver, men at resultatene «indikerer at det kan være andre variabler som samvarierer med lederlønn som selskapsverdi, styrestørrelse, styregodtgjørelse, ledelsens eierskap, gjeldsgrad, lederens ansiennitet i selskapet og intern eller ekstern rekruttering.» Rapporten konkluderer med at det ikke er noen sammenheng mellom godtgjørelse til administrerende direktør og selskapets avkastning.

³⁸ Gudmund Knudsen og Ane N. Nordby, «Kartlegging av mulige juridiske hindre for ansattes medeierskap – utredning til Nærings- og handelsdepartementet», 19. september 2013 på oppdrag fra Nærings- og handelsdepartementet. For rettsutviklingen komparativt, slik også *Action Plan* (2012) s. 11, se Jan Lieder og Philipp Fischer, «The Say-on-Pay Movement – Evidence From a Comparative perspective» i «European Company and Financial Law Review 2011» s. 376-421.

Hvorledes disse interessekonfliktene skal løses når de først blir en realitet, er det imidlertid ikke tatt sikte på å regulere. De grunnleggende interesser som aksjelovene er gitt for å ivareta, kan nettopp tenkes å stå i motsetningsforhold ved gjennomføringen av en opsjonsavtale. Man er i slike tilfelle henvist til å bygge på de alminnelige reglene i aksjelovene. Det er dette som er temaet for den videre fremstilling, nemlig hvilke selskapsrettslige skranker aksjelovene oppstiller for gjennomføringen av opsjonsavtaler. Sentralt står reglene om kapitalforhøyelser, myndighetsmisbruksreglene og reglene om selskapskapitalen.

1.3 Den videre fremstillingen

I det følgende vil jeg i kapittel 2 gjøre rede for rettskildebruk og metodeutfordringer som behandlingen av emnet medfører. Deretter vil jeg i kapittel 3 behandle de mulige skranker som aksjelovens kompetanseregler oppstiller for styret og generalforsamlingens adgang til å inngå bindende opsjonsavtale. I de tilfellene hvor den selskapsrettslige beslutningen er korrekt gjennomført av det organ med kompetanse til dette, vil myndighetsmisbruksreglene likevel kunne utgjøre en sentral skranke. I kapittel 4 redegjør jeg for hvilke skranker myndighetsmisbruksreglene oppstiller for gjennomføringen av opsjonsavtaler. Det er ikke gitt at opsjonsavtalenes formål om interessefellesskap mellom aksjonærer og ledelse ivaretar kreditorenes interesser. Kreditorenes interesser kan tenkes rammet av en opsjonsavtale, ved at selskapet ikke tilføres den fulle markedspris for aksjene. Reglene om selskapskapitalen gir i sin alminnelighet kreditorenes vern interesser, slik at disse også kan tenkes å utgjøre en sentral skranke for gjennomføringen av en opsjonsavtale. Favørkursen som det sentrale økonomiske incentiv ved opsjoner og forholdet til reglene om kapitalvern behandles i kapittel 5 som en delvis selskapsfinansiering av aksjeervertet, og i kapittel 6 som en mulig skjult utdeling.

2 Rettskilder og metodeutfordringer

2.1 Terminologi³⁹

Termene *opsjon* og *tegningsrett* brukes i praksis om hverandre. Jeg vil i dette avsnittet forsøke å presisere det nærmere innholdet av disse begrepene, slik jeg vil anvende dem fra en juridisk innfallsvinkel. Når det gjelder den rettslige forståelsen av opsjoner og tegningsretter, vil jeg benytte meg av samme terminologi som aksjelovens forarbeider, hvor det i NOU 1992: 29 på s. 50 uttales at:

«Tegningsretter har slektskap med aksjeopsjoner ved at de begge gir rettighetshaveren en rett til erverv av aksjer. Aksjeopsjoner skiller seg fra tegningsretter ved at de brukes som betegnelse på en rett til å kjøpe/selge allerede utstedte aksjer. En tegningsrett (warrant) er en rett til å kreve utstedt nye aksjer. En aksjeopsjon kan imidlertid søkes oppfylt ved utstedelse av nye aksjer, uten å følge formkravene oppstilt i § 11-12, men slik at gjennomføringen forutsettes rent avtalerettslig.»

Uttalelsen illustrerer også forskjellen mellom en frittstående tegningsrett utstedt etter § 11-12 og en opsjonsavtale inngått på avtalerettslig grunnlag med en forutsetning om selskapsrettslig gjennomføring for at avtalen skal kunne oppfylles etter sitt innhold.⁴⁰ Det er aksjeopsjoner i den betydning som angis i forarbeidene her som vil behandles i det følgende.

³⁹ For den terminologiske forståelsen av *volatilitet* og *utøvelseskurs* viser jeg til kapittel 1 («Innledning»)

⁴⁰ Werlauff hevder at «optioner er et noget misbrukt og i flere henseender flertydigt begrep» og legger en annen forståelse av opsjonsbegrepet til grunn, hvor han skiller mellom frittstående tegningsretter og rene kjøpsopsjoner, der opsjonen er avskåret fra oppfyllelse ved tegning. Den danske Aktieselskabslov § 40 a, stk. 1 bruker begrepet «tegningsoption» om en frittstående tegningsrett, for å understreke at innløsningen er frivillig, se Schaumburg-Müller/Werlauff, «Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov» (2008) s. 270.

Der jeg omtaler «aksjelovene» eller kun henviser til kapittel eller paragraf, menes det å henvise til både aksjeloven⁴¹ og allmennaksjeloven.⁴² Der det er forskjeller mellom de to lovenes ordninger, vil jeg påpeke dette spesifikt, og bruke lovens spesifikke navn eller forkortelse for dette.

2.2 Anvendelse av hensyn bak reguleringen på tilgrensende områder

Opsjonsavtaler er ikke regulert eksplisitt i aksjelovene, men forutsetter imidlertid selskapsrettslig gjennomføring etter reglene i kapittel 10, hvor det for flere av de beslutninger som forutsettes gjennomført kreves generalforsamlingsvedtak. Hvorledes opsjonsavtalene forholder seg til disse reglene med sine bakenforliggende hensyn blir som følge av lovgivers taushet en metodisk utfordring ved den videre behandling. Heller ikke i forbindelse med lovenes regler om selskapets kapital eller kredittytelser er opsjonsavtaler eksplisitt nevnt i loven.

Finansielle instrumenter er grundig behandlet i kapittel 11, herunder konvertible obligasjoner og frittstående tegningsretter. De regulerte instrumenter og særlig frittstående tegningsretter er på enkelte områder veldig like opsjonene, se kapittel 2.1. Her har lovgiver regulert et tilfelle hvor det er tale om en rett til å tegne aksjer på et fremtidig tidspunkt. Lovgiver uttalte ved innføringen av § 11-12 at en av hensiktene var å klarlegge rettstilstanden på området, samt å avskjære uheldige utslag som den tidligere avtalepraksis rundt finansielle instrumenter hadde medført.⁴³ Det fremgår imidlertid ikke nærmere hvilke uheldige utslag det siktes til.⁴⁴ Dette kan bidra til tvil om hvorvidt opsjonsavtalepraksis var blant de uheldige utslag som lovgiver med § 11-12 nå mente å regulere.

⁴¹ Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper.

⁴² Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper.

⁴³ NOU 1992 :29 s. 50.

⁴⁴ Slik også Borgen, TFF 2003-110 s 120.

Reglene i asl./asal. kap. 11 og formålsbetraktninger vil dermed være av interesse og ha en viss sammenligningsverdi ved drøftelser av beslektede emner hvor rettstilstanden er uklar. Konvertible obligasjoner har bl.a. en sammenligningsverdi ettersom derivatets verdi, i likhet med opsjoner, avhenger av underliggende objekt. En klar metodisk utfordring vil her være å identifisere i hvilke sammenhenger hensynene bak reglene i kapittel 11 har sammenligningsverdi, og individuelle forhold som kan tale for en annerledes tolkning.

Også hensyn bak reguleringen på særrområder, som omtalt i kapittel 1.3 vil kunne være relevante for å klarlegge hvilke interesser, hensyn og virkninger som kan komme i betraktning ved gjennomføringen av opsjonsavtaler. I hvilke tilfelle disse hensynene er relevante etter den aksjerettslige vurderingen er også en metodeutfordring ved behandlingen av emnet.

Reguleringer på andre områder kan i stor grad påvirke utformingen av ordningen. Disse regelsettene kommer ofte til uttrykk gjennom tilpasninger i aksjonæravtaler som den ledende ansatte vil måtte tilslutte seg i tillegg til opsjonsavtalen. Hvilke vilkår som stilles i eventuelle aksjonæravtaler kan også være av betydning for en mer skjønnsmessig tolkning eller interesseavveining som vil være aktuell etter aksjelovene i enkelttilfelle.⁴⁵ Ordningen må også være lovlig etter verdipapirretten, hvor en rekke andre spørsmål kan tenkes å oppstå.⁴⁶ Aksjelovgivningen har også et samspill med regnskapsloven hva gjelder

⁴⁵ For eksempel vil lederen kunne pålegges en etterfølgende innskuddsforpliktelse eller underlegges en «*Good/Bad leaver*»-klausul som vil kunne påvirke tegningskursen.

⁴⁶ Det vil kunne oppstå spørsmål blant annet i forhold til misbruksreservasjonen i verdipapirhandelloven § 3-3 om innsiddeproblematikk i forbindelse med tegningsperioden og valg av innløsningstidspunkt. Et tilfelle som forekommer i praksis er at selskapet forbeholder seg rett til å utsette tegningsperioden der selskapet befinner seg i en innsiddeposisjon. En slik ordning vil imidlertid ikke løse problemet, ettersom selskapet ved å utsette tegningsperioden også i prinsippet vil lekke innsiddeinformasjon. Ved *amerikanske opsjoner* antas også at det kun er innløsning på bortfallsdagen som vil være straffri. Andre aktuelle problemstillinger vil kunne være markedsmissbruk, jf. § 3-8, reglene om flagging i kapittel 4 og prospektreglene i kapittel 7. Slike spørsmål vil det føre for langt å behandle her.

rapporteringskrav i forbindelse med lederlønninger.⁴⁷ Selv om opsjonsordningen vil måtte være lovlig etter selskapsrettslige og verdipapirrettslige regler, er det i stor grad skattespørsmål som styrer utformingen av ordningene.⁴⁸

2.3 Bruk av (under)rettspraksis og teori

Det finnes lite rettspraksis som omhandler opsjonsavtaler. Dette nødvendiggjør bruk av underrettspraksis,⁴⁹ som generelt har liten rettskildemessig verdi for overordnede eller sideordnede domstoler.⁵⁰ Jeg vil likevel anvende underrettspraksis flere steder i fremstillingen, da den er egnet til å illustrere problemstillinger som har kommet på spissen i praksis, og hvorledes disse kan tenkes løst.⁵¹ Underrettspraksis har også opplysningsverdi for Høyesterett.⁵²

Emnet har først og fremst vært behandlet i teorien, i artikkelform, om enn sparsommelig og hovedsakelig med skatterettslig eller rettsøkonomisk fokus. Som følge av den begrensede mengden rettspraksis på området, vil standpunkter i teorien ha en sentral plass i enkelte deler av fremstillingen. Hvilken rettskildevekt juridisk teori har er omdiskutert. Teorien er først og fremst relevant som følge av argumentasjonens overbevisningskraft.⁵³ Det er i denne sammenheng juridisk teori vil benyttes i den videre fremstilling.

⁴⁷ Se blant annet regnskapsloven § 7-31b.

⁴⁸ Det vil for eksempel være skattemessig vanskelig å tilby en god tegningskurs uten bindingstid på aksjene, se nærmere omtale av favørkurs og båndleggelse av aksjer i kapittel 4.4.3.

⁴⁹ For en generell redegjørelse for debatten om den rettskildemessige vekten av underrettspraksis, se Erik Magnus Boe, «Rettskildelære under debatt» (2012), s. 257 flg., (heretter «Boe (2012)»).

⁵⁰ Mads Henry Andenæs, «Rettskildelære» (2009) s. 97, (heretter «Andenæs (2009) »).

⁵¹ Andenæs (2009) s. 96

⁵² Boe (2012) s. 258.

⁵³ Boe (2012) s. 321.

2.4 Domstolsprøving av forretningsmessige disposisjoner

Vurderingen av en godtgjørelsesordnings hensiktsmessighet er i stor grad opp til styret, og er forbundet med et betydelig skjønn. Opsjonsordninger må som utgangspunkt antas å være i selskapets interesse. På samme måte som for andre forretningsmessige beslutninger, er vurderingen av den enkelte opsjonsavtales hensiktsmessighet dårlig egnet til å overprøves av en domstol, og de norske domstolene har tradisjonelt vært tilbakeholdne med overprøving av styrets forretningsmessige skjønn.⁵⁴ Det kan likevel stilles spørsmål, særlig ved virkningsorienterte temaer som i stor grad vil basere seg på interesseavveininger ved rettsanvendelsen, om empiriske betraktninger av denne grunn bør være avskåret ved vurderingen av selskapsstrategiske begrunnelser i noen tilfelle.

Sentralt ved behandlingen av interessekonfliktene som kan tenkes å oppstå, er å vurdere om opsjonsavtalens uttalte formål reelt sett har den fordelaktige virkning som selskapet synes å legge til grunn. Økonomisk teori kan bidra til forståelse av en disposisjons virkninger, og er ved rettslig regulering av økonomisk virksomhet premissleverandør for rettsutviklere og rettsanvendere.⁵⁵ Det er viktig å bevare denne koblingen, ettersom jusen er reaktiv. Den rettslige reguleringen på et enkeltområde kan bygge på en økonomisk teori som er forlatt. Ser man bort fra utviklingen av økonomisk teori ved f.eks. anvendelse av rettslige standarder, kan dette skape sementerte mønstre i rettsanvendelsen som dermed ikke er i takt med grunnleggende premisser for reguleringen. Domstolene er uansett ikke avskåret fra å prøve styrets disposisjoner rettslig, og sentralt ved en slik prøvelse vil være hvorvidt

⁵⁴ Se Rt. 2003 s. 335, premiss 14, Filip Truyen, «Aksjonærenes myndighetsmisbruk» (2005) s. 59, 268, 310 og 321-322 og Kristin Normann Aarum, «Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper» (1994) s. 322 flg. For et komparativt perspektiv om «The Business Judgement Rule», se Reinier Kraakman m. fl. i «The Anatomy of Corporate Law» (2009) s. 77, 79-80, 164-165, 174 og 181.

⁵⁵ Et eksempel er her betydningen av modellen for opsjonsprising («Black Scholes») i regnskapsrettslig sammenheng, se forståelsen av «virkelig verdi» i regnskapsloven § 5-9, jf. «International Financial Reporting Standard» 2 og «Norsk RegnskapsStandard» 15 A. Regnskapsretten kan få betydning for den selskapsrettslige og skatterettslige vurderingen av en disposisjon, se f.eks. UTV-2007-1735 (Jegerinvest).

disposisjonen ligger innenfor rammen av myndighetsmisbruksreglene, som de absolutte rammer for styrets kompetanse.⁵⁶

Når det gjelder rettsøkonomisk analyse, er dette i hovedsak av interesse i tilknytning til de lege ferenda-drøftelser på overordnet nivå. Skal den rettsøkonomiske teorien bringes ned på et de lege lata-nivå, må dette skje ved at rettsøkonomiens siktemål om effektiv ressursutnyttelse integreres som et argument, altså et reelt hensyn i tolkning av reglene.⁵⁷ Jeg vil i det følgende benytte meg av rettsøkonomiske betraktninger på denne måten, da dette har verdi som kilde til innsikt.⁵⁸

Selv om slike hensyn tas i betraktning av domstolene i enkelttilfelle, vil det ikke nødvendigvis fremgå av rettsanvendelsen. Jeg vil likevel knytte noen empiriske betraktninger til de mer skjønsmessige interesseavveiningene som vil behandles underveis i denne avhandlingen, slik at analysen får et bredere perspektiv.

2.5 Corporate Governance-anbefalingens rettskildeverdi

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, også omtalt som *Corporate governance*-anbefalingen, utgis av Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse («NUES»), bestående av representanter fra Aksjonærforeningen i Norge, Den norske Revisorforening, Eierforum,⁵⁹ Finansnæringens Fellesorganisasjon,⁶⁰ Norske Finansanalytikeres Forening, Næringslivets Hovedorganisasjon, Oslo Børs,

⁵⁶ Remi Christoffer Dramstad, «M&A Break fee-klausuler i et norsk perspektiv» i Tidsskrift for Forretningsjus (2011) s. 155-192 på s. 177, se nærmere om dette i kapittel 4.4.1.

⁵⁷ Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*, (heretter «Truyen (2005)») på s. 93.

⁵⁸ Jf. Rt. 2003 s. 713 og Truyen (2005) s. 93.

⁵⁹ Igjen bestående av Alfred Berg Kapitalforvaltning, DNB Kapitalforvaltning, Folketrygdfondet, KLP, Nordea-Fondene, Odin Forvaltning, Oslo Pensjonsforsikring, Nærings- og handelsdepartementets eierskapsavdeling, Statoil Kapitalforvaltning og Storebrand.

⁶⁰ Finansnæringens Fellesorganisasjon og Næringslivets Hovedorganisasjon representerer også Næringslivets Aksjemarkedsutvalg, hvor disse igjen er representert sammen med Hovedorganisasjonen Virke og Norges Rederiforbund.

Pensjonskasseforeningen og Verdipapirfondenes Forening. Anbefalingen ble utgitt for første gang i november 2006 og har siden vært revidert i 2007, 2009 og 2010. I sin nåværende form er anbefalingen en revidert utgave av Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse av 21. oktober 2010, som ble endret ved et skriv 20. oktober 2011.⁶¹

Corporate governance har ikke noe klart definert meningsinnhold, men omtales ofte på norsk som *eierstyring og selskapsledelse*.⁶² Anbefalingens formål er at selskaper som er notert på regulerte markeder i Norge skal ha «eierstyring og selskapsledelse som klargjør rolledeling mellom aksjeeiere, styre og daglig ledelse utover det som følger av lovgivningen». ⁶³ God eierstyring og selskapsledelse vil i følge anbefalingen «styrke tilliten til selskapene og bidra til størst mulig verdiskaping over tid, til beste for aksjeeiere, ansatte og andre interessenter». ⁶⁴

NUES-anbefalingen bygger på aksje-, regnskaps-, bør- og verdipapirlovgivningen, samt børsregler i kraft per 1. oktober 2012, og baserer seg på å gi en oversikt over selskapsstyring og ledelse, slik den er etter primærkildene. Der anbefalingen benytter seg av «skal» gir den uttrykk for et lovkrav, og rettskildeværdien er dermed ikke problematisk. Der anbefalingen angir at et krav «bør» følges, er dette et uttrykk for at den går lenger enn det som følger av de lover den bygger på, noe som også følger av anbefalingen selv.⁶⁵ Dette har vært ansett som «beste praksis»-normer med det formål å etablere en bestemt norm som går lenger enn, eller utfyller lovens krav.⁶⁶ Anbefalingens krav i tilknytning til

⁶¹ I kapitlet «Endringer siden anbefalingen av oktober 2010» på side 9 og 10 er endringene gjort i 2011 og 2012 beskrevet kort.

⁶² I Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies uttales på s. 2-3 at: «Corporate Governance defines relationships between a company's management, its board, its shareholders and its stakeholders. It determines the way companies are managed and controlled.»

⁶³ NUES-anbefalingen, s. 6.

⁶⁴ L.c.

⁶⁵ NUES-anbefalingen s. 8.

⁶⁶ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 94.

opsjoner i punkt 12 og emisjonsfullmakter i punkt 3 tredje ledd er slike krav som etter ordlyden «bør» følges. Et viktig spørsmål er dermed hvilken rettskildeværdi slike anbefalinger har, der de går lenger enn å gjengi lovkrav.

Anbefalingen retter seg i første rekke mot selskaper som etter regnskapsloven skal gjøre rede for sine prinsipper og praksis vedrørende eierstyring og selskapsledelse, i hovedsak selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Etter revisjonen av regnskapsloven i 2010, plikter børsnoterte selskaper også å rapportere om «sine prinsipper og praksis for foretaksstyring», jf. rskl. § 3-3b. Anbefalingen angir at den også kan være hensiktsmessig for ikke-børsnoterte selskaper med spredt eierskap, og hvor aksjene er gjenstand for regelmessig omsetning. Fraværet av rapporteringsplikt kan imidlertid by på tvil ved hvorvidt slike selskaper finner det hensiktsmessig å følge anbefalingen. Av børsreglene, gitt med hjemmel i børsloven § 24⁶⁷ og børsforskriften § 1,⁶⁸ følger det imidlertid at anbefalingen har en tvingende virkning basert på *følg eller forklar*-prinsippet (*comply or explain*). Som del av de løpende forpliktelsene for selskaper notert på Oslo børs, krever reglene, med eksplisitt referanse til anbefalingen, at selskaper må redegjøre for sin eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Rapporten må dekke alle punktene i anbefalingen, og hvis selskapet ikke følger anbefalingen fullt ut, må dette forklares i rapporten.⁶⁹ Dette medfører at anbefalingen får en slags semi-forskriftstatus, ettersom rapporteringen er obligatorisk for noterte selskaper.⁷⁰

I følge børsrerkulære Nr. 2/2006, gjelder NUES-anbefalingen også for selskaper med aksjer eller grunnfondsbevis notert på Oslo Børs. Anbefalingen gjelder også for utenlandske selskaper med primærnotering på Oslo Børs, i den grad anbefalingens krav ikke kommer i konflikt med lovregler

⁶⁷ Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder («børsloven»).

⁶⁸ Forskrift av 17. januar 1994 nr. 30.

⁶⁹ Løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo børs, kapittel 7.

⁷⁰ Beate Sjøfjell og Cecilie Kjelland, *Norway: Corporate Governance in the outskirts of the EU*, 2013 (heretter «Sjøfjell og Kjelland (2013)») s. 708.

i selskapets nasjonale rett.⁷¹ Etter børsreglene⁷² kan utenlandske selskaper rapportere etter tilsvarende *Corporate governance*-anbefaling i sitt hjemland, hvis en slik anbefaling eksisterer.⁷³

Årsrapporten, herunder redegjørelsen for selskapets eierstyring og ledelse etter NUES-anbefalingen, vil ofte kunne være en viktig del av investorers beslutningsgrunnlag. Tilfredsstillende redegjørelse for selskapets etterlevelse av anbefalingen vil dermed kunne selskapet mer attraktivt å investere i. Anbefalingen kan på denne måten også få et tvingende aspekt ut fra sosiale og investeringsstrategiske normer.

⁷¹ L.c.

⁷² I kraft fra 1. januar 2008.

⁷³ Sjøfjell og Kjelland (2013) s. 708.

3 Styret og generalforsamlingens adgang til å inngå bindende opsjonsavtale.

Aksjelovenes personelle kompetanseregler avgjør hvilke organer som selskapsrettslig kan forplikte selskapet i den enkelte sammenheng. Med *personelle kompetanseregler* menes i denne sammenheng reglene selskapsorganenes kompetanse i enkeltspørsmål, herunder generalforsamling, styre og daglig leders rett til å foreta disposisjoner på selskapets vegne, samt intern instruksjonsmyndighet.

I det følgende vil de aktuelle kompetansegrunnlag for inngåelse og gjennomføring av opsjonsavtalen etter aksjelovenes alminnelige regler redegjøres for nærmere, med hovedfokus på styrets adgang til å inngå avtale om fremtidig kapitalforhøyelse. En plikt å utstede underliggende aksjer avhenger av at den som har avtaleforpliktet selskapet har kompetanse til å foreta den aktuelle selskapsrettslige disposisjon som er nødvendig for at aksjene utstedes i samsvar med avtalen.

3.1 Det alminnelige forvaltningsansvar, jf. § 6-12 som kompetansegrunnlag

Det følger av § 6-12 at «forvaltningen av selskapet hører under styret», og at styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten. Spørsmålet er om styret, som ledd i «forvaltningen av selskapet», har kompetanse til å forplikte selskapet til en fremtidig kapitalforhøyelse.

Det er alminnelig antatt at bestemmelsen gir styret rett og plikt til å inngå avtaler på selskapets vegne. Vurderingen av hvorvidt den enkelte avtale ligger innenfor styrets forvaltningsansvar, må baseres på hva som «objektivt sett» må anses «egnet til å fremme

selskapenes formål og eiernes interesser», jf. Rt. 1999 s. 1629.⁷⁴ Hovedformålet med opsjonsavtaler etter agentteorien er at selskapet skal drives godt, slik at det går med overskudd, som dermed bidrar til økt avkastning for aksjonærene. Det kan dermed synes som om inngåelse av opsjonsavtaler ligger i kjernen av styrets forvaltningskompetanse.

På bakgrunn av hovedregelen i § 6-2 om at daglig leder tilsettes av styret, kan det argumenteres for at fastsettelsen av lønn- og andre tilsettvilkår følger av tilsettingsmyndigheten som ligger hos styret.⁷⁵ Det forutsettes også i allmennaksjeloven § 5-6(3) at «erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte» hører under styret,⁷⁶ men at generalforsamlingen skal behandle erklæringen og holde rådgivende avstemning over styrets retningslinjer for lederlønnfastsettelsen.⁷⁷ Allmennaksjeloven § 6-16a(1) nr. 3 angir direkte at styrets erklæring skal omfatte lønn og tillegg i form av «tildeling av aksjer, tegningsretter, opsjoner og andre former for godtgjørelse som er knyttet til aksjer eller utviklingen av aksjekursen i selskapet eller andre selskaper innenfor det samme konsernet». I første ledd annet punktum forutsettes det også at opsjoner hører under styret, ettersom det i vedtektene «kan fastsettes at erklæringen skal utarbeides av et annet organ». Rekkevidden av styrets selvstendige myndighet kan bero på hva som menes med «behandle» i § 5-6(3). Det er imidlertid neppe krav om noen særskilt godkjennelse av styrets redegjørelse, da fjerde ledd bare krever at generalforsamlingen skal «behandle» redegjørelsen, og at redegjørelsen «ut fra sitt innhold er mindre egnet for

⁷⁴ Et av spørsmålene var hvorvidt valutahandel hørte under «forvaltningen av selskapet» i 1976-loven. Saken gjaldt riktignok et meget spesielt tilfelle, men uttalelsen om «forvaltningen av selskapet» må etter Høyesteretts generelle formulering ha alminnelig gyldighet.

⁷⁵ Aarbakke m.fl. (2004) s. 453.

⁷⁶ Reglene bygger i det alt vesentlige på EU-kommisjonens rekommandasjon om lederlønninger, og denne utelukker imidlertid ikke at de nærmere beslutningene om ordningene treffes av styret, der dette er i overensstemmelse med nasjonale tradisjoner, jf. Ot.prp. nr. 55(2005-2006) punkt 15.1.1. s. 80. Bestemmelsen tar ikke sikte på å sondre mellom hensiktsmessige og mindre hensiktsmessige godtgjørelsesordninger der aksjeverdien inngår, men at det skal være opp til aksjonærfellesskapet å avgjøre nettopp dette, jf. JDLOV-2007-3132.

⁷⁷ Asal § 5-6(3) 2. pkt.

avstemning på generalforsamlingen», jf. også tredje ledd.⁷⁸ Dette trekker i retning av at styret har kompetanse til å inngå opsjonsavtaler.

Bestemmelsen er imidlertid gitt i sammenheng med § 6-16a(1) nr. 3 med det formål å sikre økt aksjonærinnflytelse⁷⁹ for å forebygge de interessekonflikter slike incentivordninger kan medføre,⁸⁰ og er ikke ment å gi uttrykk for emisjonskompetansen ved opsjonsavtaler.

Forvaltningsansvaret er med hensyn til behandlingen av lederlønnordninger, jf. asal. § 5-6(3), mest nærliggende å se som et ansvar for å skaffe «tilstrekkelig oversikt over konsekvensene av eventuelle aksjeverdibaserte avlønningsordninger som etableres» og «et særlig ansvar for at de utformes på en måte som ikke oppmuntrer til uforsvarlig risikotaking eller gir insentiver til finansielle misligheter, i tråd med eiernes interesser og prinsippene for god foretaksstyring.»⁸¹ Ansvaret for utformingen av generalforsamlingens beslutningsgrunnlag er ikke noe tilstrekkelig klart uttrykk for at det i loven er «bestemt» at styret skal ha kompetanse til å beslutte kapitalforhøyelse, jf. § 10-1(1) og innebærer dermed ikke noen kompetanse til å forplikte selskapet til en fremtidig kapitalforhøyelse. Disse to forhold må holdes adskilt, og aksjonærflertallet kan neppe sies å ha delegert emisjonskompetansen med endelig virkning ved godkjenning av styrets retningslinjer. Styrets myndighet er nærmere avgrenset etter de øvrige selskapsorganenes myndighet.⁸²

⁷⁸ Jf. Lovavdelings tolkningsuttalelse 9. februar 2011(JDLOV-2011-85) om betydningen i bestemmelsens fjerde ledd i forbindelse med foretaksstyring og reglene i regnskapsloven §§ 3-3b og 3-5.

⁷⁹ JDLOV-2007-3132.

⁸⁰ Ot.prp. nr. 55(2005-2006) punkt 15.1.1. s. 80.

⁸¹ Prop 117 L (2009-2010) s. 93. Et mulig erstatningsansvar for styremedlemmer for uforsvarlig saksbehandling som følge av brudd på plikten til å fastsette lederlønninger som ivaretar selskapets interesse i forhold til aksjeeierne og selskapet, kan ikke utelukkes Et slikt krav vil i så fall måtte reises av selskapet eller en aksjeeierminoritet på selskapets vegne, jf. §§ 17-3 og 17-4, i tillegg til aksjonærens subsidiære adgang til å fremme krav om styremedlemmene for indirekte tap, se Normann s. 542-543 med videre henvisning til Rune Sæbø, «Om erstatningskrav i aksjeselskapsforhold» i «Nybrott og odling – festskrift til Nils Nygård», s. 199-212 og Kristin Normann Aarum, «Indirekte aksjonæransvar», NTS 1999:3 s. 64-80

⁸² Aarbakke m.fl. (2012) s. 480.

Selskapets øverste myndighet utøves som utgangspunkt av generalforsamlingen, jf. § 5-1, noe som begrenser rekkevidden av forvaltningsansvaret som selvstendig kompetansegrunnlag. Kompetansen til å forplikte selskapet til å foreta kapitalforhøyelsen, og dermed til å inngå opsjonsavtaler, ligger hos generalforsamlingen, jf. utgangspunktet i § 10-1(1). Styret kan derfor ikke inngå opsjonsavtale med bindende virkning for selskapet, med mindre kompetansen til å foreta kapitalforhøyelse etter styrefullmakt etter §§ 10-14 og 10-17 gir grunnlag for dette.

3.2 Emisjonsfullmakt etter §§ 10-17, jf. 10-14 som kompetansegrunnlag.

Generalforsamlingen har etter unntaket i § 10-1(1) mulighet til å tildele styret myndighet til å beslutte kapitalforhøyelse ved styrefullmakt etter § 10-17, jf. § 10-14, og styret vil ofte benytte seg av denne fullmakten til å oppfylle en opsjonsavtale i praksis. Den overordnede problemstilling som vil behandles i det følgende, er om styret kan inngå bindende opsjonsavtale i kraft av emisjonsfullmakt.

Problemstillingen er sammensatt, og reiser flere underspørsmål. For det første, blir det et spørsmål om hvorvidt reglene om styrefullmakt til kapitalforhøyelse gir generalforsamlingen hjemmel til å tildele fullmakt til inngåelse av opsjonsavtaler. Det fremgår ikke direkte av § 10-14 hvorvidt fullmaktsadgangen omfatter fullmakt til å inngå opsjonsavtale med bindende virkning for selskapet. Det følger av § 10-17 at det er «styret»⁸³ som skal beslutte kapitalforhøyelse i henhold til fullmakten, og sammenholdt med § 10-14(2) nr. 3 må dette anses kun å hjemle kompetanse for styret til å beslutte rettet emisjon i det enkelte tilfelle. Dette gir imidlertid ikke tilstrekkelig grunnlag for å foreta en slik utvidende tolkning av fullmaktsbestemmelsene til å omfatte adgang til å gi styret fullmakt til å inngå opsjonsavtaler.⁸⁴

⁸³ Se nærmere om dette i kapittel 3.2.4.

⁸⁴ Slik også Gina Bråthen, «Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt» (2013), s. 116.

Spørsmålet i det følgende blir dermed om det er rettslig grunnlag for at generalforsamlingen likevel kan tildele styret fullmakt til å inngå opsjonsavtale selv om det ikke er slik eksplisitt hjemmel. Dette vil måtte besvares ut fra lovens alminnelige regler om selskapsorganenes kompetanse, og behandles nærmere i kapittel 3.2.1. I denne forbindelse oppstår det særspørsmål om generalforsamlingens adgang til å tilbakekalle styrefullmakten, som vil behandles nærmere i kapittel 3.2.2. Ved fullmakt til rettet emisjon, må også kompetanse til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett gyldig kunne overføres for at styret skal kunne forplikte selskapet til å gjennomføre en fremtidig kapitalforhøyelse. De særlige spørsmål som oppstår i denne sammenheng behandles i kapittel 3.2.3 og 3.2.4. Opsjonsavtalens element av fremtidig forpliktelse medfører også at det oppstår særlige spørsmål om forholdet mellom styret på tidspunktet for inngåelse av opsjonsavtalen og styret på emisjonstidspunktet, som vil behandles i kapittel 3.2.5.

3.2.1 Kan generalforsamlingen overføre den reelle beslutningskompetanse i emisjonsspørsmålet?

I dette kapitlet forutsettes det at styrefullmakten ikke er tilbakekalt. Når styrefullmakten er tilbakekalt, er ikke situasjonen problematisk rent selskapsrettslig. Kompetansen ligger da hos generalforsamlingen i samsvar med utgangspunktet i § 10-1(1). Spørsmålet om hvorvidt styret kan inngå opsjonsavtale med bindende virkning for selskapet, når avtalen ligger innenfor rammen og løpetiden av emisjonsfullmakten, blir i realiteten et spørsmål om det er rettslig grunnlag for at generalforsamlingen kan overføre den reelle beslutningskompetanse i emisjonsspørsmålet til styret.

Det kan først være hensiktsmessig å se hva som alminnelig kan sluttes fra reglene om kapitalforhøyelse, herunder reglene om styrefullmakter. Reglene om kapitalforhøyelse sier ingenting konkret om dette spørsmålet i sin ordlyd. Utgangspunktet i § 5-1(1) om at aksjonærene utøver selskapets øverste myndighet gjennom generalforsamlingen taler dermed mot at generalforsamlingen kan delegere sin kompetanse i emisjonsspørsmålet med bindende virkning. Ordlyden synes isolert sett å gi aksjonærene en absolutt og uinnskrenket myndighet i alle selskapets anliggender, hvor aksjonærene utøver «den øverste

myndighet», uten nærmere fastsatte begrensninger. Prinsippet i § 5-1(1) er neppe til hinder for at generalforsamlingen delegerer sin myndighet, men er imidlertid ufravikelig i den forstand at generalforsamlingen ikke kan overføre sin myndighet med endelig virkning med mindre loven gir særskilt hjemmel for det.⁸⁵ Delegasjon av myndighet i spørsmål som tilhører generalforsamlingens kjernekompetanse er ikke avskåret etter aksjelovens system,⁸⁶ men slik særskilt hjemmel er ikke gitt i reglene om tildeling av styrefullmakt til å forhøye aksjekapitalen. Det følger imidlertid av § 10-14(2) nr. 2 at det skal angis hvor lang tid fullmakten skal gjelde for, og det er dermed ikke tale om noen endelig overføring av myndighet.

Et argument mot at styret med emisjonsfullmakten som kompetansegrunnlag kan innskrenke generalforsamlingens kompetanse i emisjonsspørsmålet, er imidlertid at generalforsamlingen som utgangspunkt kan tilbakekalle en ubenyttet emisjonsfullmakt til enhver tid. Aksjelovene §§ 10-14 og 10-17 omtaler ikke uttrykkelig tilbakekall av styrefullmakter til kapitalforhøyelse, men det følger av forarbeidene at generalforsamlingen har slik adgang.⁸⁷ En kapitalforhøyelse utgjør en såpass omfattende endring i selskapsforholdet at det måtte oppstilles en konkret hjemmel dersom en slik myndighet skal

⁸⁵ Andenæs, Mads Henry, «Er avtale om opsjon til å tegne aksjer rettslig bindende for selskapet?», *Lov og Rett* 2001 s. 152-165, (heretter «Andenæs i LoR 2001») på s. 159-160.

⁸⁶ Generalforsamlingen kan med hjemmel i § 8-2(2) etter å ha godkjent årsregnskapet for siste regnskapsår, kan gi styret fullmakt til å beslutte utdeling av utbytte på grunnlag av selskapets årsregnskap. Her kan altså styret binde selskapet i fastsettelsen av utbytte, en beslutning som etter forarbeidene må ses som «en kjerneoppgave for generalforsamlingen», og som det kan hevdes at «er en så viktig beslutning for selskapet og aksjeeierne at generalforsamlingen selv bør treffe den.», jf. Prop. 111 L (2012-2013) s. 63. Departementet valgte likevel å gi slik fullmaktsadgang, på bakgrunn av «hensynet til å legge til rette for fleksible løsninger for selskapene», se Prop. 111 L (2012-2013) s. 63. Styrets handlingsrom er imidlertid strekt begrenset når utbyttebeslutningen må baseres på årsregnskapet, som fastsettes av generalforsamlingen, og utbytteutdeling ikke kan sies å være en grunnleggende endring av selskapsforholdet.

⁸⁷ NUT-1970-1 s. 99, så sant det ikke er stiftet «rettigheter for tredjepersoner» med hjemmel i fullmakten, se kapittel 3.2.2.

kunne overføres.⁸⁸ Mot dette kan det anføres at fullmaktshjemmelen i § 10-14 i seg selv legger opp til at styret skal kunne forplikte selskapet i et visst tidsrom fremover i tid,⁸⁹ og det faktum at fullmakten ikke angir eksplisitt i sin ordlyd at den er ment å skulle kunne forplikte til fremtidig kapitalforhøyelse dermed ikke nødvendigvis vil være avgjørende. Lovens alminnelige ordning må likevel legges til grunn, slik at en ubenyttet fullmakt må kunne tilbakekalles av det organ som etter lovens hovedregel har kompetanse til å fatte den beslutning som er delegert ved fullmakten. Så lenge generalforsamlingen kan tilbakekalle fullmakten, kan styret dermed neppe forplikte selskapet til en rettet emisjon i fremtiden.⁹⁰

I forarbeidene til asl. 1976,⁹¹ ble det i forbindelse med spørsmålet om styret skal ha myndighet til å beslutte kapitalforhøyelse under forutsetning av etterfølgende godkjenning av generalforsamlingen, lagt til grunn at generalforsamlingen skal ha reell beslutningskompetanse i emisjonsspørsmålet.⁹² Allerede på dette tidspunkt var lovgiver også klar over at emisjonsfullmakter kunne tenkes anvendt til inngåelse og oppfyllelse av opsjonsavtaler.⁹³ Det følger videre av forarbeidene at aksjeloven «antagelig» må forstås slik at «en avtale med selskapet om at generalforsamlingen, eller i tilfelle styret, i fremtiden skal treffe vedtak om kapitalforhøyelse, ikke kan kreves gjennomført», men «(h)elt klar er denne løsningen likevel ikke».⁹⁴ Det «antas» videre at

⁸⁸ Andenæs i LoR 2001 s. 159-160

⁸⁹ Heffermehl m.fl. s. 20.

⁹⁰ Det er som følge av det forbehold som inntas i forarbeidene og lovgivers taushet om hvilke flertallskrav som gjelder for tilbakekall av emisjonsfullmakten ikke gitt at generalforsamlingen kan tilbakekalle i ethvert tilfelle. Særlige spørsmål om tilbakekall av emisjonsfullmakter vil behandles i kapittel 3.2.2 nedenfor.

⁹¹ LOV-1976-06-04-59

⁹² Jf. NUT-1970-1, s. 100.

⁹³ Jf. NUT-1970-1 s. 98 flg. hvor praksis for «stock option plans» fra britisk og amerikansk rett drøftes som mulig anvendelsesområde for emisjonsfullmakter.

⁹⁴ NOU 1992: 29 s. 51.

«en fremtidig generalforsamling neppe vil være bundet av en avtaleforpliktelse til senere å vedta en slik rettet emisjon som en rett til å kreve utstedt aksjer forutsetter. Selv om det vil være et mislighold av avtalen fra selskapets side dersom kapitalforhøyelsen ikke gjennomføres, kan rettighetshaveren ikke kreve dom for gjennomføring av avtalen.»⁹⁵

Avtalebinding synes etter dette utelukket, til tross for det lille forbeholdet som må sies å ligge i «antas». Aksjelovgruppen gav her en oppsummering av rettstilstanden før innføringen av frittstående tegningsretter, som for øvrig har en overlappende funksjon med opsjonsavtaler.⁹⁶ Et viktig hensyn bak reglene om emisjonsfullmakter er å legge til rette for fleksibilitet i selskapets kapitalinnhenting som ellers ikke ville vært mulig. I et kapitalmarked med raske svingninger, kan det være avgjørende for selskapet å kunne handle raskt for å få tilførsel av kapital ved behov og på tilfredsstillende vilkår. Opsjonsavtalene har imidlertid ikke sitt grunnlag i noe akutt kapitalbehov, men snarere å incentivere den ansatte til god og effektiv drift av selskapet som gir seg utslag i økt omsetning, og derigjennom økt avkastning for aksjonærene. Det er således lite ved emisjonsfullmaktsreglenes formål som tilsier at styret skal kunne forplikte selskapet til en fremtidig emisjon på grunnlag av fullmakten som kompetansegrunnlag.⁹⁷

⁹⁵ NOU 1992: 29 s. 51.

⁹⁶ Se kapittel 3.2.5 og Schaumburg-Müller/Werlauff s. 271, som imidlertid anser vederlaget for en frittstående tegningsrett som et forskudd på overkursen. Ved opsjonsavtalen er det ikke snakk om noen overkurs på noe tidspunkt av avtalens forløp.

⁹⁷ Etter den svenske Aktiebolagslagen kapittel 16 («Leo-lagen») er det krav om ni tidelers flertall på generalforsamling for å kunne utstede aksjer ved emisjon rettet mot direktører, eller ansatte i selskapet eller et selskap i samme konsern, eller nærstående av dem, se Jan Lombach, «New types of financing in the Swedish Companies Act» i «Company Law and Finance», Krüger Andersen og Engsig Sørensen, s. 305 flg. (Heretter «Lombach») og Dahlberg, «Ränta eller kapitalvinst – Grundproblem i kapitalinkomstbeskattningen – särskilt vad gäller finansielle instrument i gränslandet mellan lånekapital och eget kapital» s. 482 flg.

Rettspraksis om spørsmålet er sparsommelig,⁹⁸ men en høyesterettsdom om kapitalnedsettelse kan imidlertid ha overføringsverdi i dette spørsmålet. I Rt. 2007 s. 360 (Lyse Energi) hadde Lyse Energi AS og aksjonærene inngått avtale om fremtidig kapitalnedsettelse, ved at aksjonærene skulle yte et ansvarlig lån til selskapet som skulle etableres ved nedskrivning av overkursfondet. Kapitalnedsettelsen skulle imidlertid gjennomføres først 1,5 år senere, og var dermed ikke gjennomført selskapsrettslig. Partene overholdt sine avtaleforpliktelser løpende. På tidspunktet for gjennomføring av kapitalnedsettelsen hadde selskapet for årene 1999 og 2000 betalt ca. 200 millioner kroner i det som ble betegnet som renter. Ligningsmyndighetene nektet selskapet fradrag for rentebetalingene med den begrunnelse at utbetalingene måtte anses å være ulovlig utbytte. Kapitalnedsettelsen var etter ligningsmyndighetenes oppfatning ikke formelt gjennomført og lånet kunne dermed ikke anses gitt før den formelle gjennomføringen. Høyesterett var enig i dette, og anså ikke avtaleforpliktelse til fremtidig selskapsrettslig gjennomføring som tilstrekkelig, med den begrunnelse at:

«Loven forutsetter at slike beslutninger skal tas ut fra hva som er forsvarlig på det tidspunkt de tas. Avtaler som forskutterer fremtidig oppfyllelse kan ikke kreves oppfylt.»

Dommen gjaldt reglene kapitalnedsettelse, som i større grad er begrunnet ut fra kreditorhensyn enn aksjonærhensyn. Reguleringen av gjennomføringsprosessen har imidlertid likhetstrekk ved at beslutningen om kapitalnedsettelse også som hovedregel skal treffes av generalforsamlingen med samme flertall som for vedtektsendringer og etter forslag fra styret. Uttalelsen er også svært generell på dette punkt, hvor Høyesterett med

⁹⁸ En årsak til dette er at det vil kunne tenkes å være slik interessefellesskap mellom ledelse og en abstrakt og dynamisk aksjonærgruppe i gjennomføringen av en opsjonsavtale som agent-/prinsipal-teorien forutsetter. Videre kan det ha sammenheng med at handlingsrommet som de selskapsrettslige normene gir styret innskrenkes gjennom de sosiale normene, ikke minst for børsnoterte selskaper, hvor såkalt *shareholder primacy* kan gi dominerende fokus på kvartalstall og aksjekurs, se Sjøfjell (JV-2011-309) på s. 323.

«slike beslutninger» og «avtaler som forutsetter fremtidig oppfyllelse» må antas å henvise til avtaler som forskutterer selskapsrettslige beslutninger generelt, og ikke bare avtaler som forskutterer fremtidig kapitalnedsettelse. Uttalelsen kan dermed tas til inntekt for at generalforsamlingen ikke vil kunne overføre den reelle beslutningskompetansen slik at den ved utøvelse av opsjonen vil være bundet i emisjonsspørsmålet.⁹⁹

Det er dermed ikke rettslig grunnlag i lovens alminnelige regler om selskapsorganenes kompetanse for at generalforsamlingen gyldig kan overføre beslutningskompetansen, og med dette innskrenke sin egen kompetanse i emisjonsspørsmålet. Styret kan dermed som utgangspunkt ikke forplikte selskapet til å gjennomføre en fremtidig kapitalforhøyelse, og kan således ikke inngå opsjonsavtale med bindende virkning for selskapet.

3.2.2 Tilbakekall av fullmakt

Som kapittel 3.2.1 viste, er generalforsamlingens adgang til å tilbakekalle styrefullmakt til kapitalforhøyelse en sentral hindring for at en opsjonsavtale inngått på bakgrunn av fullmakten får selskapsrettslige virkninger. Tilbakekallsretten vil imidlertid bare utgjøre en ubetinget hindring for at opsjonsavtalen gis selskapsrettslige virkninger der generalforsamlingen med sikkerhet vil kunne tilbakekalle fullmakten. Aksjelovene §§ 10-14 og 10-17 omtaler ikke uttrykkelig tilbakekall av styrefullmakter til kapitalforhøyelse, men det følger av forarbeidene at generalforsamlingen kan tilbakekalle fullmakten «så lenge det ikke med hjemmel i fullmakten er skapt rettigheter for tredjemann».¹⁰⁰ Dersom det for opsjonshaver gjennom opsjonsavtalen er skapt rettigheter med hjemmel i fullmakten, vil den ikke kunne tilbakekalles, og tilbakekallsretten vil dermed ikke utgjøre noen hindring for at avtalen får selskapsrettslige virkninger. Lovtekst eller rettspraksis angir heller ikke noe konkret om hvilke krav som kan stilles til generalforsamlingens

⁹⁹ Heller ikke i svensk eller dansk rett synes selskapsorganene å kunne ta beslutninger som er bindende for fremtidige aksjonærer, se Jan Lombach, s. 305 flg. og Schaumburg-Müller/Werlauff s. 274.

¹⁰⁰ NUT-1970-1 s. 99, slik også Aarbakke m.fl. (2012)s. 684, note 2.1. Forarbeidene til 1976-loven er på dette punkt relevant for rettsstilstanden etter nåværende aksjelover. Det var her styrefullmakter første gang ble vurdert av lovgiver, og de bakenforliggende hensyn er således grundig vurdert.

beslutning om å tilbakekalle fullmakten. For å utstede en styrefullmakt, er det som nevnt krav om kvalifisert flertall. Dersom tilsvarende flertallskrav gjelder for tilbakekall av fullmakten, er det ikke gitt at generalforsamlingen i et hvert tilfelle har adgang til dette. Hvorvidt tilbakekallsretten ubetinget er til hinder for opsjonsavtalens selskapsrettslige virkninger vil dermed også avhenge av om det gjelder et krav om alminnelig flertall, eller tilsvarende flertallskrav som for utstedelse av fullmakten.

Første spørsmål blir dermed om opsjonshaver har oppnådd slike «rettigheter» at fullmakten ikke lenger kan kalles tilbake. Dette reiser spørsmål både om hvorledes «rettigheter» skal tolkes og når en rettighet kan sies å være «skapt», som prosessuelt krav. Forarbeidenes formulering om at rettigheter for «tredjemann» er til hinder for tilbakekall, angir en videre krets rettighetshavere enn kun aksjonærer, slik at opsjonshaver her synes å være omfattet. En alminnelig forståelse av en «rettighet», er at den kjennetegnes ved at den gir rettighetshaver et krav overfor andre som han selv velger om han vil gjøre gjeldende, at han har kompetanse til å forføye rettslig over denne og at rettighetshaver videre har et vern mot inngripen i rettighetens gjenstand.¹⁰¹

Er fullmakten tilbakekalt, vil opsjonsavtalen kunne påberopes med alternativt rettsgrunnlag i kontraktsretten,¹⁰² slik at den ikke kan anses å være bortfalt. Det selskapsrettslige regelverk bygger nettopp på grunntanken om at aksjonærene ikke har noe alternativt regelverk å bygge sitt krav på, for eksempel gjennom kontraktsrettslige misligholdsbeføyelser¹⁰³ eller arbeidsrettslige bestemmelser.¹⁰⁴ Det er lite treffende å omtale opsjonen som et krav i selskapsrettslig forstand der selskapet kan være avskåret fra gjennomføring som følge av nettopp selskapsrettslige forhold. Den eventuelle rettighet en

¹⁰¹ Svein Eng, *Rettsfilosofi* s. 145 og G. Bråthen (2013) s. 89-90. Om vern mot andres inngripen i sammenheng med rettsvern for rett til erverv av aksjer, se Erik Langseth «Rettsvern til omsetningsretter i aksjer» i NTS 2012:2.

¹⁰² Opsjonshaver kan neppe kreve oppfyllelsesinteressen, jf. forutsetningsvis NOU 1992: 29 s. 51 sitert i kapittel 3.2.1.

¹⁰³ Som selskapets øvrige medkontrahenter.

¹⁰⁴ Som selskapets ansatte.

opsjonsavtale utgjør vil videre være prisgitt styrets faktiske gjennomføring, noe som gjør grunnlaget for usikkert til at det er tale om et krav med vern mot inngripen fra andre.

Avgjørende vil uansett være systematikken i aksjelovene. Det følger av § 10-7(3) at tegning foretatt på annen måte enn fastsatt i paragrafen ikke er bindende for selskapet eller tegningen, slik at bindende virkning forutsetningsvis oppstår når den foretas i samsvar med bestemmelsen.¹⁰⁵ Opsjonshavers forpliktelse samsvarer med selskapets krav på innskudd, jf. § 10-12(3), og kravene avhenger av hvorvidt opsjonshaver velger å benytte sin rett etter avtalen.

Et annet spørsmål som oppstår, er når den eventuelle rettigheten inntreffer. I et avtalerettslig perspektiv innebærer styrets beslutning om kapitalforhøyelse trolig en oppfordring om å komme med tilbud, hvor aksjetegningen utgjør selve tilbudet og aksjetildelingen en eventuell aksept av dette.¹⁰⁶ Opsjonshaver må anses å ha oppnådd rettigheter etter fullmakten fra tidspunktet for aksjetegningen ettersom det er tale om en rettet emisjon hvor både tegner og antall aksjer er avklart på forhånd, slik at generalforsamlingens tilbakekallsrett avskjæres tilsvarende på dette tidspunkt.¹⁰⁷ Opsjonshaver har før dette ikke en slik rettighet som er til hinder for generalforsamlingens adgang til å tilbakekalle emisjonsfullmakten.

Neste spørsmål blir dermed om det ved tilbakekall av styrefullmakt til kapitalforhøyelse gjelder et krav om flertall for vedtektsendring.

Det må antas at generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse kan omgjøres med samme flertall som for vedtektsendringer.¹⁰⁸ Aksjelovens alminnelige hovedregel er at generalforsamlingen treffer vedtak med «alminnelig flertall», dersom ikke annet følger av

¹⁰⁵ Slik også G. Bråthen (2013) s. 91.

¹⁰⁶ Se Werlauff, Selskabsret (2010) s. 220.

¹⁰⁷ Slik også G. Bråthen (2013) s. 91.

¹⁰⁸ Andenæs (2006) s. 527 og Aarbakke m.fl. (2012) s. 675-676.

loven, jf. § 5-17(1). Ettersom flertall for tilbakekall av emisjonsfullmakter ikke er angitt spesifikt, kan dette tale for at det må gjelde et alminnelig flertall. Av forarbeidene fremgår også kun at fullmakten kan tilbakekalles, uten nærmere omtale av hvilket flertallskrav som eventuelt gjelder.¹⁰⁹

Hensynet bak det strenge flertallskrav som oppstilles for utstedelse av emisjonsfullmakter gjør seg ikke gjeldende med samme styrke ved spørsmålet om tilbakekall. Minoritetsaksjonærenes interesser er ikke like utsatt når det er tale om å omgjøre kompetansetildelingen som leder til den endring i selskapsforholdet en emisjon faktisk innebærer, og som er den virkning som de strenge saksbehandlingsreglene har formål å beskytte denne gruppen mot ved fullmaktstildelingen. Dette taler for at det gjelder et alminnelig flertallskrav for tilbakekall av fullmakten. Som følge av at aksjonærgruppen er dynamisk og uensartet, kan hensynet til aksjonærene tvert i mot tilsi at det ikke må gjelde et krav om vedtektsflertall for tilbakekall. En mulighet til hyppigere vurdering av fullmaktstildelingen var også årsak til at tidsbegrensningen i § 10-14(2) nr. 2 ble innstrammet fra fem til to år,¹¹⁰ slik at det til enhver tid gjeldende aksjeeierflertall bestemmer hvorvidt styret skal være utstyrt med emisjonsfullmakt eller ikke.¹¹¹

Det andre grunnleggende hensyn bak emisjonsfullmakter, nemlig hensynet til effektiv og fleksibel kapitalinnhenting for selskapet, trekker i retning av å oppstille samme flertallskrav som for utstedelse av fullmakt, da et krav om simpelt flertall vil svekke styrets forutberegnelighet i slike spørsmål. En opprettholdelse av flertallskravet også ved tilbakekall vil imidlertid medføre at fullmaktstildelingen etablerer et slags prerogativ for styret.¹¹²

¹⁰⁹ NUT-1970-1 s. 99.

¹¹⁰ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 162.

¹¹¹ Slik også G. Bråthen (2013) s. 87.

¹¹² H.P. Matre i Rettsdata Norsk Lovkommentar (2010), note 1747.

Generalforsamlingen må på denne bakgrunn kunne fatte vedtak om tilbakekall ved simpelt flertall i kraft av sin alminnelige instruksjonsmyndighet, jf. § 5-1(1) og § 5-17, og tilbakekallsretten er således til hinder for at en opsjonsavtale inngått med emisjonsfullmakt som kompetansegrunnlag er forpliktende for selskapet.

3.2.3 Kan myndighet til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett overføres med bindende virkning for selskapet?¹¹³

Opsjonsavtalen forutsetter at det foretas en rettet emisjon når opsjonen utøves, og dermed også at aksjonærenes fortrinnsrett fravikes. For at styret skal kunne forplikte selskapet til å gjennomføre den etterfølgende kapitalforhøyelse, må det ha kompetanse til å fravike fortrinnsretten. Det følger av § 10-14(2) nr. 3 at generalforsamlingens beslutning om styrefullmakt skal angi «om aksjonærenes fortrinnsrett etter § 10-4 skal kunne fravikes». Det fremgår imidlertid ikke klart om dette kravet gjelder i forhold til den enkelte emisjon, eller om det er tilstrekkelig at generalforsamlingen generelt har vurdert at fortrinnsretten skal kunne fravikes ved anvendelse av fullmakten. For opsjonsavtaler, hvor emisjonen først skal finne sted etter en gitt periode, og hvor det kan være tale om flere suksessive innløsninger, vil fravikelse av fortrinnsretten kunne by på problemer som følge av at aksjonærgruppens dynamiske sammensetning i fullmaktens løpetid. Har ikke styret kompetanse til å fravike fortrinnsretten, kan selskapet ikke sies å være forpliktet etter opsjonsavtalen.

¹¹³ Under arbeidet med asl. 1970 ble en egen fortrinnsrett for selskapets ansatte ved kapitalforhøyelser ønsket utredet av Justisdepartementet, men ble raskt avvist med den begrunnelsen: «En slik ordning kan føre til at balanseforholdet mellom forskjellige aksjeeiergrupper i selskapet blir forrykket, og konsekvensene kan bli meget uheldige», jf. NUT-1970-1, s. 93-94. Helt utenkelig var imidlertid ikke en slik løsning: «På den annen side kan det være grunn til å legge forholdene til rette for at selskapet kan beslutte at de nye aksjer helt eller delvis skal forbeholdes selskapets ansatte» (s.94). Noe behov for nærmere lovregulering ble likevel ikke antatt å være til stede, da lovens utgangspunkt bør være at de aksjer som tegnes av de ansatte ikke er underkastet særregler, i tillegg til at dagjeldende § 30(3) kunne tolkes slik at det var anledning til slike løsninger all den tid ansattes aksjeinnehav vil kunne være i selskapets interesse (s. 94).

Spørsmålet er om styrefullmakten kan gi en generell adgang til fravikelse av fortrinnsretten, eller om kravet i § 10-14(2) innebærer at generalforsamlingen må vurdere fravikelse av fortrinnsretten for den enkelte emisjon.

Utgangspunktet er at myndighet til å fravike fortrinnsretten ligger hos generalforsamlingen, med samme flertallskrav som for vedtektsendringer, jf. § 10-5. Videre følger det av § 10-4(2) at fortrinnsretten ikke kan tilsidesettes i vedtektene. Dette kan tolkes som et forbud mot å tilsidesette fortrinnsretten på forhånd,¹¹⁴ noe som taler mot at opsjonsavtaler er bindende for selskapet som følge av at disse forplikter generalforsamlingen til å vedta kapitalforhøyelser, som igjen innebærer en fravikelse av fortrinnsretten.¹¹⁵

I § 10-14(2) nr. 3 forutsettes det at fortrinnsretten kan settes til side med hjemmel i styrefullmakten, da den må angi om aksjeeiernes fortrinnsrett etter § 10-4 «skal kunne fravikes». Det vil kunne være nærliggende å legge vekt på at når generalforsamlingen har gitt styret anledning til å fravike fortrinnsretten, må styret stå fritt når det gjelder utnyttelsen av dette i forvaltningen av selskapet,¹¹⁶ gitt at fullmakten ikke er tilbakekalt. Aksjonærenes fortrinnsrett gjelder dessuten kun ved kontantemisjon. Når fortrinnsretten ikke gjelder for en så praktisk viktig del av emisjonstilfellene som emisjoner ved tingsinnskudd, er det tvilsomt hvorvidt det er tale om noe aksjerettslig prinsipp.¹¹⁷ Riktignok er det klart at fremtidig arbeidsinnsats ikke kan benyttes som tingsinnskudd, jf. forbudet i § 2-7, men fordring på tidligere arbeidsytelser kan muligens benyttes som grunnlag for motregning, dersom de øvrige vilkår er oppfylt.¹¹⁸

Før asl. 1970 var tilsidesettelse av fortrinnsretten betinget av at aksjene var forbeholdt noen som ikke fra før av var aksjeeiere. Som del av begrunnelsen for å oppheve denne løsningen ble aksjer

¹¹⁴ Andenæs (2006), s. 561.

¹¹⁵ Slik også G. Bråthen (2013) s. 126.

¹¹⁶ Heffermehl m.fl. s 21.

¹¹⁷ L. c.

¹¹⁸ Kåre I. Moljord, «Aksjekapitalforhøyelse mot innskudd av annet enn penger – spørsmål om grunnlag og rekkevidde for gjennomskjæring», TtF 1997/4 s. 14-31 på s. 29, se nærmere om dette i kapittel 5.3.2.

forbeholdt ansatte spesifikt nevnt som eksempel, uttalt at: «For tilfelle man vil reservere de nye aksjer for selskapets ansatte eller innehavere av obligasjoner i selskapet (...) innebærer bestemmelsen at det må gjøres unntak for ansatte eller kreditorer som fra før er aksjeeiere. Eksemplene skulle være nok til å vise at den gjeldende bestemmelse ikke bør opprettholdes», jf. NUT-1970-1, s. 93. Reglene om ansattes fortrinnsrett i asl. 1976 § 4-2 ble ikke videreført i aksjelovene ved reformen i 1997, med den begrunnelse at bestemmelsen hadde hatt liten eller ingen praktisk betydning.¹¹⁹ Det synes dermed ikke å ha vært en mer prinsipiell begrunnelse enn dette. Det uttales videre i forarbeidene at «(n)år et aksjeselskap har ønsket å innby de ansatte til å tegne aksjer i selskapet, skjer dette i praksis ved at aksjeeiernes fortrinnsrett fravikes til fordel for en rettet emisjon mot de ansatte»¹²⁰

I Rt. 1991 s. 1439 (Norsk Hydro AS) behandlet Høyesterett spørsmål om vedtektsbestemt fortrinnsrett for stifterne av Norsk Hydro AS. Ved stiftelsen ble stifterne i vedtektene tillagt en viss fortrinnsrett til tegning av aksjer ved senere kapitalforhøyelse, knyttet til omsettelige stifter- og tegningssertifikater. Ikke-innløste rettigheter ble respektert frem til 1975 og den tilhørende vedtektsbestemmelse ble opphevet i 1980. Opphevelsen ble kjent ugyldig, og rettighetshaverne ble tilkjent erstatning for sitt tap. Aksjeloven av 1976 § 4-2¹²¹ forbød at andre enn aksjonærene ble tillagt fortrinnsrett. Bestemmelsen kunne imidlertid ikke forstås slik at den grep inn i eksisterende fortrinnsretter som hadde sitt rettsgrunnlag i kontrakt mellom stifterne og mellom stifterne og selskapet. Til ankende parts anførsel om at asl. 1976 § 4-2 ikke regulerte avtaler forut for selskapets etablering, slik at det uavhengig av bestemmelsen var mulig å forplikte selskapet, uttalte førstvoterende på s. 1446 at «(f)ormålet med de ufravikelige bestemmelser i § 4-2 må etter min mening være å hindre at det etableres ordninger i strid med lovens regler.» Avgjørelsen gir imidlertid ikke svar på hvorvidt det kun er forbudet mot å innta avtalen i vedtektene som er ufravikelig, eller om formålet med § 4-2 også er til hinder for å etablere fortrinnsrett i avtale som ikke inntas i vedtektene.¹²²

¹¹⁹ NOU 1996: 3 s. 164.

¹²⁰ NOU 1996: 3 s. 164.

¹²¹ Bestemmelsen tilsvarer i det vesentlig aksjeloven og allmennaksjeloven § 10-4.

¹²² Andenæs antar at det trolig er begge deler, se Andenæs i LoR 2001 s. 158.

Ettersom dommen ikke direkte gjaldt en fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett i forbindelse med beslutningen om kapitalforhøyelse, men en fravikelse i vedtektene, i tillegg til at det var generalforsamlingen som besluttet kapitalforhøyelsen, er ikke dommens relevans for styrefullmakter opplagt. Drøftelsen foretas imidlertid ut fra formålet med reglene om fortrinnsrett, og de samme hensyn gjør seg gjeldende der det er tale om en forutgående avtaleforpliktelse som for en vedtektsforpliktelse. I begge tilfelle vil sammensetningen av aksjonærgruppen og styret kunne endres over tid, slik at de som får sin fortrinnsrett fraveket ikke nødvendigvis er de samme som har stemt for å gi en slik adgang i styrefullmakten. Videre kan det anføres at hensynene i enda sterkere grad gjør seg gjeldende når det er styret, og ikke generalforsamlingen som beslutter fravikelse av fortrinnsretten, særlig ettersom bestemmelsene som skal sikre åpenhet om incentivordninger i asal. §§ 6-16a og 5-6 ikke gir aksjonærene tilstrekkelige muligheter til etterprøving av ordningene.¹²³

Dommen er senere omtalt av aksjelovgruppen i NOU 1992:29 s. 51, som på bakgrunn av de nevnte usikkerhetsmomenter synes å gå videre i sin tolkning enn det dommen faktisk gir grunnlag for:

«Høyesterett avviser at § 4-2 skal forstås slik at den ikke også regulerer avtaler forut for selskapets etablering og avtaler forut for den enkelte kapitalforhøyelse(...) Aksjelovgruppen antar etter dette at en fremtidig generalforsamling neppe vil være bundet av en avtaleforpliktelse til å vedta en slik rettet emisjon som en rett til å kreve utstedt aksjer forutsetter».

Det må i denne sammenheng også påpekes at dommen ikke direkte regulerer forholdet til forhåndsavtaler.¹²⁴ Uttalelsene må uansett samlet trekke sterkt i retning av at opsjonsavtaler er i strid med aksjonærenes fortrinnsrett når de oppfylles ved nyemisjon, all den tid beslutningen om fravikelse forutsettes vurdert av generalforsamlingen.

¹²³ Ernst & Young(2013) s. 6.

¹²⁴ Welde, NTS 2003:2 s. 189 på s. 197.

Betydningen av uttalelsene i dommen og forarbeidene kan trekke i retning av at § 10-4(2) skal tolkes utvidende, slik at bestemmelsens anvendelsesområde ikke begrenses til «vedtekter» som setter fortrinnsretten til side. I følge forarbeidene må bestemmelsen «antagelig» forstås slik at den «mer generelt bestemmer at en fravikelse av aksjeeiernes fortrinnsrett må vedtas i forbindelse med den konkrete kapitalforhøyelsen», og at det er uten betydning om fortrinnsretten fravikes i form av vedtektsbestemmelse eller avtale for å omfattes av § 10-4(2).¹²⁵ Til tross for det noe beskjedne forbeholdet som må anses for å ligge i formuleringen, «antagelig», kan uttalelsen tas til inntekt for at også ikke-vedtektsfestede avtaler som fraviker fortrinnsretten omfattes av § 10-4(2).

En tolkningsuttalelse fra lovavdelingen om grensene for generalforsamlingens myndighetsavståelse ved utstedelse av frittstående tegningsretter kan ha interesse også for spørsmålet om avståelse av myndighet til fravikelse av fortrinnsretten i emisjonsfullmakten.¹²⁶ Etter lovavdelingens oppfatning måtte det åpenbart være en grense for generalforsamlingens adgang til å overføre beslutningsmyndighet til styret når det gjaldt utstedelsen av tegningsrettene, og selv om allmennaksjeloven § 11-12(2) nr. 1 og 3 ikke setter formelle skranker for hva generalforsamlingen kan beslutte når det gjelder antall tegningsretter og tegningsfrist, «må man ut fra omgåelsesbetraktninger legge til grunn at generalforsamlingens beslutning ikke kan være så åpen at beslutningsmyndigheten i realiteten og i det vesentlige er overlatt til styret.» Uttalelsen er relevant også for alminnelige emisjonsfullmakter, da § 10-14(2) i likhet med asal. § 11-12(2) nr. 1 og 3 ikke setter formelle skranker for hva generalforsamlingen kan beslutte når det gjelder antall tegningsretter og tegningsfrist. Frittstående tegningsretter, i likhet med opsjonsavtaler,

¹²⁵ NOU 1992: 29 s. 51.

¹²⁶ Tolkningsuttalelse (Lovdatareferanse: JDLOV-2002-5192) om aksjeloven og allmennaksjeloven § 11-6(2) og suksessiv melding til foretaksregisteret, punkt 5. Henvendelsen til Lovavdelingen hadde bakgrunn i en utstrakt praktisering av allmennaksjelovens regler om frittstående tegningsretter, som gikk ut på at generalforsamlingen satte en svært vid ramme for antallet tegninger, eksempelvis med én tegning som minste antall, og at det ble fastsatt en svært lang tegningsfrist. Dette gav svært frie tøyler for styret, og ordningen hadde nærmest karakter av en generell styrefullmakt til kapitalforhøyelse.

forutsetter etterfølgende aksjetegning, ved kapitalforhøyelse, og dermed er vedtektsendring nødvendig, med den følge at det er tale om overføring av myndighet i spørsmål om endring av selskapsforholdet. Omgåelsesbetraktninger tilsier derfor at adgangen til fravikelse av fortrinnsretten i emisjonsfullmakten ikke kan gjøres for generell.

I NUES-anbefalingen punkt 3, tredje ledd fremgår det at styrefullmakt til å foreta kapitalforhøyelse «bør begrenses til definerte formål», og dersom styrefullmakten skal dekke flere formål, «bør hvert formål behandles som en egen sak i generalforsamlingen». Det fremgår videre at styrefullmakt ikke bør gis lenger enn frem til neste ordinære generalforsamling. anbefalingen går her i følge kommentaren lenger enn loven ved at fullmakten bør begrenses til definerte formål.¹²⁷ Dette begrunnes med at aksjeeierne gjennom spesifisering av fullmaktene kan stemme separat over hvert enkelt formål og at opsjonsprogram for ansatte alltid bør vedtas som en særskilt fullmakt.¹²⁸ Allmennaksjelovens adgang til å gi styrefullmakt for inntil to år anbefales ikke benyttet «med mindre det er snakk om opsjoner selskapet er forpliktet til å honorere», ettersom selskapets situasjon og aksjeeiernes vurdering av denne kan endres i løpet av et år.¹²⁹ anbefalingen bygger imidlertid her på en forutsetning om at selskapet er forpliktet til å oppfylle opsjonsavtalen. Der avtalen ikke er inngått med tilstrekkelig kompetansegrunnlag til å forplikte selskapet til å foreta en fremtidig kapitalforhøyelse, må utgangspunktet om at emisjonsformålet klart bør defineres gjelde. Opsjonsavtale inngått med styrefullmakt som kompetansegrunnlag innebærer dermed at fortrinnsretten settes til side på forhånd, uten at aksjonærene får mulighet til å ta beslutningen ut fra hva som er forsvarlig på det tidspunkt den tas.¹³⁰

¹²⁷ NUES-anbefalingen s. 15.

¹²⁸ L.c.

¹²⁹ L.c.

¹³⁰ Se behandlingen av Rt. 2007 s. 360 (Lyse Energi) ovenfor.

3.2.4 Fravikelse av fortrinnsretten må være «saklig begrunnet i selskapets interesse»

Loven inneholder ingen begrensning med hensyn til hvem de nye aksjene kan forbeholdes og på hvilke vilkår,¹³¹ slik at en fravikelse til fordel for opsjonshaver i utgangspunktet ikke vil være problematisk. Den enkelte aksjonær må imidlertid kunne sies å ha et rimelig krav på at myndigheten til å beslutte kapitalforhøyelse brukes i selskapets interesse.¹³² Det er her en glidende overgang mot regelen om generalforsamlingens myndighetsmisbruk¹³³ og alminnelige misbruksprinsipper, hvor § 5-21 forbyr generalforsamlingsbeslutninger som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning.

Det kan likevel stilles spørsmål om hvorvidt dette kun er ment som en alminnelig henvisning til misbruksreglene, eller om kravet om beslutning i selskapets interesse for fortrinnsretten del kan sies å være et mer alminnelig prinsipp. Det synes å være en viss konsensus i teorien om at det formentlig gjelder som et alminnelig prinsipp at en fravikelse av fortrinnsretten til fordel for andre må være saklig begrunnet i selskapets interesse.¹³⁴ Hvor grensen går mellom saklig begrunnede vedtak for en rettet emisjon og urimelig forskjellsbehandling av aksjonærene, «må avgjøres konkret ut i fra situasjonen i selskapet», jf. RG 1996 s. 491.¹³⁵

En rettet emisjon skal ivareta hensynet til selskapet som sådant, og innholdet i selskapsinteressen kan variere etter selskapets situasjon.¹³⁶ Med selskapets interesse siktes det her til den interesse selskapet har i å tilknytte seg den det er tale om å fravike

¹³¹ Aarbakke m.fl. (2012) s. 665.

¹³² NUT-1970:1 s. 93, Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 54 og Andenæs (2006) s. 520.

¹³³ Jf. § 5-21, se kapittel 4.

¹³⁴ Aarbakke m.fl. (2012) s. 665 med videre henvisninger, se P. Augdahl s. 121 og Andenæs (2006) s. 521-522.

¹³⁵ Nærmere omtalt nedenfor.

¹³⁶ G. Bråthen (2013) s. 180

fortrinnsretten til fordel for. Spørsmålet blir dermed om fravikelse av fortrinnsrett til fordel for opsjonshaver i denne henseende kan være i selskapets interesse.

Utgangspunktet må være at opsjonsavtalen objektivt sett, som ledd i en av selskapets forretningsmessige avtaler, etter sin begrunnelse i agentteorien er i samsvar med selskapets økonomiske formål.¹³⁷ Det kan «være grunn til å legge forholdene til rette for at selskapet kan beslutte at de nye aksjer helt eller delvis skal forbeholdes selskapets ansatte», og der «det fra de ansattes side er interesse for å plassere penger i bedriften, vil det også kunne være i selskapets interesse å imøtekomme dette ønske.»¹³⁸ Selskapets interesse i selve aksjeinnskuddet ved kontantemisjon er ikke relevant ved denne vurderingen, da denne vil være like godt ivaretatt dersom en av aksjonærene med alminnelig fortrinnsrett deltar i kapitalforhøyelsen.¹³⁹ Det kan imidlertid ikke kreves at de nye aksjeeierne er rettslig forpliktet til å bidra som ønsket, på tross av at «selskapets interesse» her knytter seg til andre forhold enn aksjeinnskuddet. I praksis har det vist seg at mange «kvalitetsinvestorer» som enkelte selskaper ønsker å knytte til seg hatt relativt kortsiktige interesser i spekulasjon i aksjen.¹⁴⁰

I RG 1996 s. 491 hadde et aksjeselskap på ekstraordinær generalforsamling nedskrevet aksjekapitalen til null og på samme generalforsamling tegnet ny kapital på 1,5 millioner ved rettet emisjon, med den følge at fortrinnsretten ble fraveket etter asl. 1976 § 4-2(3). En

¹³⁷ Se kapittel 1.1.

¹³⁸ NUT-1970:1 på s. 94.

¹³⁹ I RG 1996 s. 491 ønsket saksøker å overta selskapet som eneaksjonær og tilbød seg å tegne kapitalen på kr 1,5 millioner, samt at han meddelte selskapet at han i tillegg stillet 1 million kroner til disposisjon som ansvarlig lån. Tilbudet inneholdt i følge dommen imidlertid ingen helhetlig refinansieringspakke som kunne gi styret og senere generalforsamlingen et restrukturert firma hvor fremtidig drift syntes sikret. Etersom dokumentasjon for et slikt opplegg ble ikke fremlagt, kunne styrets valg om å anbefale finansieringsopplegget fra de nye aksjonærer etter lagmannsrettens syn «ikke kritiseres i den situasjon selskapet var i når det gjaldt drift og økonomi» da «(d)en finansielle løsning som ble valgt på generalforsamlingen var den eneste reelle mulighet til å berge selskapet slik saken forelå i august 1994».

¹⁴⁰ Matre i Rettsdata Norsk Lovkommentar, note 1655.

aksjonær reiste søksmål etter asl. 1976 § 9-16. At selskapets økonomiske situasjon var prekær og at virksomheten ble drevet for kreditorenes regning var av sentral betydning ved vurderingen av hvorvidt fravikelse av fortrinnsretten var saklig begrunnet i selskapets interesse, og i slike situasjoner «må ansvaret for selskapets beste i hovedsak knytte seg til løsninger som tar hensyn til kreditorene og eventuelle ansattes interesse i at selskapet overlever.» Lagmannsretten uttalte videre at:

«I et selskap hvor egenkapitalen utvilsomt er tapt, vil hensynet til aksjonærene komme i annen rekke. Dette synes selvfølgelig når det er på det rene at ordinær drift ikke kan gjenreise egenkapitalen innen overskuelig fremtid.»

Her legger altså retten til grunn at aksjonærhensynene bak fortrinnsretten er underordnet kreditorer og ansattes interesser under hensyntagen til «selskapets beste» der selskapet befinner seg i presset økonomisk situasjon. En rettet emisjon foretatt i selskapets interesse ivaretar normalt både kreditorenes dekningsinteresse og aksjonærenes avkastningsinteresse, men kreditorene kan også ha en interesse i at selskapet går bra på lang sikt, da dette kan gi muligheter for nye kontrakter.¹⁴¹ Der den forbigåtte aksjonærs forutsetninger ikke er forenlige med ivaretagelse av den videre kjerne av interesser selskapets interesse i den faktiske situasjon, vil beslutningen om fravikelse lettere kunne være saklig.¹⁴² Opsjonshavers forutsetninger som en viktig brikke i selskapets drift vil her kunne være et relevant moment. Også i teorien antydes at det kan være saklig og forsvarlig grunnlag for tilsidesettelse av fortrinnsretten ut fra selskapets og aksjonærfelleskapets interesse for eksempel hvor favørelementet er relativt ubetydelig eller emisjonen må antas å ha kursdrivende effekt.¹⁴³ Der kursen faller kort tid etter at opsjonshaver har mottatt aksjene, vil ikke det langsiktige vinningsformål i realiteten være ivaretatt. Der aksjene er båndlagt i ettertid, vil fravikelsen lettere være saklig begrunnet i selskapets interesse, ut fra en antakelse om at slik båndleggelse gir større sikkerhet for at lederen får de riktige

¹⁴¹ G. Bråthen (2013) s. 180-181.

¹⁴² RG 1996 s. 491

¹⁴³ Matre i *moderne forretningsjus* (2001) s. 139.

langtidsincentiver, og at selskapet dermed oppnår større sikkerhet for at formålet med emisjonen realiseres.

Dette samsvarer også med “Commission Recommendation 2009/385/EC on the remuneration of directors of listed companies”, punkt 4.2, hvor det fremgår at “Share options or any other right to acquire shares or to be remunerated on the basis of share price movements should not be exercisable for at least three years after their award.”

Også emittantens «faglige tyngde i bransjen» ble ansett som en fordel for selskapet, som del av begrunnelsen for at fravikelse av fortrinnsretten var saklig begrunnet i selskapets interesse. Der emittanten er en potensiell nøkkelansatt, kan særlig fagkompetanse og «*know-how*» kunne styrke fravikelsens legitimitet i selskapsinteressen

Vurderingen vil bli noenlunde lik saklighetsvurderingen under myndighetsmisbruksreglene. Hvilke momenter som er relevante å ta i betraktning ved vurderingen av selskapets interesse i fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett behandles mer utførlig under kapittel 4. Disse momentene vil også ha relevans ved vurderingen etter § 10-5. Det vil likevel kunne være nyanser i relevans og vekt, da interesseavveiningen etter § 10-5 utelukkende har tilsidesettelse av fortrinnsretten for øye, mens myndighetsmisbruksreglene har en mer generell karakter og også vil kunne ramme andre forhold ved opsjonsavtaler, som for eksempel favørkurs.

Konklusjonen må etter dette bli at fravikelse av fortrinnsretten etter lovens system skal besluttes av generalforsamlingen, og ved eventuell emisjonsfullmakt, av styret på det tidspunkt emisjonsbeslutningen fattes.

3.2.5 Kan styret på avtaletidspunktet forplikte styret på utøvelsestidspunktet til å vedta kapitalforhøyelse etter § 10-17?

Styret på utøvelsestidspunktet kan ha en annen sammensetning eller et annet syn på hensiktsmessigheten av aksjetildelingen enn styret på tidspunktet for inngåelse av

opsjonsavtalen.¹⁴⁴ Et spørsmål er i slike tilfelle hvorvidt styret på tidspunktet for avtaleinngåelse vil kunne innskrenke den kompetanse styret på utøvelsestidspunktet som utgangspunkt har, og således binde dette til å vedta kapitalforhøyelsen.

Dette avhenger av hvorledes man tolker «styrets beslutning» i § 10-17(1). Spørsmålet blir for det første om det er tale om styret som organ, eller om ordlyden sikter til styret på tidspunktet for kapitalforhøyelsen. Til støtte for det den sistnevnte tolkning kan det anføres at det av hensyn til god sammenheng i loven må vektlegges at loven her oppstiller tilsvarende saksbehandlingsregler som for generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse og at loven ikke har noen tilsvarende regler om styrebeslutning som går ut på å innskrenke det senere styrets kompetanse i emisjonsspørsmålet.¹⁴⁵ Når det gjelder spørsmålet om styret med fullmakt til å beslutte kapitalforhøyelse, kan binde seg til i fremtiden å treffe beslutning om kapitalforhøyelse må «aksjeloven antagelig forstås slik at en avtale med selskapet om at generalforsamlingen, eller i tilfelle styret, i fremtiden skal treffe vedtak om kapitalforhøyelse, ikke kan kreves gjennomført».¹⁴⁶

Det siktes primært til spørsmålet om hvorvidt generalforsamlingen på avtaletidspunktet kan innskrenke kompetansen for generalforsamlingen på emisjonstidspunktet, men formuleringen synes å gi uttrykk for at løsningen vil bli tilsvarende ved spørsmålet om styrets kompetanse på avtaletidspunktet og emisjonstidspunktet.¹⁴⁷ En innvending mot dette er at § 10-14 forutsetter at det kan gå tid mellom tidspunktet for tildelingen av styrefullmakten og utøvelsen av den og at det dermed må ha vært nærliggende for lovgiver å tenke seg at styrefullmakten ville kunne benyttes til å avtalemessig binde selskapet ved senere transaksjoner hvor aksjer er inkludert.¹⁴⁸ Noen særskilt hjemmel ville derfor ikke være nødvendig grunnet styrets alminnelige rett og plikt til å forvalte selskapets

¹⁴⁴ NUES-anbefalingen s. 15.

¹⁴⁵ Andenæs i LoR 2001 s. 160.

¹⁴⁶ NOU 1992:29 s. 51.

¹⁴⁷ L. c

¹⁴⁸ Heffermehl m.fl. s. 20-21.

anliggender etter § 6-12, som vil omfatte beslutninger i samsvar med fullmakt etter § 10-14 med unntak for de tilfelle hvor styret overskrider fullmaktens grenser.¹⁴⁹ Synspunktet legger til grunn en forutsetning om at generalforsamlingen bevisst avstår denne kompetansen, også på vegne av det senere styret. Det kan imidlertid være grunnlag for å skille mellom avtaler om å gjennomføre en fremtidig kapitalforhøyelse og alminnelige avtaler.¹⁵⁰

Dom inntatt i Rt. 2007 s. 360 (Lyse Energi AS)¹⁵¹ trekker også i retning av at det sittende styret på beslutningstidspunktet ikke kan få innskrenket sin kompetanse i emisjonsspørsmålet som følge av en opsjonsavtale. Den avtalte fremtidige kapitalnedsettelse ble ikke anerkjent av Høyesterett før den formelt var gjennomført. I denne sammenheng uttalte førstvoterende i premiss 62 følgende:

«Disse reglene til vern for kreditorene er preseptoriske. Dette innebær at selskapet ikke kan binde seg til hva som helst skal vedtas på senere generalforsamlinger, eller til at styret skal sende inn endelig registreringsmelding. Loven forutsetter at slike beslutninger skal tas ut fra hva som er forsvarlig på det tidspunkt de tas. ***Avtaler som forskutterer fremtidige beslutninger, kan ikke kreves oppfylt.*** En konsekvens av dette er at selskapet heller ikke – slik det her er anført – kan holdes ansvarlig for oppfyllelsesinteressen. Dersom aksjonærene kunne kreve å bli stilt som om nedskrivningen av overkursfondet hadde funnet sted pr. 1. januar 1999, ville dette innebære en omgåelse av kreditorvernet i aksjeloven. Det ville – som påpekt av staten – foregripe utdelinger som etter loven er betinget av bestemte selskapsvedtak, kreditorvarsler og registreringer i Foretaksregisteret. Jeg kan på denne bakgrunn ikke se at Lyse Energi AS har en form for misligholdsansvar overfor kommunene.»¹⁵²

¹⁴⁹ L.c.

¹⁵⁰ Slik også G. Bråthen (2013) s. 119.

¹⁵¹ Dommens saksforhold og relevans for beslutning om kapitalforhøyelse er nærmere omtalt i kapittel 3.2.1.

¹⁵² Min utheving.

Førstvoterende må her forstås slik at det nettopp er det at reglene om kapitalnedsettelse er preseptoriske som medfører at generalforsamlingen ikke kan «binde seg til hva som vedtas på fremtidige generalforsamlinger». Reglene om kapitalforhøyelser i kapittel 10 er også preseptoriske, med den følge at det lovfestede kravet til saksbehandling ikke kan tilsidesettes av styret ved inngåelse av opsjonsavtalen. Selv om det i dommen er tale om generalforsamlingen, er kapitalforhøyelsen likevel en «fremtidig beslutning» som forskutteres, og som etter dommens generelle formulering dermed ikke kan kreves oppfylt.

Et hensyn som likevel kan tale for at styret bør ha kompetanse til å inngå opsjonsavtaler på selskapets vegne er behovet for fleksible finansieringsmuligheter. Frittstående tegningsretter ble imidlertid innført i aksjelovens kapittel 11 med det formål å imøtekomme dette behovet for selskapene, og har langt på vei de samme funksjoner som opsjonsavtaler. Dette taler også for at loven må forstås slik at den uttømmende regulerer de tillatte finansieringsmåter som selskaper har til sin disposisjon.¹⁵³ Også i dansk og svensk rett synes en slik oppfatning lagt til grunn.¹⁵⁴

I denne sammenheng kan det også nevnes at adgang til å utstede frittstående tegningsretter ikke kan delegeres til styret ved styrefullmakter.¹⁵⁵ Et argument for en restriktiv tolkning av § 10-17(1) er at selve beslutningen om å utstede en tegningsrett binder selskapet «uten ytterligere beslutning av generalforsamlingen», jf. § 11-12(1) 2. pkt, og at en slik avståelse av myndighetsutøvelse på et senere tidspunkt ikke er ment å kunne gjennomføres etter aksjelovens system. Ved styrefullmakt etter § 10-17(1) skal styrets emisjonsbeslutning uansett ivareta selskapets interesser.

¹⁵³ G. Bråthen (2013) s. 125.

¹⁵⁴ Schaumburg-Müller/Werlauff s. 734-735 og , slik også G. Bråthen (2013) s. 125. Jan Lombach, «New types of financing in the Swedish Companies Act» i «Company Law and Finance», Krüger Andersen og Engsig Sørensen, s. 305 flg.

¹⁵⁵ NOU 1992: 29 del 2, s. 126 og Ot.prp. nr. 36(1993-1994) s. 118

Løsningen må på bakgrunn av dette bli at det sittende styrets kompetanse i emisjonsspørsmålet ikke kan innskrenkes av styret på avtaletidspunktet. Til dette kommer at styret har plikt til å ivareta selskapsinteressen. Denne funksjonen utøves best ved opsjonsavtaler om styret også har reell beslutningsmyndighet på tidspunktet for emisjonsbeslutningen. Skulle det vise seg å være manglende sammenheng mellom den ansattes prestasjon og selskapets finansielle resultater, kan det når opsjonen utøves være styrets plikt til å ikke vedta en kapitalforhøyelse som innebærer en verdioverføring i form av favørkurs. Disposisjonens legitimitet i vinningsformålet vil i slike tilfelle være svært tvilsom. Til dette kommer at den saklige begrunnelsen for tilsidesettelsen av fortrinnsretten ikke lenger vil være til stede, og styret vil dermed ha en plikt overfor aksjonærfellesskapet å forhindre utvanning.

3.3 Oppsummering

Reglene om styrefullmakt til kapitalforhøyelse gir ikke tilstrekkelig klar hjemmel for at opsjonsavtaler gyldig kan inngås av styret, på bakgrunn av disse. Generalforsamlingen kan heller ikke overføre den reelle beslutningsmyndigheten i emisjonsspørsmålet til styret på bakgrunn av aksjelovenes alminnelige regler. Videre skal både beslutning om kapitalforhøyelse og tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett tas av styret på emisjonstidspunktet. Styret mangler dermed kompetanse til å inngå opsjonsavtaler på vegne av selskapet, og avtalen er dermed ikke bindende for selskapet.

At opsjonsavtalen ikke har rettslig bindende virkning for selskapet, gjør den likevel ikke verdiløs for opsjonshaver. Opsjonsavtalen gir uttrykk for selskapets politikk på området,¹⁵⁶ og det vil knytte seg et visst press til gjennomføring.¹⁵⁷ Selskapet vil kunne få svekket sitt rennommé og posisjon ved fremtidig rekruttering. Ettersom rettsvirkningen er ugyldighet,

¹⁵⁶ Andenæs i LoR 2001 s. 155.

¹⁵⁷ Se Jan Lombach, «New types of financing in the Swedish Companies Act» i «Company Law and Finance», Krüger Andersen og Engsig Sørensen, s. 305 flg.

vil opsjonshaver heller ikke kunne kreve oppfyllelsesinteressen, men den negative kontraktsinteresse eller erstatningskrav mot styrets medlemmer vil kunne være en mulighet.

Der styret har gått utover fullmakten, kommer de avtalerettslige ugyldighetsregler til anvendelse. Har styret ved emisjonsbeslutningen forholdt seg innenfor fullmaktens ordlyd, vil det likevel kunne være tale om myndighetsmisbruk etter § 6-28. Tilsvarende kan de tilfellene hvor generalforsamlingen beslutter den rettede emisjon utgjøre et myndighetsmisbruk etter § 5-21. Jeg vil i neste kapittel redegjøre for hvilke skranker myndighetsmisbruksreglene oppstiller for gjennomføring av opsjonsavtaler, der de anvendes som økonomisk incentiv for ledende ansatte i aksje- og allmennaksjeselskaper.

4 Hvilke skranker oppstiller myndighetsmisbruksreglene for gjennomføringen av en opsjonsavtale?

4.1 Innledning

Som det fremgikk av behandlingen av aksjonærenes fortrinnsrett i kapittel 3.2.3 og 3.2.4, er et grunnleggende hensyn som søkes ivaretatt ved flere av aksjelovens regler å verne aksjonærene mot en utvanning av deres rettigheter. Misbruksbestemmelsene oppstiller også skranker for generalforsamlingens og styrets kompetanseutøvelse¹⁵⁸ der utvanning av aksjonærenes rettigheter er en nærliggende konsekvens av den aktuelle beslutning. I en utredning til Nærings- og handelsdepartementet av 19. september 2013, med det formål å kartlegge mulige juridiske hindringer for ansattes medeierskap i selskapets aksjer, fremgår det også at misbruksregelen i aksjeloven og allmennaksjeloven §§ 5-21 og 6-28 begrenser generalforsamlingens, eventuelt styrets myndighet til å la de ansatte tegne aksjer til en kurs som er vesentlig under aksjenes virkelige verdi.¹⁵⁹

¹⁵⁸ T. Bråthen, Rettsdata norsk lovkommentar(2010) note 867.

¹⁵⁹ Gudmund Knudsen og Ane N. Nordby, «Kartlegging av mulige juridiske hindre for ansattes medeierskap – utredning til Nærings- og handelsdepartementet», 19. september 2013 på s. 7.

Behandling av opsjonsavtaler etter myndighetsmisbruksreglene reiser særlige spørsmål om hvilke av selskapets aktører og interessenter som har plikter og rettigheter etter reglene, ettersom disse interessene utgjør sentrale avveiningskriterier ved den materielle vurderingen som behandles i kapittel 4.4. Hvilke interesser som er relevante å ta i betraktning ved den materielle vurderingen behandles nærmere i kapittel 4.2. Det oppstår videre spørsmål om hva som skal til for at den som hevder sin interesse krenket ved gjennomføringen av opsjonsavtalen, kan sies å ha medvirket til beslutningen i tilstrekkelig grad ved samtykke, og således oppgitt sin stilling som rettighetssubjekt, se kapittel 4.3. Hva de eventuelle rettsvirkningene av at gjennomføringen av en opsjonsavtale er et utslag av myndighetsmisbruk behandles nærmere i kapittel 4.5.

Ved gjennomføringen av opsjonsavtaler kan det potensielt oppstå misbruksspørsmål på flere plan. For det første kan det være tale om aksjonærenes myndighetsmisbruk etter § 5-21 i de tilfelle generalforsamlingen inngår opsjonsavtaler eller beslutter å utstede emisjonsfullmakter. For det andre, kan det være tale om styrets myndighetsmisbruk, jf. § 6-28(1). Dette er særlig aktuelt der en opsjonsforpliktelse skal oppfylles ved emisjon, og styret ved generalforsamlingsbeslutning er tildelt emisjonsfullmakt. At det kan oppstå utvanningsproblematikk i forbindelse med aksjebaserte godtgjørelsesformer, blant annet ved de fremtidige kostnadene knyttet til avtalene, fremgår eksplisitt av forarbeidene til asal. § 6-16a.¹⁶⁰

Med hensyn til opsjonsavtaler, er det emisjonsbeslutningen som er mest interessant å vurdere opp mot myndighetsmisbruksreglene. Frem til emisjonsbeslutningen, er det som kapittel 3 viste, ikke tale om noe krav på å få utstedt aksjer som kan håndheves av opsjonshaver. Det er dermed på dette tidspunkt avtalen får selskapsrettslige virkninger etter sitt innhold, og de eventuelle interesse motsetninger oppstår.

¹⁶⁰ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) på side 171, sitert nedenfor i kapittel 4.3.

Problemstillingen som vil behandles i det følgende er hvilke skranker myndighetsmisbruksbestemmelsene i aksjelovene oppstiller for den selskapsrettslige gjennomføringen av opsjonsavtaler.

4.1.1 Kort om myndighetsmisbruksreglenes funksjon og formål

Aksjelovene oppstiller i §§ 5-21 og 6-28 regler om henholdsvis generalforsamlingen og styrets myndighetsmisbruk, og forhindrer disse organer i å treffe noen beslutning¹⁶¹ og ellers foreta noe¹⁶² som er «egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning». Bestemmelsene tilhører aksjelovens materielle vern,¹⁶³ og «har særlig betydning hvor den aktuelle særbestemmelse i loven ikke har egne regler som ivaretar minoritetens interesser».¹⁶⁴ Et eksempel som eksplisitt nevnes i forarbeidene er tilsidesettelse av aksjeeiernes fortrinnsrett til de nye aksjer ved kapitalforhøyelse.¹⁶⁵

Misbruksreglenes funksjon er blant annet å tjene som et middel for å oppnå effektivt minoritetsvern uten å legge for sterke begrensninger på majoritetens handlefrihet, og tilsvarende gi selskapets ledelse et betydelig handlingsrom, samtidig som aksjonærfelleskapet beskyttes mot ledelsens disposisjoner.¹⁶⁶ Dette er langt på vei generalklausulenes formål, som gjenspeiles i den konkrete helhetsvurdering som må gjøres. Ivaretagelse av minoritetsvernet innenfor rammen av aksjelovens majoritetsprinsipp og selskapsledelsens behov for fleksibilitet oppnås best ved å bygge den konkrete misbruksvurdering på to selskapsrettslige prinsipper, vinningsformålet og

¹⁶¹ Generalforsamlingen, jf. § 5-21.

¹⁶² Styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet, jf. § 6-28(1)

¹⁶³ Truyen i Jussens venner 2004 nr. 05-06 s. 306-327(JV-2004-305), heretter «Truyen i JV (2004)» på s. 307.

¹⁶⁴ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 104, jf. NOU 1992: 29 s. 46.

¹⁶⁵ L.c.

¹⁶⁶ Truyen i JV (2004) på s. 307.

likhetsprinsippet.¹⁶⁷ Prinsippene er særlig viktige ved vurderingen av om beslutningen er saklig begrunnet i selskapets interesse, slik at den likevel ikke må anses å være urimelig. Generalklausulenes funksjon blir dermed å sikre at likhetsprinsippet og vinningsformålet etterleves, og samtidig utgjøre et redskap for å avveie disse formål i tilfelle hvor de ikke er forenlige,¹⁶⁸ noe som kan være tilfelle ved opsjonsavtaler. Hvorledes vinningsformålet og likhetsprinsippet må forstås i tilknytning til opsjonsavtaler vil behandles nærmere i kapittel 4.1.2 og 4.1.3.

Når det gjelder forholdet mellom §§ 5-21 og 6-28, er det grunn til å bemerke at vurderingstemaet er det samme, at begge bestemmelser er et utslag av alminnelige misbruksprinsipper, og behandles til dels samlet i forarbeidene.¹⁶⁹ Det vil dermed være relevant å anvende rettskilder med tilknytning til vurderingen etter begge bestemmelser, ved vurderingen av hver enkelt. I denne sammenheng er det imidlertid grunn til å påpeke at misbruksvurderingen er strengere etter § 6-28(1) enn etter § 5-21.¹⁷⁰ Dette som følge av at styret har en alminnelig plikt til å ivareta selskapets interesse, i motsetning til aksjonærene, som stemmer på egne vegne. Selv om de samme momenter vil være relevante ved vurderingen etter de to bestemmelsene, kan terskelen for å konstatere myndighetsmisbruk være lavere i relasjon til § 6-28(1) enn til § 5-21.

4.1.2 Incentiver og selskapets økonomiske formål

Med vinningsformålet siktes det i denne sammenheng til at selskapet skal drive virksomhet egnet til å generere overskudd, jf. forutsetningsvis asl. § 1-1(3) nr. 2, hvor det presiseres at loven ikke gjelder for «selskaper som ikke har økonomisk formål med mindre selskapet i stiftelsesgrunnlaget er betegnet som aksjeselskap». Dette overskuddet skal som utgangspunkt tilfalle aksjonærene, jf. asl./asal. § 2-2(2) hvor det fremgår at «(d)ersom

¹⁶⁷ Ibid s. 309. Som kapittel 4.1.1 vil vise, avviker forståelsen av vinningsformålet som utslag av selskapets økonomiske formål fra den Truyen legger til grunn.

¹⁶⁸ Ibid s. 310.

¹⁶⁹ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 111 og s. 136.

¹⁷⁰ Truyen (2005) s. 123.

selskapet ved sin virksomhet ikke skal ha til formål å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte, skal vedtektene inneholde bestemmelser om anvendelse av overskudd og av formuen ved oppløsning».

Økonomisk gevinst for aksjonærene er dermed en gitt nødvendig forutsetning, men ikke tilstrekkelig betingelse for at vinningsformålet er oppfylt, da gevinsten i tillegg også må tilkomme aksjonærene som forutsatt i § 2-2(2).¹⁷¹ At selskapet har et økonomisk formål er imidlertid ikke det samme som et krav om profittmaksimering (i et kortsiktig perspektiv), og det er omdiskutert hvorvidt vinningsformålet skal forstås som selskapets overordnede formål eller som del av selskapets sammensatte formål.¹⁷² Hvordan aksjonærenes profittinteresse skal defineres er heller ikke klart.¹⁷³ Noen fokuserer på egenkapitalens aktuelle markedsverdi fratrukket aksjonærenes investerte kapital (*Market Value Added*), mens andre fokuserer på resultat etter skatt fratrukket investert kapital (*Economic Value Added*) multiplisert med vektete kapitalomkostninger (*Weighted Average Cost of Capital*).¹⁷⁴ Det er økonomisk vinning på lang sikt som er den sentrale selskapsinteressen etter myndighetsmisbruksreglene.¹⁷⁵ Aksjonærenes kortsiktige profittinteresse er dermed utslag av en særinteresse, heller enn aksjonærfelleskapets interesse.

Når det gjelder vinningsformålet i forbindelse med aksjebaserte godtgjørelsesordninger, vil enkelte disposisjoner som tilsynelatende svekker vinningsformålet på kort sikt kunne ha som formål å styrke det på lang sikt. På denne måte vil en opsjonsavtale kunne krenke vinningsformålet i én forstand med den hensikt å oppfylle det i en annen. Eksempelvis vil krenkelse vinningsformålet på kort sikt ved at selskapet unnlater å kreve overkurs der markedsmessige forhold tilsier det, begrunnes med at de incentiver som opsjonsavtalen gir

¹⁷¹ Slik også Aarum, «Styremedlemmers erstatningsansvar» s. 364.

¹⁷² B. Sjøfjell, «Kan aksjeselskaper sette miljøet foran gevinstkravet», *Jussens Venner* 2011 s. 309-324(JV-2011-309) , på s. 309 og Andenæs (2006) s. 358 som synes å sette selskapets interesse først, motsatt Aarbakke m.fl. (2012) s. 479.

¹⁷³ Werlauff, *Selskabsret* (2010) s. 45.

¹⁷⁴ Sjøfjell og Gullhagen-Revling, utkast til artikkel med arbeidstittel ”Selskapsinteressen”, s. 14.

¹⁷⁵ G. Bråthen (2013) s. 172.

til god drift av selskapet og derigjennom langsiktig økonomisk vinning, oppveier den kortsiktige krenkelsen. Det argumenteres i teorien for at selskapets interesse er langsiktig, og kan tenkes å favne videre enn det rene gevinstkravet.¹⁷⁶ Dette samsvarer også med hvorledes vinningsformålet skal vurderes etter myndighetsmisbruksreglene, nemlig i et langsiktig perspektiv.

Legger man til grunn synspunktet om at selskapets interesse er et eget og videre sett av interesser enn kun en avledet aksjonærinteresse, er det imidlertid ikke gitt at en disposisjon som ledd i en langsiktig strategi som antas egnet til å medføre gevinstmaksimering vil gå klar av myndighetsmisbruksreglene dersom andre interesser kan tenkes krenket. Det vil således kunne få den konsekvens at opsjonsavtalens begrunnelse i selskapets økonomiske formål ikke vil stå like sterkt. Dette avhenger av hvilke interesser som kan anføres under «selskapet» i generalklausulenes ordlyd, som vil behandles nærmere i kapittel 4.2.4.

4.1.3 Likhetsprinsippet¹⁷⁷

Det andre grunnleggende aksjerettslige prinsipp¹⁷⁸ som myndighetsmisbruksreglene skal ivareta er likhetsprinsippet. Dette kan utledes direkte av ordlyden i §§ 5-21 og 6-28(1), hvor det fremgår at disposisjoner som er «egnet til å gi visse aksjeeiere (...) fordel på andre aksjeeieres (...) bekostning» befinner seg i kjernen av bestemmelsenes anvendelsesområde.

¹⁷⁶ B. Sjøfjell i JV-2011-309 på s. 320, som også tar til orde for at gevinstkravet er avledet. Se også Kraakman m.fl. s. 28 som basert på en bredere aksjeselskapsrettslig analyse i internasjonalt perspektiv fremhever at selskapers formål ikke er profittmaksimering til fordel for aksjonærene, der dette går på bekostning av selskapets andre interessenter.

¹⁷⁷ Likhetsprinsippet har sitt EU-rettslige grunnlag i annet selskapsdirektiv artikkel 42 (77/91EØF), og det minimumskrav som oppstilles til likebehandling er kun en plikt for medlemsstatene til å påse at det finnes regler som forbyr usaklig forskjellsbehandling, med den konsekvens at en stat har oppfylt sin traktatforpliktelse etter artikkel 42 så sant det finnes regler som forbyr usaklig forskjellsbehandling ved rettede emisjoner. Se nærmere om dette, *F. Truyen* i TfR 2004 nr. 04-05 «*Likhetsprinsippet i artikkel 42 i det annet selskapsdirektiv, særlig ved aksjeemisjoner og utdeling*».

¹⁷⁸ Se § 4-1(1) 1. pkt. hvor likhetsgrunnsetningen er lovfestet slik at «Alle aksjer gir lik rett i selskapet».

Kravet til likebehandling som her oppstilles gjelder aksjonærer i samme situasjon,¹⁷⁹ og ettersom kravet gjelder for selve aksjene, er ikke aksjonærenes individuelle forutsetninger relevant.¹⁸⁰ Dette fremgår også forutsetningsvis av § 4-1.¹⁸¹ Der aksjonærer ikke får delta i kapitalforhøyelsen på like vilkår som den ansatte, enten ved at deres fortrinnsrett tilsidesettes eller at de ikke får den samme kursrabatten som den ansatte skal ha etter opsjonsavtalen, kan likhetsprinsippet tenkes krenket.

4.2 Personelle vilkår

4.2.1 Pliktsubjekt

Etter § 5-21 er det «generalforsamlingen» som ikke kan treffe en beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres bekostning eller selskapets bekostning. Pliktsubjekt er altså enhver som gjennom stemmerett bidrar til at det treffes en beslutning på generalforsamling, også ved håndheving av negativt flertall.¹⁸² Sammenhengen med det prosessuelle vilkåret er sterkere her enn etter § 6-28(1), ettersom aksjonærene etter ordlyden kun vil være pliktsubjekt under generalforsamlingen. En videre gruppe pliktsubjekter angis i § 6-28(1) som omfatter «styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet», men likevel begrenser seg til personer som utøver selskapsrettslig representasjon slik at representasjon etter avtaleloven¹⁸³ § 10(2) faller utenfor bestemmelsens anvendelsesområde.

4.2.2 Rettighetssubjekt

Forbudet i §§ 5-21 og 6-28(1) omfatter disposisjoner som gir visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel «på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning». Det er på det rene at

¹⁷⁹ Kapitaldirektivet artikkel 42.

¹⁸⁰ Truyen i JV (2004) på s. 309

¹⁸¹ Jf. Rt. 2013 s. 241 premiss 79, likevel med den presisering at § 4-1 gjelder likhet mellom aksjer, og ikke aksjonærer slik som §§ 5-21 og 6-28, slik også T. Bråthen i Rettsdata Norsk Lovkommentar, note 357.

¹⁸² Truyen i JV (2004) på s. 311.

¹⁸³ Lov av 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer.

aksjeeiere på beslutningstidspunktet er omfattet av bestemmelsens ordlyd. Opsjonsavtalens karakter av forpliktelse til å foreta en fremtidig selskapsrettslig disposisjon kan imidlertid komplisere fastleggelsen av hvem som er rettighetssubjekter ved den aktuelle emisjonsbeslutning. Ved opsjonsavtaler oppstår det særspørsmål for hvorvidt aksjonærer som erverver aksjer etter at opsjonsavtalen er inngått, men før emisjonsbeslutningen er rettighetssubjekter under generalklausulen. Dette behandles nedenfor i kapittel 4.2.3. Et annet spørsmål er hvilke interessekrenkelser som er relevante å ta i betraktning ved vurderingen av hvorvidt en disposisjon gir noen en fordel på «selskapets bekostning» ved gjennomføring av opsjonsavtalen. Dette vil behandles i kapittel 4.2.4.

4.2.3 Aksjonærer som erverver aksjer etter at opsjonsavtalen er inngått

Aksjonærgruppen er dynamisk, og det er ikke uvanlig at aksjer skifter eier også etter at en opsjonsavtale er inngått. Spørsmålet er i hvilken grad aksjonærer som kommer til etter inngåelsen av en opsjonsavtale nyter vern som rettssubjekt etter myndighetsmisbruksbestemmelsene.

Problemstillingen kan lett tenkes å oppstå i de tilfellene hvor emisjonsfullmakt utstedes før aksjen skifter eier, men benyttes til å gjennomføre kapitalforhøyelsen på et tidspunkt etter aksjeoverdragelsen. Dette blir langt på vei et spørsmål om erverver har trådt inn i den overdragende aksjonærs samtykke i at andre mottar en fordel på dennes bekostning, slik at vedkommende dermed ikke oppfyller de kumulative vilkår som stilles for rettighetssubjekter under bestemmelsene. Selv om bestemmelsen fattes av styret som organ, utøver styret sin myndighet med emisjonsfullmakten som kompetansegrunnlag gitt i kraft av generalforsamlingens delegasjonsmyndighet. I allmennaksjeselskaper vil myndighetsmisbruksreglene trolig ikke kunne påberopes i slike tilfelle, ettersom disse er pålagt åpenhet om incentivordninger, herunder opsjoner, for sine ledende ansatte jf. asal. §

6-16a og NUES-anbefalingens kapittel 12,¹⁸⁴ som erverver har anledning til å sette seg inn i før beslutningen om aksjekjøp fattes.

En ordning hvor en aksjonær på et senere tidspunkt vil kunne anfekte en beslutning som gjennomfører en beslutning som den aktuelle aksje har stemt for på et tidligere tidspunkt vil være uheldig, all den tid løsningen vil harmonere dårlig med det faktum at aksjonærene stemmer for aksjen, ikke i kraft av person.

4.2.4 Selskapet som rettighetssubjekt

Gjenstand for urimelighetsvurderingen etter §§ 5-21 og 6-28(1) er disposisjoner som gir visse aksjeeiere en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller «selskapets bekostning». En utfordring er at virkningene av opsjonsavtaler kan berøre et videre sett interesser i selskapet enn kun aksjonærinteressene. Hvorvidt en tilsidesettelse av disse interessene kan utgjøre et myndighetsmisbruk blir et spørsmål om interessekrenkelsen skjer på «selskapets bekostning», eller annerledes, hvilke selskapsinteresser som nyter vern under myndighetsmisbruksreglene.

Etter ordlyden er det beslutninger på «andre aksjeeieres eller selskapets bekostning» som er vernet etter urimelighetsbegrensningen. At ordlyden skiller mellom «andre aksjeeiere» og «selskapets bekostning» er en indikasjon på at det er forskjellige interessekretser som er vernet etter de to alternativene. Skal denne uttrykkelige beskyttelsen av selskapet kunne bortfortolkes, bør det kreves klart rettskildemessig grunnlag for dette.¹⁸⁵ Selskapet er som utgangspunkt et selvstendig rettssubjekt adskilt fra aksjonærene,¹⁸⁶ som videre må antas å ha en egen interesse adskilt fra aksjonærenes egeninteresse.¹⁸⁷ Selskapsinteressen er

¹⁸⁴ Hvorvidt erververen av en aksje i et selskap hvor det er utstedt en opsjon eller frittstående tegningsrett som er egnet til å utvane de økonomiske eller organisatoriske rettigheter på den ervervede aksje kan anlegge søksmål mot selgeren for eventuelt mangelfulle opplysninger vil ikke behandles nærmere her.

¹⁸⁵ Sjøfjell og Gullhagen-Revling, s. 15.

¹⁸⁶ Jf. Rt. 2000 s. 2033, Rt. 2003 s. 1112, Rt. 2011 s. 1811 og Rt. 2012 s. 543.

¹⁸⁷ Se også kapittel 6.2.

dynamisk, slik at innholdet av den kan variere etter hvilken rettsregel og selskapssituasjon det er tale om.¹⁸⁸

Av forarbeidene til § 6-28 fremgår det at styret skal fremme «aksjonærenes interesser innenfor rammen av gjeldende lov og under hensyntagen til de sosiale forpliktelser som selskapet har som arbeidsgiver».¹⁸⁹ At selskapets forpliktelser som arbeidsgiver fremgår eksplisitt av forarbeidene trekker i retning av at en videre krets av interessenter omfattes av selskapsinteressen i tilknytning til, jf. §§ 5-21 og 6-28 enn kun aksjonærinteressen. Mot dette kan det imidlertid argumenteres med at selskapets sosiale forpliktelser som arbeidsgiver allerede er pålagt gjennom arbeidsretten. Det følger av forarbeidene til endring til aksjeloven at et selskap vil kunne ta avgjørelser som beskytter en virksomhet og dens arbeidsplasser, selv om nedleggelse og oppløsning av selskapet ville gitt aksjonærene større profitt.¹⁹⁰ Det er videre uttalt i forarbeidene til lovendringen som innførte styrerepresentasjonsordningen at det ikke er en bedrifts eneste mål å tjene penger, men at også må tjene penger «om den skal være i stand til å yte det som i og utenfor bedriften faktisk kreves av den».¹⁹¹ I denne sammenheng er «konstatering av overskudd et brukbart – eller kanskje rettere – det eneste kriterium for effektivitet i arbeidslivet», og «gir ledelsen bevegelsesfrihet og de ansatte mulighet for trivsel og sikkerhet».¹⁹²

En uttalelse i forarbeidene til § 5-21 som synes å forutsette at aksjonærene kan fravike denne bestemmelsen ved enstemmighet,¹⁹³ underbygget av en formålsoverordnet tolkning basert på at reglens funksjon som minoritetsvern ville undergraves dersom også mer alminnelige samfunnsinteresser skulle beskyttes, har i teorien blitt tatt til inntekt for at

¹⁸⁸ Aarum, «Styremedlemmers erstatningsansvar» s. 365 og 369.

¹⁸⁹ NUT-1970:1 s. 123, fulgt opp i Ot.prp. nr.19 (1974-1975) s. 111

¹⁹⁰ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 114.

¹⁹¹ Ot.prp. nr. 7 (1971-1972) s. 17.

¹⁹² L.c.

¹⁹³ NUT-1970:1 s. 136.

selskapsinteressen etter misbruksreglene kun er en avledet aksjonærinteresse.¹⁹⁴ Til støtte for denne tolkningen kan det også anføres at de interesser som kan sies å være omfattet av en videre forståelse av selskapsinteressen har sine rettigheter ivaretatt ved andre rettslige mekanismer.¹⁹⁵ Resultatet av en slik tolkning vil være at «selskapets bekostning» i realiteten ikke har noe selvstendig innhold, ettersom aksjonærinteressen allerede må anses ivaretatt ved «andre aksjeeiere».

I Agder lagmannsretts dom av 19. mars 2007¹⁹⁶ ble en beslutning ansett som saklig begrunnet, da den blant annet måtte sies å ha «forsvarlig forankring i selskapets og aksjeeiernes felles interesser».¹⁹⁷ Lagmannsrettens skille mellom selskapets og aksjeeiernes felles interesser trekker i retning av at «selskapets bekostning» har et selvstendig meningsinnhold som omfatter noe mer enn bare aksjonærinteressen, noe som ville være lite hensiktsmessig lovgivningsteknikk.

Selv om «selskapet» som rettighetssubjekt er noe annet enn aksjonærenes felles interesser, er selskapets interesse likevel svært ofte sammenfallende med aksjonærenes felles interesser i normaltillfellene, nemlig i langsiktig økonomisk gevinst. I siterte dom uttalte lagmannsretten videre: «For selskapet og aksjeeierfelleskapets interesser, var det derfor etter lagmannsrettens syn mest fornuftig å satse der gevinstmulighetene var størst».¹⁹⁸ Sammenfall av aksjonær- og selskapsinteressen i normaltillfellene og mangelen på

¹⁹⁴ Truyen(2005) s. 179 flg, Andenæs(2006) s. 319 og Aarbakke m.fl. (2012) s. 397. Werlauff antar at generalklausulen i den danske AL § 80 er ubetinget preseptorisk, se Selskabsmasken s. 72.

¹⁹⁵ Truyen op.cit. s. 179 flg. vektlegger for eksempel arbeidstakernes vern etter arbeidsretten og kreditorenes vern etter beslagsretten, T. Bråthen i Rettsdata Norsk lovkommentar note 677 (asl. 1976 § 8-14) hevder kreditorenes, men ikke arbeidstakernes interesser er omfattet. Det siste standpunkt er basert på mer alminnelige betraktninger om selskapsinteressen, og er ikke spesifikt knyttet til myndighetsmisbruk.

¹⁹⁶ LA-2006-152797, anke til Høyesterett nektet fremmet i HR-2007-1050-U. Spørsmålet var bl.a. om et aksjeselskaps salg av festetomter til noen aksjonærer, mens salg på samme vilkår til en annen aksjonær ble nektet, var et utslag av myndighetsmisbruk.

¹⁹⁷ Min utheving.

¹⁹⁸ LA-2006-152797.

rettspraksis om spørsmålet kan være årsak til at man etter det rådende standpunkt i teorien bortfortolker den delen av ordlyden som beskytter «selskapet», og dermed innsnevrer argumenttilfanget under saklighetsvurderingen. En slik løsning som teorien foreskriver er imidlertid ikke, og bør heller ikke være opplagt, da aksjeeierfelleskapets og selskapets interesser vil kunne avvike utenfor normaltilfellene, eksempelvis der selskapet står overfor en insolvenssituasjon. Helt entydig er teorien heller ikke. Andenæs synes å legge til grunn at generalklausulen i § 6-28(1) viser at «selv om ledelsen primært skal fremme selskapets interesse, er det rom for berettiget varetakelse av andre interesser, herunder hensynet til aksjeeierne, ansatte eller allmennheten»,¹⁹⁹ og skiller dermed mellom selskapets interesse og hensynet til aksjonærene.²⁰⁰

Gode grunner taler for at kreditorinteressen er en relevant selskapsinteresse under generalklausulene. Kreditorinteressen består hovedsakelig av en interesse i å få dekket sitt krav mot selskapet.²⁰¹ Et argument som anføres i teorien mot at kreditorinteressen er en relevant selskapsinteresse i denne sammenheng er at denne allerede er ivaretatt ved beslagsretten. Kreditorenes rett til dividende ved insolvens er imidlertid ingen garanti for full dekning av sitt krav mot selskapet. Beslagsretten er aktuell først når selskapet har kommet i en situasjon hvor det ikke lenger er i stand til å oppfylle sine forpliktelser overfor kreditorer. Et praktisk eksempel er at opsjonsavtaler i enkelte kan tilfelle være uforenlig med vilkårene i garanti- eller låneavtaler. Dette kan medføre at lånet bringes til førtidig forfall, noe som kan være så belastende for selskapets økonomi at andre kreditorer ikke vil få dekket sitt krav, slik de ellers ville, og dermed blir avspist med dividende. Kreditorenes rettslige interesse i et selskapsrettslig tilbakeførings- eller erstatningskrav er relevant å ta i betraktning, og er heller ikke uegnet for prejudisiell prøving ved en tvist for domstolene.²⁰²

¹⁹⁹ Andenæs(2006) s. 358.

²⁰⁰ Slik også Skåre og Knudsen (1987) s. 230 og Smith, *Kampen på Aksjemarkedet*, s. 216.

²⁰¹ NOU 1996: 3 s. 38.

²⁰² Slik også Truyen, s. 181.

Videre er ikke selskapet utelukkende finansiert gjennom aksjonærenes innskudd. Fremmedfinansiering vil i en del tilfelle gjøre aksjonærenes innskudd til en beløpsmessig minoritet, og den stadige utvikling av nye former for finansielle instrumenter som hybrider mellom egenkapital og fremmedkapital viser at selve aksjekapitalen kan spille en underordnet rolle i praksis.²⁰³ Å inkludere kreditorhensyn som del av de materielle skranker for selskapets beslutninger etter generalklausulene, vil kunne forhindre at selskapet kommer i en slik posisjon, noe som igjen er forenlig med selskapets økonomiske formål. Det kan hevdes at det ettersom aksjonærene ikke er ansvarlige for selskapets forpliktelser, nødvendiggjør tilliten til aksjeselskapsformen at kreditorinteressen tas i betraktning.²⁰⁴ Dette er som utgangspunkt i samsvar selskapets langsiktige gevinstinteresse, ettersom beslutninger som er egnet til å generere profitt på lang sikt, også gir grunnlag for dekning av gjeldsforpliktelser fremover. Det er dermed ikke noen motsetning mellom kreditorenes og aksjonærenes felles interesser. Aksjonærinteressene kan være motstridende, og enkelte særinteresser vil ikke nødvendigvis være relevante ved misbruksvurderingen. Den felles aksjonærinteresse som her må legges til grunn etter myndighetsmisbruksreglene som del av selskapsinteressen er den langsiktige. Selskapsinteressen etter myndighetsmisbruksreglene er selskapets interesse i langsiktig økonomisk vinning, med den presisering at vinningen som omfattes av interessen, skal bygge på konstaterbare faktorer som er resultat av selskapets drift. Vinning på andre måter, f.eks. ved finansielle misligheter og informasjonsasymmetri, er utenforliggende hensyn under det langsiktige vinningsformål, og dermed ikke del av selskapets interesse etter misbruksbestemmelsene. Under den forståelse av at selskapets interesse også omfatter kreditorenes og de ansattes interesser, er ikke selskapsinteressen nødvendigvis tilstrekkelig ivaretatt ved at opsjonsavtalen skaper interessefellesskap mellom aksjonærene og ledelsen som styrende incentiv ved de operasjonelle beslutninger i selskapet.

Disposisjoner som tilsidesetter kreditorenes eller de ansattes interesser vil dermed kunne være på «selskapets bekostning», og således representere et misbruk av myndighet. I den

²⁰³ Sjøfjell og Gullhagen-Revling s. 18. Se også Santella og Turrini, s. 98.

²⁰⁴ Sjøfjell og Gullhagen-Revling, op.cit. s. 18.

grad opsjonsavtalen er egnet til å gi noen aksjonærer eller tredjemenn en fordel på bekostning av andre aksjonærer, ansatte eller kreditorer, herunder selskapets interesse i å bestå som juridisk person helst under så gode forhold som mulig,²⁰⁵ er den dermed ikke i samsvar med vinningsformålet etter myndighetsmisbruksreglene.

4.3 Samtykke og passivitet

Det er alminnelig antatt at det kan oppstilles et vilkår om at den som påberoper seg myndighetsmisbruksreglene som rettighetssubjekt ikke må ha samtykket i den aktuelle disposisjon. Problemstillingen er hva som skal til for at en aksjonær er avskåret fra å påberope seg myndighetsmisbruksreglene som følge av samtykke eller passivitet ved inngåelsen og gjennomføringen av opsjonsavtaler, og dermed også i den utvanning som vil kunne forekomme.

Truyen ser det slik at vilkåret som avgrenser rettighetssubjektet ut fra myndighetsutøvelsen som hovedregel er sammenfallende med spørsmålet om betydningen av samtykke.²⁰⁶ Med mindre det finnes holdepunkter for noe annet, vil aksjonærer som ikke har stemt for beslutningen, være rettighetssubjekter. Samtykket må gis selskapet ettersom beslutningen er truffet av et selskapsorgan, og må omfatte alle sider av beslutningen, også tilsidesettelse av fortrinnsretten.²⁰⁷ Med hensyn til § 5-21 må samtykket omfatte beslutningen om tildeling av emisjonsfullmakt, eller godkjenningen av opsjonsavtalen. For § 6-28, vil samtykke måtte omfatte bruk av emisjonsfullmakten ved beslutning om kapitalforhøyelse.

For opsjonsavtaler vil spørsmålet bli om rettighetssubjektet ved å samtykke i opsjonsavtalen eller den selskapsrettslige beslutning som er nødvendig for gjennomføring av denne, med dette har samtykket i de potensielle virkningene. I RG 1995 s. 12 (Unique

²⁰⁵ Jf. Rt. 2000 s. 2033. Dommen er nærmere redegjort for under kapittel 6.2.

²⁰⁶ Truyen (2005) s. 174.

²⁰⁷ L.c.

II),²⁰⁸ uttalte lagmannsretten på s. 18 at «Aksjeminoritetens medvirkning til beslutninger som gav økonomisk incitament til ansatte» ikke ble «ansett som et samtykke til at selskapets økonomiske formål på bredere basis ble fraveket.» Det kan på bakgrunn av uttalelsen synes som om medvirkning til nødvendige beslutninger for å etablere eller gjennomføre en opsjonsavtale, ikke er det samme som å samtykke i en slik ordningsvirkningspotensiale, eksempelvis fravikelse av «selskapets økonomiske formål på bredere basis».²⁰⁹ Har en aksjonær stemt for utstedelsen av en emisjonsfullmakt, har vedkommende ikke av den grunn samtykket i de virkninger som viser seg senere.²¹⁰ Det må noe mer til.

Ved vurderingen av rekkevidden av samtykket er det aktuelt å se på hvilke forutsetninger det potensielle rettighetssubjekt har for å forstå innholdet i det aktuelle samtykket som gis.²¹¹ Som utgangspunkt stilles det i aksjelovene ingen spesielle krav til aksjonærenes egenskaper, slik at aksjonærene kan ha forskjellige forutsetninger for å forstå virkningene av en forretningsmessig disposisjon. I Rt. 1999 s. 330 (Nordenfjeldfiske Creditreform)²¹² vektla Høyesterett at saksøker var «en erfaren forretningsmann» som det ut fra materialet som forelå tydet på at hadde «fulgt nøye med i regnskapene». Av denne grunn hadde retten «vondt for å tro at han ikke skal ha fulgt opp avregningene» og det måtte dermed legges til grunn at han «stort sett har vært orientert om hvilke tall advokatene opererte med».²¹³ Det at saksøker var en «erfaren forretningsmann» gav ham etter Høyesteretts oppfatning bedre forutsetninger for å forstå innholdet i den informasjon han mottok, og dermed anledning ivareta sine interesser på et tidlig tidspunkt i hendelsesforløpet. Denne passiviteten ble

²⁰⁸ Saken gjaldt krav på innløsning av aksjer fra mindretallsaksjonærer som eide ca. 20 % av aksjene i et dataselskap etter asl 1976 § 13-3, jf. § 9-16 på grunn av "utsulting" av mindretallet. Flertallets policy var å ivareta de ansatte i størst mulig grad, noe lagmannsretten fant å være i strid med et akjeselskaps økonomiske formål og flertallet hadde også disponert i strid med asl. 1976 § 9-16.

²⁰⁹ I RG 1995 s. 12 (Unique II).

²¹⁰ Slike virkninger er beskrevet i kapittel 1.2.

²¹¹ Truyen (2005) s. 175.

²¹² Saken gjaldt krav om innløsning av en aksjepost på 17,65 % etter asl. 1976 § 13-3, basert bl.a. på en anførsel om at majoriteten hadde holdt utbytterne urimelig lave.

²¹³ På s. 339

ansett som en aksept av hovedtrekkene i avtalene mellom selskapet og majoritetsaksjonærene, noe som medførte at påberopelse av misbruksreglene var avskåret. For opsjonsavtaler er det i denne sammenheng relevant at styrets lederlønnserklæring etter asal. § 6-16a(4) skal gi «en redegjørelse for virkningene for selskapet og aksjeeierne av avtaler om godtgjørelse som nevnt i første ledd tredje punktum nr 1 til 6 som er inngått eller endret det foregående regnskapsåret.»

Av forarbeidene fremgår det at eksempler på slike virkninger for aksjonærene er «mulige utvanningseffekter i forbindelse med aksjebaserte godtgjørelsestyper» og at virkningene for selskapet for eksempel kan være «de fremtidige kostnadene knyttet til de avtalene om denne typen tilleggsytelser som er inngått.»²¹⁴ Videre fremgår det at de spesifiserte opplysningene som skal gis om verdien for de enkelte godtgjøringselementer, «i stor grad» vil «være relevant for å vurdere den økonomiske virkningen for selskapet».²¹⁵ Dette må sees i sammenheng med at den ordinære generalforsamlingen skal «behandle styrets erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte etter § 6-16 a» jf. asal. § 5-6(3) 1. pkt og at det «skal holdes en rådgivende avstemning over styrets retningslinjer for lederlønnfastsettelsen». Retningslinjer om variable lønnskomponenter skal godkjennes av generalforsamlingen.²¹⁶ Aksjonærer i allmennaksjeselskaper har dermed bedre forutsetninger for å forstå innholdet i den beslutning de medvirker til, og kan dermed ivareta sine interesser på et tidligere tidspunkt. En redegjørelse for mulige utvanningseffekter trekker i retning av at aksjonærer i allmennaksjeselskaper lettere kan sies å ha samtykket i disposisjonens virkninger enn aksjonærer i aksjeselskaper,²¹⁷ ettersom aksjeloven ikke har tilsvarende krav. Terskelen for samtykke ved passivitet må være noe lavere når det foreligger en konkret redegjørelse for opsjonsavtalens utvanningseffekter. Av denne grunn er det heller ikke like stor grunn til å skille innbyrdes mellom aksjonærene basert på forutsetninger i allmennaksjeselskaper, som i aksjeselskaper. Den direkte

²¹⁴ Ot.prp. nr. 55(2005-2006) s. 171.

²¹⁵ L.c.

²¹⁶ Jf. asal. § 5-6(3) 3. pkt.

²¹⁷ Det kan tenkes at også aksjeselskaper følger NUES-anbefalingen, men dette er ikke noe generelt krav.

beskrivelse av opsjonsordningens virkningspotensiale som angis i forarbeidene,²¹⁸ synes å være av en slik art at enhver aksjonær har anledning til å reagere.²¹⁹ Realiteten kan altså bli at det vil kunne gis mindre «slingringsmonn» for en aksjonær med svakere forutsetninger i allmennaksjeselskaper enn i aksjeselskaper.²²⁰ En innvending vil uansett måtte være at langtidsvirkninger vil være vanskelige å forutse, selv med all relevant informasjon tilgjengelig.

Spørsmålet kan lett tenkes å komme på spissen der en aksjonær i et allmennaksjeselskap har mottatt innkalling, men ikke deltatt på generalforsamlingen hvor lederlønnsordningen behandles. Ettersom generalforsamlingen skal behandle styrets erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte for det påfølgende regnskapsår etter § 6-16a, jf. asal § 5-6(3), og erklæringen senest én uke før generalforsamlingen skal sendes til hver aksjeeier med kjent adresse, jf. § 5-6(4), vil unnlattelse av å delta på generalforsamling kunne synes som et samtykke i de mulige virkninger som lederlønnserklæringen angir. Når slike erklæringer imidlertid jevnt over kan vise seg å være mangelfulle, må hovedregelen om at unnlatt fremmøte på generalforsamlingen ikke anses som samtykke som følge av at aksjonærene ikke har noen alminnelig frammøteplikt trolig gjelde.²²¹ Det kan imidlertid tenkes at aksjonærer som møter på generalforsamlingen, forspiller posisjonen som

²¹⁸ Ot.prp. nr. 55(2005-2006) s. 171

²¹⁹ Ernst & Young (2013) s. 6, vitner imidlertid om at incentivordningers virkninger likevel ikke nødvendigvis er aksjonærer flest bevisst som følge av § 6-16a(4). Det avdekkes blant annet at de fleste selskapene i undersøkelsen offentliggjør lederlønnserklæringen som en note i årsregnskapet og at det i innkallingen til generalforsamlingen henvises til respektive note og kun et mindretall av selskapene presenterer erklæringen som et eget vedlegg. Erklæringene gir jevnt over ikke tilstrekkelig informasjon til at aksjonærer kan etterprøve kravene til variabel godtgjørelse kvantitativt.

²²⁰ Dette som viser at en ved å bringe norsk selskapsrett i samsvar med 2004/913/EF, gitt med det siktemål å styrke aksjonærinnflytelsen samt legge til rette for forbedret *Corporate Governance*, faktisk kan bidra til å svekke aksjonærenes materielle vern. I realiteten er dette en logisk løsning. Ved å styrke aksjonærens rettigheter på et tidligere tidspunkt og tilsvarende svekke den på et senere, vil eventuelle konflikter forhindres, som må være mer fordelaktig enn at de oppstår og deretter løses.

²²¹ Truyen (2005) s. 176.

rettighetssubjekt ved passivitet der behandlingen av lederlønnserklæringen gir tilstrekkelig grunnlag for å vurdere virkningene av opsjonsavtalen.

Samtykkevurderingen etter § 5-21 vil være lettere å foreta enn for de beslutninger som anfektes etter § 6-28(1). Aksjonærene utøver sin myndighet gjennom generalforsamlingen, og det er på denne måten de også vil kunne samtykke. Et samtykke i en beslutning gjort av styret vil være noe vanskeligere å analysere for aksjonærenes del. Har aksjonærene gitt styret emisjonsfullmakt til å oppfylle en eller flere opsjonsavtaler, vil aksjonærene neppe kunne sies å ha samtykket i utvanningen på dette punkt. Det må noe mer til for å ha samtykket i virkningene.²²² Etter at den konkrete avtale er inngått av styret, kan imidlertid forholdene tilsi at aksjonærene må ha en oppfordring til å gjøre seg kjent med og eventuelt reagere på innholdet av avtalen før emisjonsbeslutningen. Hverken kreditorer eller ansatte deltar i den selskapsrettslige beslutningsfasen, og kan dermed vanskelig sies å ha samtykket i opsjonsavtalens virkninger.²²³

4.4 Materielle vilkår

Myndighetsmisbruksreglenes materielle vilkår er ofte det som kommer på spissen ved rettslig behandling av spørsmål om hvorvidt det har foregått myndighetsmisbruk i et selskap. Forankret i generalklausulenes ordlyd, blir spørsmålet dermed om emisjonsbeslutningen ved oppfyllelse av en opsjonsavtale er (i) «egnet til å gi» (ii) «visse aksjeeier eller andre» en (iii) «urimelig fordel».

4.4.1 Virkningspotensiale²²⁴

Når det gjelder vilkåret, «egnet til», er dette et vilkår om potensiell kausalitet,²²⁵ eller annerledes; et krav til årsaksevne på vurderingstidspunktet. Det er dermed ikke krav om at

²²² RG 1995 s. 12.

²²³ De ansattevalgte styremedlemmene plikter å ivareta selskapets interesse på lik linje som styrets øvrige medlemmer, jf. Ot.prp.nr.7 (1971-1972) s. 43-44, se også Sjøfjell og Gullhagen-Revling s. 19.

²²⁴ Se for øvrig om opsjonsavtalers virkningspotensiale i kapittel 1.2.

konsekvensene av beslutningen som vurderes har inntrådt. Kausalitetsvurderingen som må foretas etter §§ 5-21 og 6-28(1) er særlig utfordrende når myndighetsmisbruksreglene vurderes anvendt på opsjoner på grunn av de mange usikre faktorer som knytter seg til aksjekurs, innløsningstidspunkt, sikkerhet for innløsning og at emisjonsbeslutningen gjennomføres korrekt. Opsjoner vil i de fleste tilfelle føre til utvanning av aksjonærenes rettigheter ved tilsidesettelse av fortrinnsretten, og påføre selskapet tap ved at det ikke blir tilført overkurs. Den motytelsen selskapet mottar for favørkursen synes, basert på økonomisk forskning, å ha liten eller ingen effekt på selskapets resultater, og kan dermed medføre uforholdsmessig høye uttak i dårlige tider for selskapet.

Et spørsmål som oppstår i denne sammenheng er hvorvidt vurderingen i praksis skal foretas på objektivt grunnlag, og i hvilken grad en kan tillate seg å bygge på empiriske faktorer i forbindelse med den enkelte incentivstrukturens faktiske virkninger. I Borgarting lagmannsretts dom av 20. januar 2005²²⁶ foretok lagmannsretten noe som i realiteten er en innholdsmessig vurdering en av bonusordnings incentivvirkning etterskuddsvis, for å avklare hvorvidt den ledet til forbedrede resultater for selskapet eller voldt tap. Lagmannsretten kom til at ordningen var «begrunnet ut fra en forretningsmessig vurdering om å øke omsetningen» og at det «ut fra vitneforklaringer må det kunne legges til grunn at folk stod på ekstra slik at bonusordningen medførte økt aktivitet og inntekter som selskapet ellers ikke ville fått». Basert på vitneforklaringer vurderte retten om den bonusordningens reelle virkninger samsvarte med de forutsatte, og konkluderte med at det ble utbetalt bonus ikke i seg selv medførte et tap «så lenge det ikke er påvist at selskapets endelige resultat ble dårligere etter utbetalingen enn hva det lå an til å bli uten den økning i omsetningen som ekstrainsatsen genererte».

²²⁵ Se Agder Lagmannsretts dom av 17. september 2012 (LA-2012-16163 nektet fremmet for Høyesterett, HR-2012-287-U) hvor det uttales at § 6-28 fikk anvendelse på avtaleinngåelsen, idet avtalen «klart var egnet til å gi D og B en urimelig fordel, noe ettertiden også viser at ble resultatet».

²²⁶ LB-2003-3397, Saken gjaldt spørsmål om erstatning, jf. asl. § 17-1 for tidligere administrerende direktør i et reklamekonsern for uaktsom forvoldelse av formueskade, hvor et av de tre forholdene som ble anført knyttet seg til hvorvidt bonusordninger hadde voldt selskapet tap.

Også i kjennelse av 17. januar 2013²²⁷ foretok Borgarting lagmannsrett i forbindelse med spørsmålet om «saklig grunn» for krav om granskning, jf. asl. § 5-26 en vurdering av om lønnsnivået, basert på en ekstern verdivurdering, var markedsmessig, kritikkverdig og hvorvidt den innebar en skjult utbetaling av utbytte til ledelsen.

Utgangspunktet er at misbruksvurderingen beror på en objektiv vurdering av beslutningens virkninger, ettersom det er beslutningens begrunnelse uten relevans.²²⁸ Tungtveiende argument for en slik tilnæringsmåte er først og fremst hensynet til bevisføringen.²²⁹ Med dette kan det neppe menes at det ikke er relevant å ta i betraktning de hensyn beslutningen bygger på. Dette beror på forståelsen av hva som menes med subjektive forutsetninger. Hensikten må her være at det ved avgrensningen mot subjektive forutsetninger menes å avgrense mot de indre beslutningsprosesser som foregår hos den enkelte aksjonær eller styremedlem. De hensyn beslutningen bygger på som er objektivt konstaterbare, er dermed relevante ved vurderingen. Dette får den følge at for den beslutning som i ettertid viser seg å kunne begrunnes saklig i selskapets interesse, vil det f.eks. være uten betydning om styret i realiteten hadde som formål å tilgodese andre interesser, og omvendt, slik at motivasjonen om å fatte en beslutning i selskapets interesse er uten betydning der den ikke viser seg egnet til dette formål.²³⁰

Ved misbruksvurderingen er det for opsjonsavtalens potensielle eller manifesterte virkninger, dermed relevant å ta i betraktning andre objektivt konstaterbare forutsetninger enn de som selskapet selv anfører, uavhengig av om det som utgangspunkt er tale om en forretningsmessig disposisjon.

²²⁷ LB-2013-118390. Retten valgte blant annet å bygge på selskapets redegjørelse, hvor det fremgikk at «De fire lederne mener den lønn de har mottatt, kan forsvares ut fra bl.a. ansvar, arbeidsomfang, bedriftens størrelse, omsetning og resultater samt at de besitter viktig kompetanse og markedskunnskap om de nisjer de opererer i.»

²²⁸ Truyen i JV (2004) s. 320.

²²⁹ Ibid. 278.

²³⁰ G. Bråthen (2013) s. 165 med videre henvisning til Clas Bergström, Peter Högfeldt og Per Samuelsson «Om kravet på likabehandling av aktieägare», TFR 1994 nr. 1-2 s. 117-165 på s. 140-141.

4.4.2 Fordelsbegrepet

Beslutningen eller myndighetsutøvelsen må være egnet til å gi noen en «fordel» på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning. Beslutningen må altså være egnet til å overføre et gode. Overføring av et gode er et av opsjonsavtalenes grunnleggende funksjoner og formål, i bytte mot arbeidsinnsats på selskapets vegne. Den fordel det er tale om å overføre når selve aksjen overdras eller tegnes vil typisk være kursdifferansen mellom vederlag og markedskurs. Videre er opsjoner og tegningsretter i seg selv å anse som formuesgoder som ofte kan være omsettelige, og det vil dermed kunne argumenteres for at et gode overføres allerede på avtaletidspunktet. Fordelsvilkåret vil dermed i de fleste tilfelle være oppfylt for opsjonsavtaler. Der opsjonen ikke gir opsjonshaver noen fordel, vil den neppe innløses, og det blir dermed ikke aktuelt med noen emisjon.

4.4.3 Urimelighetsvilkåret

Det følger av ordlyden i §§ 5-21 og 6-28(1) at fordelene som ytes på rettighetssubjektets bekostning må være «urimelig» for at det skal være tale om myndighetsmisbruk. Urimelighetsvurderingen er sammensatt. Det må for det første dreie seg om klanderverdige forhold, altså et kvalifisert avvik fra hvordan en tilstand burde være,²³¹ ofte omtalt som *inngrepsterskelen* i teorien. For opsjonsavtaler, blir spørsmålet hvordan emisjonen bør gjennomføres for på best mulig måte å ivareta selskapets og aksjonærenes interesser. Terskelen vil være lavere der selskapets virksomhet indikerer at selskapet er et samarbeidsforhold hvor yrkesutøvelse står mer sentralt enn kapitalavkastning, slik at ordinære lønnsutbetalinger lettere kan ses i lys av kravet til likedeling mellom aksjonærene.²³²

²³¹ Dramstad s. 175.

²³² Truyen i JV (2004) s. 317

Av forarbeidene fremgår det at en beslutning som gir en «aksjeeier eller tredjemann fordeler til forfang for andre aksjeeiere eller selskapet, må bygge på et saklig forsvarlig grunnlag»,²³³ ofte omtalt som *saklighetsvilkåret*. En disposisjon som i utgangspunktet rammes av bestemmelsen, er likevel ikke urimelig dersom den har bygger på et saklig forsvarlig grunnlag. Saklighetsvilkåret vil kunne gi et supplerende styringsrom utover dette av hensyn til behovet for fleksibilitet i selskapets forvaltning og optimal ressursutnyttelse.²³⁴ I dette ligger at det også må være et minimum av forholdsmessighet mellom den samlede gevinst som selskapet oppnår ved opsjonsavtalen, optimal avkastning på den enkelte aksje, beskyttelse av grunnleggende aksjonærrettigheter og moralske likhetsbetraktninger.²³⁵ Hvorvidt dette *forholdsmessighetskravet* må anses som et eget vilkår eller som del av saklighetsvilkåret, er det uenighet om i teorien. Uenigheten er i realiteten terminologisk, og praksis viser at det er en glidende overgang mellom vurderingen av den enkelte disposisjons saklighet som sådan og forholdsmessigheten. Likevel må en ha i minne at en saklig beslutning kan være uforholdsmessig, og dermed ugyldig.²³⁶

Disse forskjellige elementene i urimelighetsvurderingen vil behandles som underspørsmål under den overordnede problemstilling i det følgende, nemlig om den fordel opsjonsavtalen gir opsjonshaver er «urimelig», tatt i betraktning de potensielle virkningene den kan medføre. Det første spørsmålet som oppstår er om emisjonsbeslutningen som ledd i gjennomføringen av en opsjonsavtale avviker tilstrekkelig fra hvordan emisjonen bør

²³³ Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 111-112. En slik presisering er imidlertid ikke inntatt i loven, trolig fordi det ble ansett overflødig, se Augdahl s. 121, tilsvarende i dansk rett, se Krüger Andersen, *Kapitalselskaber* s. 230-231.

²³⁴ Op.cit. s. 317.

²³⁵ Truyen i JV (2004) s. 318

²³⁶ I RG 1990 s. 1114 var saklighetsvilkåret oppfylt, men emisjonen ble likevel funnet uforholdsmessig ettersom fordelene på selskapets hånd ikke tilstrekkelig kunne oppveie de ulemper som mindretallet ble påført.

gjennomføres for på best mulig måte å ivareta selskapets og aksjonærenes interesser, og dermed er urimelig.²³⁷

Urimelighetsvilkåret legger opp til en viss skjønnsmargin som gir majoriteten et absolutt styringsrom etter § 5-21 og styret får tilsvarende handlingsrom etter § 6-28.²³⁸ Skjønnsmarginen vil være mindre når emisjonen krenker likhetsprinsippet i form av utvanning, contra når det økonomiske formål krenkes, der den tradisjonelle forståelse av selskapers formål om å gi økonomisk gevinst som skal allokere til aksjonærene legges til grunn. Ser man selskapets interesse i å eksistere som rettssubjekt i langsiktig perspektiv,²³⁹ vil imidlertid en krenkelse av vinningsformålet som kan sette en slik interesse i fare kunne tillegges større vekt enn utgangspunktet ellers skulle tilsi.

Vurderingen er i utgangspunktet konkret, men en rettet emisjon hvor noen av aksjonærene ikke gis tegningsrett, «vil meget lett virke urimelig», og «(f)ordelene på selskapets side må i et slikt tilfelle være store».²⁴⁰ En opsjonsavtale som forutsetter tilsidesettelse av fortrinnsretten ved nyemisjon vil dermed i de fleste tilfelle gå utover handlingsrommet som inngrepsterskelen gir, slik at det kravet til en saklig begrunnelse må være oppfylt for at disposisjonen skal gå klar av myndighetsmisbruksreglene.²⁴¹ Der det kun er favørkursen som anfektes, vil terskelen være høyere.

²³⁷ Etter Truyens terminologi, hvorvidt emisjonsbeslutningen avviker fra *idealnormen*, og *inngrepsterskelen* dermed er overtrådt.

²³⁸ Truyen i JV (2004) s. 315.

²³⁹ Jf. Rt. 2003 s. 2033 (Santech)

²⁴⁰ Jf. RG 2005 s. 1409. Spesielt for dette tilfellet var at emisjonsvedtaket kom etter et vedtak om å nedskrive kapitalen til null, som etter rettens oppfatning isolert sett var legitimt sett i forhold til selskapets økonomiske situasjon. Retten tilsidesatte emisjonsvedtaket som ugyldig etter § 5-21, men fant ikke grunnlag for dette når det gjaldt vedtaket om å nedskrive aksjekapitalen.

²⁴¹ Tildelingen av emisjonsfullmakt til oppfyllelse av en opsjonsavtale, lojalitetsprogram mv. kan dermed også være en urimelig beslutning, da denne beslutningen er egnet til å medføre at noen av aksjonærene ikke gis tegningsrett.

Relevant for opsjonsavtaler er at også en beslutning om lønnsøkning til et nivå langt utover det som er alminnelig i sammenlignbare virksomheter vil kunne overskride inngrepsterskelen, særlig der lønnsnivået ikke er tilstrekkelig begrunnet i arbeids- og ansvarsforhold. I RG 2010 s. 378 var misbruk av posisjon i selskapet anført som grunnlag for granskning jf. § 5-25, og granskningsbegjæringen ble tatt til følge. Selskapet hadde utdelt utbytte i årene frem til 2006, hvor det fra og med dette og i alt tre år ikke lenger ble utdelt, samtidig som de tre majoritetsaksjonærenes lønninger økte med ca. 85 %. Lagmannsretten sluttet seg til tingrettens begrunnelse hvor totalinntrykket var at flertallet ikke bare ved valg til styret, men også i økonomisk henseende hadde satt minoritetsaksjonærene til side. Lagmannsretten uttalte videre at:

«En lønnsøkning som nevnt synes problematisk også ut fra hva som er vanlig lønnsøkning i sammenlignbare virksomheter, og er i alle fall ikke tilstrekkelig begrunnet i arbeids- og ansvarsforhold, slik retten kan bedømme det nå. Det samme synes innføringen av bilordningen». ²⁴²

Opsjonsordninger kan dermed overskride inngrepsterskelen der de er særlig omfattende og avviker fra de som er vanlig i tilsvarende virksomheter uten å være tilstrekkelig begrunnet i arbeids- og ansvarsforhold. I slike tilfelle er det ikke utvanning av aksjonærrettigheter, men det faktum at selskapet påføres tap som er avgjørende. Dette gjelder tilsvarende der selskapet yter favørkurs, og på denne måten lider tap ved å unnlate å kreve overkurs der markedsmessige forhold tilsier det. Også her må beslutningen være saklig begrunnet i fordeler på selskapets side som tilstrekkelig oppveier ulempene som ligger i opsjonsordningens virkningspotensiale. En emisjon til en lav pris på et ugunstig tidspunkt, typisk der det ikke er noe reelt kapitalbehov, kombinert med en mulighet for at eksisterende aksjonærer ikke kan delta vil lett fremstå som urimelig.²⁴³ Ettersom man ved vurderingen

²⁴² Uttalelsen har svekket rettskildevekt for emnet, ettersom retten ikke tar stilling til selve spørsmålet om myndighetsmisbruk, men kun vurderer hvorvidt det kan være grunnlag for granskning basert på en slik påstand.

²⁴³ Stavanger tingretts dom av 20.4 2009 (TSTAV-2009-89905-TSTAV-2009-99535).

av fullmaktstildelingen foretar en egnethetsvurdering av emisjons beslutningens virkninger, vil aksjekursen som benyttes i forbindelse med fullmakten være av betydning,²⁴⁴ slik at lavest mulige emisjonskurs etter fullmakten vil måtte legges til grunn. Opsjonsavtalene vil som følge av dette lett overskride inngrepsterskelen, da oppfyllelse ved nyemisjon medfører at aksjonærenes fortrinnsrett fravikes, samt at selskapet yter favørkurs.²⁴⁵

Neste spørsmål blir dermed om emisjons beslutningen er saklig begrunnet i selskapets interesse, og slik at den likevel ikke er urimelig.

Forståelsen av selskapets interesse som beslutningens virkninger vurderes opp mot i denne sammenheng, er selskapets interesse i forbindelse med en rettet emisjon.²⁴⁶ Den fordelten emisjonen skal gi selskapet må på saklig grunnlag oppveie de virkemidler selskapet benytter for å oppnå denne, nemlig tilsidesettelse av fortrinnsretten og favørkurs. Aksjonærene har et rimelig krav på at myndigheten til å beslutte kapitalforhøyelse brukes i selskapets interesse,²⁴⁷ og en fravikelse av fortrinnsretten til fordel for andre må likeledes være saklig begrunnet i selskapets interesse.²⁴⁸

Generalklausulenes ordlyd og forarbeider er tause om hvorledes saklighetsvurderingen skal foretas. Den sparsommelige rettspraksis som finnes om spørsmålet omhandler hovedsakelig ansatteaksjer som tilbys alle ansatte i selskapet, og ikke tilfeller hvor slike ordninger kun tilbys ledende ansatte. En aksjonær vil som utgangspunkt måtte finne seg i at det etableres et lojalitetsprogram med aksjer til ansatte, men også slike ordninger kan få et for stort omfang, slik at det kan bli tale om urimelighet.²⁴⁹ Noen momenter for vurderingen

²⁴⁴ TSTAV-2009-89905-TSTAV-2009-99535.

²⁴⁵ Favørkurs vil kunne være urimelig også der avtalen oppfylles ved overdragelse av aksjer fra egen beholdning.

²⁴⁶ Denne forståelsen av selskapsinteressen er nærmere redegjort for i kapittel 3.2.5.

²⁴⁷ Andenæs (2006) s. 520.

²⁴⁸ Aarbakke m.fl. (2012) s. 665.

²⁴⁹ Jf. TSTAV-2009-89905-TSTAV-2009-99535.

av den saklige begrunnelse for utvanningen og favørkursen kan likevel utledes av den praksis som foreligger.

En sentral selskapsinteresse ved rettede emisjoner er selskapets interesse i å få den tegneren inn på aksjonærsiden.²⁵⁰ Denne selskapsinteressen kan ha forskjellige begrunnelser, avhengig av selskapets situasjon. Ved opsjonsavtaler er det faktum at selskapet som følge av disposisjonen oppnår de fordeler som antas å følge av agentteorien, nemlig å gi incentiver til god drift av selskapet og derigjennom generere overskudd for selskapet og aksjonærfellesskapet den primære begrunnelse for emisjonsbeslutningens saklighet.

I RG 1990 s. 1114 (Unique 1) var spørsmålet om en kapitalutvidelse fra 51 500 kr til 68 665 kr med det formål å tildele de ansatte flere aksjer for å knytte dem nærmere til selskapet, var ugyldig etter asl. 1976 § 9-16. Vedtaket innebar fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett til fordel for dem som arbeidet i selskapet i 1985 og til fordel for selskapets støttefond.²⁵¹ Lagmannsretten hadde «forståelse for at selskapet og dets ansatte har villet skape en eierstruktur hvor de ansatte spiller en meget sentral rolle».²⁵² Likevel kunne ikke et aksjonærflertall stå helt fritt, da det også må «tas hensyn til et mindretall – at dette ikke utsettes for en urimelig forskjellsbehandling.»²⁵³ Avgjørelsen viser at den selskapets ønske om å få ansatte inn på aksjonærsiden ikke kan få gjennomslag for enhver pris, og avgjørende var at beslutningen tilrettela for fremtidig utvanning og påvirket omsettligheten av øvrige aksjonærers aksjer.

²⁵⁰ NUT-1970:1 på s. 94. Augdahl legger til grunn at tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett for en som «selskapet har særlig interesse av å knytte til seg» må anses å være «den eneste holdbare begrunnelse» for at en majoritet på generalforsamling skal gi tredjemann fortrinn foran eldre aksjonærer, se Augdahl s. 121.

²⁵¹ Det er grunn til å merke seg at uttalelsens overføringsverdi begrenses av den spesielle eierstrukturen i selskapet, selv om det ikke presiseres nærmere hva denne går ut på utover at de ansatte senere opprettet Unique Holding AS hvor de disponerte 70 % av aksjene i Unique AS, se s. 1120.

²⁵² På s. 1120

²⁵³ På s. 1120

En side av selskapets interesse i å få den ansatte inn på aksjonærsiden ved opsjonsavtaler er også at opsjonsavtalen kan være en viktig del av selskapets strategi for å styrke sin konkurransedyktighet i kampen om rekruttering av nøkkelpersonell.²⁵⁴ Vekten av dette momentet kan variere etter hvilke kvalifikasjoner ved den ansatte selskapet ønsker å tilknytte seg. Avgjørelsene gir ikke svar på om det ved vurderingen er grunnlag for å skille mellom attraktivt nøkkelpersonell og alminnelige ansatte.²⁵⁵ Det kan være ulike årsaker til selskapets interesse i å tilknytte seg slikt nøkkelpersonell. Der formålet er å tilknytte seg kompetanse innen sine forskningsområder, sikre seg «know-how» eller andre kunnskaper det er knapphet om,²⁵⁶ vil momentet trolig veie tyngre enn rekruttering til utførelse av de oppgaver som allerede er definert innenfor en leders alminnelige ansvarsområde. Denne begrunnelsen kan tenkes særlig aktuell i teknologibedrifter og energisektoren, som har ansatte som sine viktigste aktiva.²⁵⁷ Av betydning er også hvor sentral tegneren er for virksomheten, hvor attraktiv denne er på markedet og om vilkårene for emisjonen er utformet slik at den faktisk sikrer langsiktig tilknytning til selskapet,²⁵⁸ også der hvor det er tale om en alminnelig leder.

Favørkurs er et middel selskapet kan benytte for å realisere formålet med emisjonen. I RG 2001 s. 841(Haugaland Billag) ble det blant annet lagt vekt på at «samtlige aksjonærer (...) anså det som en fordel å få de ansatte inn på eiersiden», noe som trakk i retning av at favørkursen var saklig begrunnet. De øvrige aksjonærens oppfatning av hvorvidt opsjonsavtalen er fordelaktig på beslutningstidspunktet kan bare tillegges begrenset vekt,

²⁵⁴ Det dreier seg i motsetning til dommen om én eller noen få enkeltansatte, og er dermed ikke noe utslag av et ønske om en spesiell aksjonærstruktur.

²⁵⁵ Truyen (2005) s. 394 tar til orde for at vinningsformålet først og fremst har vekt som saklighetsargument ved rettede emisjoner som gjør at utvalgt nøkkelpersonell også i fremtiden vil arbeide for selskapet. Motsatt, se Bråthen, Gina i NTS 2012-3/4 s. 30-42, ”Forbud mot myndighetsmisbruk ved styrets beslutning om rettet emisjon”, på s. 41 som antar at en videre gruppe tilfelle må anses saklig begrunnet.

²⁵⁶ Slik også Truyen (2005) s. 393, som også antyder et større styringsrom for emisjoner rettet mot ”teknisk nøkkelpersonell” innenfor forskning og utvikling enn ved emisjoner rettet mot ledelsen.

²⁵⁷ Se Gjems-Onstad, *Bedriftsskatterett*, s. 258.

²⁵⁸ Truyen (2005) s. 392-393.

ettersom det ikke sikrer noen ivaretagelse av kreditorenes interesser. I tillegg kommer at aksjonærene i realiteten ikke har tilstrekkelig grunnlag til å vurdere virkningene av en slik godtgjørelsesordning,²⁵⁹ og har begrensede eller ingen muligheter til å etterprøve hvorvidt det faktisk er sammenheng mellom kriterier og prestasjoner.²⁶⁰ Aksjonærene vil dermed ikke nødvendigvis ha oversikt over om det i realiteten er tale om noen fordel. Typiske forhold som aksjonærene vanskelig vil ha oversikt over er om opsjonen svekker lederens interesse i å fremskaffe et bedre informasjonsgrunnlag for deres investeringsbeslutninger,²⁶¹ og hvorvidt opsjonen anvendes med det formål å skjule det egentlige lønnsnivået i bedriften.²⁶²

Tegningskursen må i enkelte tilfelle antas å være av avgjørende betydning for å stimulere den ansatte til å tegne aksjer i selskapet, men den kan likevel ikke settes for lavt uten å stride med de eksisterende aksjeeiernes interesser.²⁶³ Det vil her være relevant å ta i betraktning risikoen for at de ansatte avstår fra tegning dersom kursen settes for høyt og hvorvidt en eventuell båndlegging av aksjene kan begrunne den lave tegningskursen for å avhjelpe tegningens svekkede attraktivitet, slik at emisjonsformålet likevel lar seg realisere.²⁶⁴ Det må dermed innrømmes et rom for skjønn for bruk av favørkurs. Handlingsrommet vil trolig kunne variere der hvor favørkurs benyttes som del av selskapets konkurransegrunnlag i kampen om en nøkkelperson og de tilfelle der det er tale om reforhandling av godtgjørelse i en allerede ansatt toppleders kontrakt.²⁶⁵ I sistnevnte

²⁵⁹ Ernst & Young (2013) s.8 konkluderer med at kun et fåtall av lederlønnserklæringene gjør det mulig å vurdere om ordningen sikrer aksjonærenes interesser over tid.

²⁶⁰ Ernst & Young (2013) s. 6.

²⁶¹ T. Nilssen(2007) s. 307

²⁶² Ibid s. 306

²⁶³ G. Bråthen (2012) på s. 42.

²⁶⁴ RG 2001 s. 841.

²⁶⁵ Reforhandling av eksisterende avtaler eller tildeling av nye opsjoner for å kompensere for en fallende aksjekurs vil kunne ha uønskede langsiktige incentivvirkninger all den tid det vil være lite motivasjon for ekstra innsats som kan holde aksjekursen oppe når det likevel venter nye og mer lukrative avtaler dersom man ikke lykkes, T. Nilssen(2007) s. 309.

tilfelle er den dokumenterbare effekten som ofte begrunnes i økt aksjekurs som følge av økt innsats langt mer usikker og mindre målbar enn hvorvidt man vinner kampen om ettertraktet personell i arbeidsmarkedet. Det er imidlertid ikke noe rettskildemessig belegg for å oppstille et slikt skille.

Incentivformålet er en viktig begrunnelse for selskapets interesse i å tilknytte seg tegneren ved opsjonsavtaler, og er således et viktig ved vurderingen av om emisjonsbeslutningen er saklig. Emisjonsbeslutningen til fordel for selskapets ansatte ble i RG 2001 s. 841 (Haugaland Billag) ansett å være saklig begrunnet i selskapets interesse ettersom «emisjonsvedtaket(...) hadde som sentralt formål å bringe de ansatte inn på eiersiden» med den begrunnelse at aksjeinnehav ville stimulere de ansatte til økt innsats for selskapet. Rettede emisjoner til ansatte kan være egnet til å øke selskapets inntjening, selv om et bredt forskningsgrunnlag viser at de ikke nødvendigvis har denne virkning i praksis,²⁶⁶ og synes å veie tungt i saklighetsvurderingen dersom det bidrar til å binde nøkkelpersonell til selskapet og motiverer til økt innsats over lenger tid.²⁶⁷

Retten la også vekt på at andre fremgangsmåter for å oppnå vedtakets sentrale formål var vurdert. Emisjonsbeslutningen vil dermed lettere være saklig begrunnet i selskapets interesse der det ikke er noen handlingsalternativer for å oppnå formålet med disposisjonen. Et handlingsalternativ kan være syntetiske opsjoner, som ikke er egnet til å påvirke maktbalansen i selskapet.²⁶⁸ De syntetiske opsjonene vil imidlertid svekke lojaliteten ved at det ikke er noe direkte eierskap i underliggende aksje, og at det dermed utelukkende er kursen som motiverer.²⁶⁹ Dette vil kunne medføre kortsiktig motiverte løsninger som samsvarer dårligere med emisjonens formål, og frarådes også i kommentaren til NUES-anbefalingen punkt 12.²⁷⁰ Faren for operasjonelle beslutninger etter lederens egeninteresse,

²⁶⁶ Se kapittel 1.2.

²⁶⁷ RG 2001 s. 841.

²⁶⁸ Truyen i JV (2004) s. 305 fig. på side 322.

²⁶⁹ Det såkalte *Ingen nedside-problemet*.

²⁷⁰ Hvor det på s. 42 fremheves at opsjonsavtaler bør kombineres med direkte eierskap i underliggende aksjer.

som omtalt i kapittel 1.2 vil her kunne realiseres uten at selskapet oppnår lojalitet som eierskap i underliggende aksjer vil medføre. Med hensyn til favørkurs isolert sett, kan ikke incentivvirkningen tillegges særlig vekt ved saklighetsvurderingen.

Favørkursen er for det første egnet til å skape gevinst for opsjonshaver selv om aksjekursen ikke øker, men forblir på samme nivå. For det andre kan incentivvirkningen oppnås allerede der aksjer overdras eller tegnes til markedskurs på tidspunktet for utstedelse av opsjonen. Aksjeinnehav generelt, uavhengig av tegnings-/ervervskurs er det som synes egnet til å fremme lojalitet til selskapet, samt stimulere til ekstra innsats for forbedring av selskapets resultater.²⁷¹ Favørkursen er dermed ikke noen garanti for å oppnå formålet som forutsettes i agentteorien.

Foretas det en reparasjonsemisjon vil beslutningen lettere være saklig begrunnet og forholdsmessig. I RG 2001 s. 841 (Haugaland Billag) vektla lagmannsretten også at etterfølgende reparasjonsemisjon ble foretatt «med det antatte formål å skulle avdempe den manglende likevekt mellom gamle og nye aksjonærgrupper som følge av aksjeutvidelsen til fordel for de fast ansatte». Vesentlig for lagmannsrettens standpunkt var at samtlige aksjonærer ble stillet likt etter emisjonen.²⁷² Dette har sammenheng med betydningen av kapitalforhøyelsens relative størrelse.²⁷³ Fører emisjonen til store maktforskyvninger i

²⁷¹ NUES-anbefalingen punkt 12.

²⁷² Hvor lang tid det gikk mellom emisjonen til fordel for de ansatte og fondsemisjonen og om fondsemisjonen allerede var en forutsetning på beslutningstidspunktet for den rettede emisjonen, fremgår ikke klart av dommens premisser. Det er derfor ikke mulig med sikkerhet å konstatere hvorvidt lagmannsretten ved sin vurdering, som etter generalklausulene skal foretas på beslutningstidspunktet, har bygget på etterfølgende forhold, se Truyen (2005) s. 143 flg.

²⁷³ I RG 1990 s. 1114 (Unique AS) hvor dette var et sentralt moment for resultatet i sammenheng med at den etterfølgende reparasjonsemisjon motvirket at denne samlet sett ble for stor. Domspremissene i RG 1990 s. 1114 (Unique AS) er uklare når det gjelder emisjonens innvirkning på aksjonærstrukturen i selskapet som sådan. Det fremgår imidlertid at de ansatte hadde senere hadde opprettet et eget holdingselskap hvor til sammen disponerte 70 % av aksjene i Unique AS. Avgjørende var likevel systemet som la opp til kapitalforhøyelser til de ansatte også i fremtiden, med den virkning at øvrige aksjonærer ville få sine

selskapet, vil den vanskeligere kunne sies å være forholdsmessig.²⁷⁴ Forhold som selskapets størrelse, aksjonærsammensetning og emisjonens størrelse i forhold til dette vil dermed komme i betraktning, i tillegg til tegningskurs.²⁷⁵

Båndleggelse av aksjene i en periode etter emisjonen styrker opsjonsavtalens begrunnelse om å bidra til god drift av selskapet og derigjennom generere overskudd i langsiktig perspektiv.²⁷⁶ Etter lagmannsrettens oppfatning i RG 2001 s. 841 (Haugaland billag) måtte «det forhold at de nye aksjene gjennom vedtekter og aksjonæravtale i ikke ubetydelig grad var båndlagt (...) for å sikre gjennomføring av formålet med emisjonen» medføre at det ikke kunne konstateres at vedtaket bygget på noen illojal hensikt, eller rent objektivt fremstod som urimelig i forhold til saksøker. Prisen per aksje kunne i en slik sammenheng ikke «settes så høyt at formålet ikke lot seg realisere.» Lagmannsretten fant videre at det under enhver omstendighet ikke var tvilsomt at «prisen pr aksje i noen grad reflekterer denne båndleggelsen» og at det derfor måtte sies å være «en fornuftig og reell begrunnelse for å sette pris pr aksje til kr 400». Bindingstid på aksjene og tilbakeføringsplikt dersom lederen avslutter arbeidsforholdet før bindingstiden er utløpt er mulige teknikker som kan anvendes for å styrke incentivvirkningene til fordel for selskapet og dermed medføre at opsjonsavtalens

aksjeandeler utvannet i stadig større grad. Kapitalforhøyelsen var således uforholdsmessig, ettersom fordelene på selskapets hånd ikke tilstrekkelig kunne oppveie de ulemper som mindretallet ble påført.

²⁷⁴ RG 1990 s. 1114 hvor emisjonen ble kjent ugyldig fordi den i sammenheng med de etter planen etterfølgende kapitalforhøyelser i selskapet ville medføre vesentlige endringer i maktforholdene.

²⁷⁵ Heffermehl m. fl. (2002) på s. 25 mener det antagelig må kunne innfortolkes et krav om at denne typen forskjellsbehandling, for å rammes av § 5-21, ikke dreier seg om uvesentlige verdier, relativt sett. Slik også G. Bråthen (2012) på s. 41.

²⁷⁶ Båndleggelse i form av omsetningsbegrensninger har også en skattemessig begrunnelse, se Lignings-ABC «Finansielle instrumenter – opsjoner mv. i arbeidsforhold», punkt 2 og 3. Se også G. Bråthen (2012) på s. 41. En interessant retning innen båndleggelse og lojalitet er innføringen av lojalitetsaksjer i Franske *code de commerce*, artikkel L225-123 og L225-124, se nærmere Dorthe Kristensen Balshøj i NTS 2012-3/4

begrunnelse lettere fremstår som saklig og forholdsmessig.²⁷⁷ Det må aksepteres en viss favørkurs for aksjer som er båndlagt, ettersom disse vil fremstå som mindre attraktive, og graden av båndleggelse blir således et viktig moment ved fastleggelsen av tegningskursen.²⁷⁸

I forbindelse med favørkursens størrelse og opsjonsordningens totale omfang er det ved saklighetsvurderingen også relevant å ta i betraktning hva som er å anse for vanlig i markedet, typisk lønnsnivå.²⁷⁹ Lønnsnivået i utlandet vil neppe være av relevans i forhold til saklighetsvilkåret med mindre det er en reell del av samme arbeidsmarked, og det er en virkelig mulighet for at arbeidstakeren flytter som følge av bedre lønnsbetingelser.²⁸⁰ Selskapet vil da få et konkurransefortrinn i kampen om nøkkelansatte som lettere vil kunne aksepteres som saklig.

Konklusjonen blir etter dette at emisjonsbeslutningen kan være saklig begrunnet i selskapets interesse der selskapets formål med emisjonen oppfylles. Selskapets formål med emisjonen er å tilknytte seg den ansatte med den underliggende begrunnelse at selskapet oppnår de virkninger som forutsettes i agentteorien. Har ikke emisjonen slike virkninger, er den ikke saklig begrunnet i selskapets interesse. Momentene trukket opp i drøftelsen i dette kapitlet er avgjørende for å vurdere om virkningene tilstrekkelig oppveier interessekrenkelsene.

4.5 Rettsvirkninger

Ved anfektelsessøksmål, er det ikke opplagt hva som blir virkningen dersom rettighetssubjektet som påberoper seg myndighetsmisbruk får medhold. Opsjonsavtalen er et sammensatt rettsforhold, med en selskapsrettslig og en avtalerettslig side. Dette reiser

²⁷⁷ G. Bråthen (2012) på s. 41 som også inntar det standpunkt at aksjene som hovedregel må være båndlagt for at forholdsmessighetsvilkåret skal være oppfylt ved rettet emisjon til ansatte.

²⁷⁸ G. Bråthen (2012) på s. 42.

²⁷⁹ RG 2001 s. 841

²⁸⁰ Truyen (2005) s. 393.

spørsmål om hvilke rettsvirkninger det får når det for gjennomføringen av opsjonsavtalen er konstatert myndighetsmisbruk, jf. §§ 5-21 og 6-28(1).

Den alminnelige rettsvirkningen av at en beslutning strider mot myndighetsmisbruksbestemmelsene er ugyldighet allerede fra beslutningstidspunktet, og beslutningen vil kunne angripes ved et anfektelsessøksmål, jf. aksjelovene § 5-22,²⁸¹ med en utvidet subjektiv rettskraft.²⁸² Ugyldighet vil imidlertid ikke nødvendigvis være det mest praktiske for noen av partene, da selskapet kan være forpliktet på kontraktsrettslig grunnlag, og ved å måtte utbetale et kontraktsrettslig krav i samsvar med incentivavtalen like fullt vil kunne oppleve svekkelse av kapital, aksjekurs og omdømme. Det kan således argumenteres for at det vil bli liten forskjell i den økonomiske realitet for selskapet mellom ugyldighet og gjennomføring av avtalen. De øvrige aksjonærer vil først og fremst være tjent med ugyldighet ved at deres organisatoriske rettigheter ikke utvannes.

Ugyldighet er imidlertid ikke den eneste mulige rettsvirkning der en beslutning strider mot myndighetsmisbruksreglene. I Rt. 1995 s. 1026 så Høyesterett det slik at ugyldighet som eneste mulige rettsvirkning etter generalklausulene, «ville medføre at man var nødt til å velge mellom to løsninger, total tilsidesettelse eller ingen virkninger overhodet, som begge ville være urimelige.»²⁸³

Et nærliggende spørsmål blir dermed om opsjonsavtalen kan revideres der den fører til myndighetsmisbruk. En incentivavtale kan revideres med avtl. § 36 som selvstendig grunnlag, jf. Rt. 2012 s. 393.²⁸⁴ Det er neppe rettslig grunnlag for at aksjonærene eller

²⁸¹ NUT 1970: 1 s. 138.

²⁸² Truyen i JV (2004) s. 325.

²⁸³ På s. 1035. Dommens faktum og hovedspørsmål er nærmere redegjort for i kapittel 6.2.

²⁸⁴ Saken gjaldt spørsmål om en incentivavtale som selv inneholdt en lempingsklausul, skulle settes til side med grunnlag i avtl. § 36. Administrerende direktør i et rederi kjøpte fire prosent av aksjene i rederiet som en del av en incentivordning rettet mot ledende ansatte, med en klausul i aksjekjøpsavtalen som gav selgeren rett til å kjøpe aksjene tilbake til markedsverdi hvis ansettelsesforholdet opphørte, dog slik at markedsverdien skulle reduseres med 10 % «dersom avslutningen av ansettelsesforholdet skyldes

andre berørte interessenter kan påberope seg avtl. § 36 som selvstendig revisjonsgrunnlag når det gjelder opsjonsavtaler,²⁸⁵ hvor selskapet og den ansatte er parter. Innsigelser vil her måtte gjøres av selskapet, som selvstendig rettssubjekt og part i avtalen. Om revisjon som rettsvirkning etter misbruksreglene uttalte Høyesterett i Rt. 1995 s. 1026 på s. 1035 følgende:

«Jeg finner det imidlertid vanskelig å akseptere at man ved dette ordvalget har villet avskjære en revisjon som nettopp vil innebære at man skjærer bort den kvalifiserte urimelighet bestemmelsen skal ramme.»

Retten la videre til grunn en uttalelse i forarbeidene²⁸⁶ om at lempningsregelen burde ha en ikke ubetydelig anvendelse i selskapsforhold i tillegg til å påpeke at det også åpnes for en begrenset mulighet for mellomløsninger etter asl. 1976 § 9-17, og kom dermed til at lovgiver ikke var fremmed for mellomløsninger gjennom avtalerevisjon på dette rettsområdet. En umiddelbar likhet mellom asl./asal. §§ 5-21 og 6-28(1), og avtl. § 36 er at ordlyden legger opp til samme vurderingstema, ved at fordelen eller det å gjøre avtalen gjeldende ikke skal være «urimelig». Det er imidlertid ikke gitt at vurderingen vil være den samme. Som fremhevet i Ot.prp. nr. 5 (1982-1983) s. 26 er selskapsforhold:

avskjedigelse i henhold til arbeidsmiljøloven § 66». Da rederiets shippingvirksomhet senere ble solgt, mottok direktøren et betydelig beløp som «kommisjon» fra en tredjepart i forbindelse med dette, noe som igjen medførte at ble han dømt for grov økonomisk utroskap mot arbeidsgiveren og grovt bedrageri overfor vedkommende. Retten anså det som urimelig og støtende om direktøren etter et slikt grovt pliktbrudd for å oppnå egen vinning som det dreide seg om, skulle bli sittende med gevinst etter oppgjør av incentivavtalen, og det ble ikke tillagt vekt at tilsidesettelse av avtalen ga selgeren en bedre posisjon enn om avtalen var blitt gjennomført etter sin ordlyd.

²⁸⁵ Om generell adgang til dette, se Hedvig Bugge Reiersen (2007), "Ansvarsbegrensning og ansvarsfrihet i aksjeselskaper", s. 145.

²⁸⁶ Ot.prp. nr. 5 (1982-1983) s. 20 flg.

«rettsforhold som er langsiktige, som er omfattende og sammensatte, som er særlig sårbare for usikkerhet, og de har normalt flere enn to parter. Man står mao ikke overfor et slikt topartsforhold som er typisk for avtalesituasjonen.»

Opsjonsavtaler er i realiteten et topartsforhold med selskapet og opsjonshaver som parter, noe som taler for at revisjon er en mulig rettsvirkning av myndighetsmisbruk. Både den avtalerettslige og de selskapsrettslige generalklausuler tar sikte på et minimum av balanse ved avtalen eller beslutningen, og således er det grunn til å anta at det likevel er noe felles ved den underliggende vurdering. Revisjon som mulig rettsvirkning der en opsjonsavtale fører til myndighetsmisbruk gir mulighet til å trekke inn etterfølgende forhold, slik at den reelle virkningen for selskapet vil kunne tas i betraktning. Samsvarer ikke opsjonsavtalens virkninger med de som forutsettes i agentteorien kan revisjon være praktisk, ettersom opsjonshaver på anføttelsestidspunktet allerede kan ha prestert sin arbeidsytelse, og ikke vil kunne få den tilbake ved ugyldighet.

Hvorledes revisjonen skal gjennomføres er ikke opplagt for en opsjonsavtale, som forutsetter selskapsrettslig virkning, og dermed får betydning for selskapets andre interessenter. En revisjon – og ikke total tilsidesettelse – «vil kunne være betenkelig hvis det er en slik sammenheng mellom de enkelte avtalepunkter at dersom man rører ved ett, bør det også få konsekvenser for andre punkter i avtalen.»²⁸⁷ Opsjonsavtalen er som regel del av, eller en tilleggsavtale til arbeidskontrakten, slik at det er sammenheng mellom disse. Rører man eksempelvis ved opsjonsdelen av en ansettelseskontrakt for en toppleder, er det ikke utenkelig at dette vil få konsekvenser for elementet av fastlønn i avtalen. Dette blir igjen et spørsmål om hvorvidt avlønningen kan sees som ett punkt i avtalen, eller skal dekomponeres i en fast og en variabel del. De beste grunner taler for den sistnevnte løsning, all den tid den variable del forutsetter en endring av selskapsforholdet,²⁸⁸ og i tillegg har et noe annet formål enn den faste del av godtgjørelsen. De momenter som er

²⁸⁷ Rt. 1995 s. 1026 på s. 1035.

²⁸⁸ Se kapittel 3.

relevante ved urimelighetsvurderingen etter avtl. § 36 vil trolig kunne benyttes som tolkningsfaktor ved anvendelsen av §§ 5-21 og 6-28.²⁸⁹

Revisjon vil trolig være svært praktisk der opsjonsavtaler benyttes som økonomiske incentiver, der sammenhengen mellom opsjonshavers ytelse og prestasjonskriteriene først kan vise seg en tid etter at aksjeoverdragelsen har funnet sted. En opsjonsavtale vil både kunne kjennes ugyldig, og revideres der forholdene tilsier det.

4.6 Oppsummering

Opsjonsavtaler som innebærer at ansatte får kjøpe eller tegne aksjer til favørkurs, kan medføre myndighetsmisbruk jf. §§ 5-21 og 6-28, alt etter om styret eller generalforsamlingen fatter beslutningen.²⁹⁰ Der en opsjonsavtale oppfylles ved rettet emisjon, jf. § 10-5 vil likhetsprinsippet lett være krenket med hensyn til minoritetsaksjonærene. Favørkursen vil kunne føre til en krenkelse av vinningsformålet i de tilfellene hvor det er misforhold mellom prestasjon og avlønning, ved at det i realiteten ikke ytes en prestasjon som er egnet til å mer enn oppveie det tap opsjonsordningen påfører selskapet. Både aksjonærer og selskapet, herunder kreditorer og ansatte, nyter materielt vern etter myndighetsmisbruksreglene, jf. «selskapet» i §§ 5-21 og 6-28. De interessekonflikter som opsjonsordningen kan føre til, vil lettere være saklig begrunnet og forholdsmessige der aksjene båndlegges i ettertid, slik at lederens disincentiver svekkes, og formålet om lojalitet lettere realiseres.²⁹¹ Dette vil også sikre ordningens legitimitet i det langsiktige vinningsformålet, som i en normalsituasjon er i selskapets og aksjonærenes felles interesse.

²⁸⁹ H.B. Reiersen (2007) s. 145.

²⁹⁰ Dette gjelder også andre favørkursbaserte incentivordninger, for eksempel frittstående tegningsretter, jf. § 11-12.

²⁹¹ Dette er også i samsvar med *Recommendation 2009/385/EC punkt 4.1*: «Share options or any other right to acquire shares or to be remunerated on the basis of share price movements should not be exercisable for at least three years after their reward.»

5 Utgjør favørkursen en delvis selskapsfinansiering av den ansattes aksjeerverv, jf. § 8-10?

5.1 Bestemmelsens utvikling og funksjon

Aksjelovene § 8-10 har i sin nåværende form sitt EU-rettslige opphav i Direktiv 77/91/EØF, kjent som «Annet selskapsdirektiv» eller «Kapitaldirektivet». Direktivbestemmelsene er direkte bare bindende for allmennaksjeselskaper, men regelen i aksjeloven er også basert på direktivet.²⁹² Direktiv 2012/30/EU avløste i desember 2012 direktiv 77/91/EØF, og er en kodifisering av det tidligere direktivet og endringsdirektiver. Endringsdirektiv 2006/68/EF myket opp det opprinnelige forbudet i annet selskapsdirektiv til å gi medlemsstatene en viss adgang til å tillate slik bistand. Artikkel 23 gav medlemsstatene valget mellom å opprettholde forbud eller å tillate selskapsfinansiering på visse, strenge betingelser.²⁹³ Betingelsene er bl.a. at bistanden ytes på vanlige forretningsmessige vilkår, at mottakerens kredittverdighet blir undersøkt, at generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring på forhånd har godkjent bistanden, at ledelsen legger frem en redegjørelse for bistanden for generalforsamlingen, og at denne redegjørelsen offentliggjøres, samt at bistanden ligger innenfor selskapets frie egenkapital.²⁹⁴ Direktivteksten er basert på den såkalte *gateway*-prosedyren for *private companies* (tilsvarende våre aksjeselskaper) i britisk rett, som samtidig med innføringen i direktivet, ble opphevet i Storbritannia.²⁹⁵ Prosedyren ble i britisk rett i utgangspunktet ikke vurdert som spesielt byrdefull, men viste seg i praksis å bli en «felle for den uforsiktige».²⁹⁶ Det er verdt å merke seg at Storbritannia ikke synes å ha noen planer om å benytte seg av muligheten til å gjeninnføre *gateway*-prosedyren for *public companies*.²⁹⁷ Dette skyldes

²⁹² Knudsen og Nordby (2013) s. 11.

²⁹³ Sjøfjell (2009) s. 118.

²⁹⁴ Prop. 111 L (2012-2013) s. 71.

²⁹⁵ Lasse Ask, «Forslag om forenkling av aksjelovgivningen, Prop. 111 L (2012-2013)», Nytt i Privatretten nr. 2/2013 og Sjøfjell (2009) s. 139 flg.

²⁹⁶ Sjøfjell (2009) s. 140 med videre henvisning til karakteristikk av det britiske forbudet i Companies Act 1985 av C. Roberts, «Financial assistance for the Acquisition of Shares» (2005) s. 6.

²⁹⁷ Sjøfjell (2009) s. 140.

blant annet at prosedyren viste seg å føre til uklarhet om rettstilstanden, og kan være en fordyrende og tidkrevende prosess for selskapet.

Utgangspunktet etter aksjelovene §§ 8-10 før endringen ved lov 14. juni 2013 nr. 40 var at selskapet ikke kunne yte kreditt eller annen finansiell bistand til erverv av aksjer i selskapet. Aksjelovene, som nå tillater selskapet å stille midler til rådighet, gi kreditt eller stille sikkerhet i forbindelse med en tredjepersons erverv av aksjer eller rett til erverv av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte etter § 8-1, er «langt på vei i samsvar med kravene etter direktivene».²⁹⁸ Det er likevel tale om et minimumsharmoniseringsdirektiv som dermed ikke er til hinder for at den nasjonale lovgivningen er strengere enn direktivet.

Den nye bestemmelsen i § 8-10 «oppstiller nokså strenge vilkår for at selskapet skal kunne yte finansiell bistand til erverv av aksjer» og etter departementets vurdering kan det «fortsatt være behov for adgang til å gi dispensasjon fra reglene».²⁹⁹ Paragraf 8-10 er dermed også etter oppmykingen et forbud av materiell karakter. Dersom en disposisjon anses å være finansiell bistand til aksjeerhvervet som faller inn under bestemmelsens virkeområde, er den selskapsrettslig ugyldig dersom den ikke oppfyller bestemmelsens øvrige krav.

Gjennomføringen av aksjeprogrammer for ansatte ble i 2007 unntatt fra det generelle finansieringsforbudet ved forskrift av 30. november 2007 nr. 1336³⁰⁰ kapittel 2 med vilkår at aksjekjøpsordningen må være generell for å unntas. Dette bidrar til uklarhet om hvorledes ordninger som ikke omfatter alle ansatte skal bedømmes også etter nåværende bestemmelse. Det er allerede foreslått at kravet om at den finansielle bistanden gis til de ansatte på like vilkår vurderes fjernet fra forskriften § 5, med den begrunnelse at:

²⁹⁸ Prop. 111 L (2012-2013) s. 74.

²⁹⁹ Prop 111 L (2012-2013) s. 74

³⁰⁰ FOR-2007-11-30-1336.

«Generelle ordninger er lite egnet til å incentivere nøkkelpersonell og vi kan ikke se at det er sterke grunner for å ikke inkludere denne slags ordninger i forskriftens virkeområde».³⁰¹

5.2 Tematisk innfallsvinkel

Etter forskriften kapittel 2 må de tilfelle hvor selskapet lånefinansierer selve aksjeervertet eller tegningen være ledd i en generell ordning for å oppfylle vilkårene. De opsjonsavtaler som ledende ansatte får i selskaper av en viss størrelse, vil raskt kunne sprengre beløpsgrensen på 1 G³⁰² som forskriften oppstiller i § 6.³⁰³ Favørkurs fremstår kanskje ikke formelt og direkte som selskapsfinansiering av aksjeervert, og det kan umiddelbart synes anstrengt å vurdere disse tilfellene opp mot denne bestemmelsen. Slike ordningers faktiske formål og effekt er imidlertid at ledelsen skal få anledning til å kjøpe aksjer til under markedspris, med mellomlegget finansiert av selskapet.³⁰⁴

Under arbeidet med oppmykingen av § 8-10, ble det i høringsrunden uttalt at lovendringen vil gi «bedre muligheter for å bistå med finansiering i forbindelse med incentivordninger for ansatte», og at praksis har vist at gjeldende unntak og dispensasjonsmulighet «ikke fullt ut dekker behovet for å yte finansiell bistand for eksempel når grupper av ansatte tar del i aksjekjøpsprogrammer».³⁰⁵ Departementet unnlot imidlertid å følge opp denne uttalelsen, uten nærmere begrunnelse, til tross for at forskriften som også omhandler aksjekjøpsprogrammer ble opprettholdt.³⁰⁶

Rettspraksis på området er generelt sparsommelig, men forholdet mellom aksjebaserte godtgjørelsesordninger og virkeområdet for det generelle forbud som gjaldt frem til

³⁰¹ Knudsen og Nordby (2013) s. 12.

³⁰² Per 12. januar 2014 85.245 NOK.

³⁰³ Som det fremgikk av kapittel 5.1 foreslås kravet om generell ordning opphevet. Se nærmere om forskriftens stilling etter lovendringen i kapittel 5.3.3 nedenfor.

³⁰⁴ Sjøfjell (2009), s. 132.

³⁰⁵ Prop 111 L (2012-2013) s. 73, v/advokatfirmaet *PricewaterhouseCoopers*.

³⁰⁶ Prop 111 L (2012-2013) s. 74-75.

oppmykingen i 2013,³⁰⁷ har likevel vært behandlet i teorien.³⁰⁸ Sjøfjell inntok det standpunkt at slike ordninger «klart faller innenfor forbudets bokstav», under det generelle forbud som gjaldt før endringen.³⁰⁹ Bestemmelsens materielle karakter, vide formulering og opprettholdelse av forskriften gir behov for en avklaring av hvorvidt favørkurs faller innenfor bestemmelsens virkeområde.³¹⁰

5.3 Stiller selskapet midler til rådighet³¹¹ etter § 8-10(1) ved å yte favørkurs?

Problemstillingen i det følgende er om selskapet ved å yte favørkurs ved tegning eller overdragelse av egne aksjer til en ledende ansatt, stiller midler til rådighet etter § 8-10(1). Denne problemstillingen er sammensatt.

5.3.1 Ytes favørkursen av selskapet eller aksjonærene?

For det første blir det et spørsmål om favørkursen ytes fra selskapet (og vil kunne falle inn under vilkårene i § 8-10) eller av aksjonærene (slik at disposisjonen ikke utgjør noen selskapsfinansiering).³¹² Favørkursens utvanningseffekt for aksjonærene ved emisjon tilsier at det er disse som yter den. Selskapet rammes imidlertid indirekte, ved at det ikke mottar den overkurs som det normalt vil kunne kreve, og ved at overkurspotensiale ved fremtidige

³⁰⁷ Lov 14. juni 2013 nr. 40.

³⁰⁸ Se Sjøfjell i «Kun til plunder og heft? – Forbudet mot selskapsfinansiering av aksjeerverv i den norske allmennaksjeloven § 8-10» i NTS 2009 1:2 s. 132 flg. (heretter «Sjøfjell (2009)») og Matre om finansiering av ansatte-aksjer og «Kruse Smith»-modellen i kjølvannet av skattesaken i Rt 2000 s. 758 i T. Bråthen og O. Gjems-Onstad «Moderne forretningsjus» (2001) s. 129-143

³⁰⁹ Sjøfjell (2009), s. 132.

³¹⁰ Slik også Sjøfjell (2009) s. 142, som i forbindelse med en drøftelse av revisjon av det tidligere generelle forbudet i § 8-10 tar til orde for at «Forholdet til opsjonspakker kunne med fordel avklares».

³¹¹ Formuleringen, «stille midler til rådighet» ble for første gang inntatt i asl. 1976 § 12-10(6) med bakgrunn i annet selskapsdirektiv artikkel 23. Formuleringen ble foreslått erstattet med «annen finansiell bistand» i NOU 1996: 3 og Ot.prp. nr. 23 (1996-97), men ble endret tilbake i Innst. O. nr. 80 (1996-97) s. 12 da dette samsvarte med den norske språkversjon av artikkel 23, og gav størst sikkerhet for riktig oppfyllelse av direktivet, se Aarbakke m.fl. (2012) s. 615-616.

³¹² For disposisjoner med gavepreg, se Bråthen og Gjems-Onstad (2001) s. 141.

emisjoner kan svekkes.³¹³ Selskapet må således sies å yte eller ettergi sitt krav på overkurs, der det ut fra markedsmessige forhold ville kunne kreve dette. Trolig må det dermed legges avgjørende vekt på at det faktisk er selskapet som yter de rettigheter som utgjør verdien av aksjen, samt på aksjenes nominelle verdi på selskapets hånd, og så lenge aksjene har verdi på selskapets hånd, må verdien anses ytet fra selskapet.³¹⁴ Om den valgte finansieringsmåte skjer ved utvanning av andre aksjonærs rettigheter, kan ikke være avgjørende.³¹⁵ Det vil da være selskapet som stiller midler til rådighet ved favørkurs i tilknytning til § 8-10.

5.3.2 Innebærer favørkurs å «stille midler til rådighet»?

Spørsmålet blir dermed om den favørkurs som ytes av selskapet er midler som stilles til rådighet ved aksjeervervet. Uttrykket, «stille midler til rådighet» omfatter også kapitaltilførsler til kjøperen som ikke er lån, slik at gaver og lignende kan omfattes, men det kan også være tilførsel av egenkapital uten gavepreg.³¹⁶ Det er altså rimelig klart at opsjonsavtalene omfattes av ordlyden som sådan.³¹⁷

Også situasjoner der det ikke forekommer noen direkte kapitaloverføringer, for eksempel der selskapet stiller kursgaranti synes omfattet.³¹⁸ Det fremheves i forarbeidene til bestemmelsen før lovendringen at en disposisjonstype som eksempelvis vil falle inn under «stille midler på rådighet»-kriteriet er når «et selskap garanterer at kjøperen ikke skal lide tap ved et eventuelt senere salg av aksjene».³¹⁹ I dom inntatt i Rt. 1997 s. 1010 (Karl Johan Fonds) ble en kursgaranti som garanterte et bestemt bytteforhold mellom KS-andeler og aksjer, etter sitt innhold ansett «å stride mot aksjelovens alminnelige regler om finansiering

³¹³ Selskapets krav på innskuddsforpliktelsen etter § 2-11 omfatter også overkurs, da «innskudd» må forstås som både pålydende og det som eventuelt skal betales som overkurs, se Andenæs (2006) s. 107-108, Aarbakke m.fl. (2012) s. 139 og Augdahl s. 210

³¹⁴ Matre i *moderne forretningsjus* (2001) s. 141.

³¹⁵ L. c.

³¹⁶ NOU 1992: 29 s. 180, Aarbakke m.fl. (2012) s. 616, Giertsen (1996) s. 162 og Bråthen og Gjems-Onstad (2001), s. 141.

³¹⁷ Slik også Sjøfjell (2009) s. 132.

³¹⁸ NOU 1992: 29 s. 180 og NOU 1996: 3 s. 150

³¹⁹ NOU 1992: 29 s. 180.

av selskapskapitalen», og at den «som sådan var uforbindende for selskapet».³²⁰ Styret i selskapet hadde imidlertid ikke overveid å si seg ubundet av kursgarantien, og det ble i stedet undersøkt hvordan opsjonsavtalen, som kursgarantien var en del av, best kunne oppfylles slik situasjonen var.³²¹ Andenæs tar til orde for at kursgaranti omfattes allerede av «stille sikkerhet».³²² Det kan argumenteres for at det faktisk at lederen sikres en rett til aksjeervert av selskapet eller i markedet til på forhånd fastsatt pris, med den følge at selskapet dekker differansen, utgjør en form for speilvendt kursgaranti.³²³

Bestemmelsens språklige sammenheng kan være et argument for innsnevring av rettsfaktasiden.³²⁴ Et poeng her er at alternativet, «yte lån» er utelatt etter endringen uten nærmere kommentar, samtidig som strengere prosedyrer for å sikre at selskapet mottar restitusjonsforpliktelsen er innført.³²⁵ I «kreditt» ligger at det gis henstand med betalingen for aksjene, men at den like fullt skal betales på et senere tidspunkt. Det vil således ikke være tale om noen «tilbakebetaling» i lovens forstand ved favørkurs. Ved at selskapet stiller sikkerhet, er det heller ikke direkte tale om noe lån som skal tilbakebetales i formuleringens rette forstand. Det kan dermed synes som om «yte lån» etter endringen dekkes av, og utgjør det vesentlige innhold i «stille midler til rådighet». Det at «stille midler til rådighet» omfatter lån er uansett ikke til hinder for at en videre krets disposisjoner omfattes.

Både «finansiell bistand til å erverve aksjer som eies av selskapet selv» og «finansiell bistand til å erverve aksjer ved tegning i forbindelse med en kapitalforhøyelse» omfattes i

³²⁰ På s. 1016.

³²¹ På s. 1011 fremkommer det at den ankende part for Høyesterett ikke hadde opprettholdt som selvstendig grunnlag en anførsel om ulovlig selskapsfinansiering etter aksjeloven § 12-10(6) og spørsmålet kom derfor ikke på spissen, slik også Sjøfjell (2009), s. 133.

³²² Andenæs (2006), s. 480.

³²³ Sjøfjell (2009) s. 133 note 114.

³²⁴ Eckhoff, s. 120.

³²⁵ Som i følge departementet gjør bestemmelsen «mindre betenkelig ut fra kreditorenes og aksjonærenes interesser», men at det er vanskelig å se noen forskjell i praksis mellom lovens og direktivets løsning, på tross av at direktivet ikke oppstiller noe absolutt krav om sikkerhetsstillelse, jf. Prop. 111 L (2012-2013) s. 74.

følge forarbeidene av formuleringen,³²⁶ slik at oppfyllelse opsjonsavtale ved nyemisjon og ved aksjesalg fra selskapets egen beholdning omfattes, samt der kapitalen forhøyes jf. § 11-12(1) ved frittstående tegningsretter. Her må «finansiell bistand» som utgangspunkt omfatte de typer bistand som setter erverver i stand til å kjøpe aksjen, slik at redusert pris også må være en omfattet. En alminnelig språklig forståelse av «bistand» forutsetter ikke at det er tale om noen restitusjonsforpliktelse. Dersom bestemmelsen begrenses til å kun omfatte ordinære lån, vil det dessuten være fritt frem for alle omgåelsesformer, som bestemmelsen i sin opprinnelige form nettopp var ment å ramme.

Bestemmelsens overordnede hensyn er beskyttelse av selskapskapitalen.³²⁷ Mer presist, er det spesielt ivaretagelse av kreditorenes og mindretallsaksjonærenes interesser som er underliggende årsak til at beskyttelse av selskapskapitalen anses for å være nødvendig.³²⁸ Ut fra systembetragtninger samsvarer dette med grunntanken om at selskapet faktisk skal tilføres kapital ved utstedelse av aksjer, som ligger bak reglene om selskapskapitalen. Dette hensynet får gjennomslag ved den kursrabatt som ytes ved opsjoner som grunnlag for gevinst. Selskapet tilføres rent faktisk ikke noe kapital for differansen mellom tegningskurs eller ervervspris og markedskurs ved utstedelsen av aksjer.

Et viktig spørsmål er her hvorvidt den ansattes arbeid for økt aksjekurs må sees som en eventuell motytelse slik at disposisjonen ikke blir ensidig fra selskapet, og at hensynet til beskyttelse av selskapskapitalen ikke gjør seg gjeldende i slike tilfelle.³²⁹ Dette må imidlertid sies å ha svært begrenset vekt, ettersom en plikt til å utføre arbeid som tingsinnskudd er avskåret etter aksjelovenes system.³³⁰ Som følge av utvanningseffekten

³²⁶ I Prop. 111 L (2012-2013) s. 74-75 uttales at § 8-10, uttalt i forbindelse med hvorvidt direktivets artikkel 25 nr. 5 var oppfylt etter endringen.

³²⁷ Ot.prp.nr.19 (1974-75) s. 191

³²⁸ Ot.prp.nr 36 (1993-1994) s.66

³²⁹ I skatteretten er for eksempel hele gevinsten, «fordel vunnet ved arbeid», jf. sktl § 5-14, selv om deler av gevinsten trolig skyldes markedsmessige svingninger og det dermed kan argumenteres for en dekomponering.

³³⁰ Jf. § 2-7. Arbeid som tingsinnskudd er også avskåret i direktivets artikkel 7, en regel som av *The High Level Group* (s. 83) er kritisert for å være utilbørlig streng, særlig for nyoppstartede

favørkursen har, må det gjennomgående være slik ved tegning at det som ikke kan benyttes som innskudd ved emisjoner etter aksjeloven, heller ikke kan være en motytelse for selskapsfinansiering slik at den faller utenfor virkeområdet til § 8-10. Fordring på tidligere arbeidsytelser kan imidlertid benyttes som grunnlag for motregning, dersom de øvrige vilkår er oppfylt.³³¹ Etter aksjelovene § 2-12 (2) kan imidlertid ikke krav på innskudd bringes til motregning når selskapet krever en aksjonær for innskudd, ettersom bestemmelsene bygger på den betraktning at aksjonærenes plikt til å innbetale innskudd til selskapet i virkeligheten også er en forpliktelse overfor allmennheten, spesielt overfor selskapets kreditorer.³³² Ved kapitalforhøyelse vil fordringene også vanskelig kunne sies å være oppgjørsmodne, som følge av blant annet *early exercise*-problematikk³³³ som kan medføre at den ansattes ytelse ikke er prestert, i tillegg til at den ansattes krav er prisgitt den selskapsrettslige beslutning som opsjonsavtalen forutsetter.³³⁴ Videre vil omsetningsrestriksjoner som delvis begrunnelse for favørkursen³³⁵ opphøre en periode etter aksjeoverdragelsen, slik at det fulle krav på aksjenes verdi først vil kunne anses oppstått når disse opphører i ettertid. Begrensningene i motregningsretten gjelder også i forhold til selskapets krav på overkurs, og hvis vilkårene ikke er til stede, innebærer reglene at en aksjetegner er forpliktet til å betale innskuddet kontant.³³⁶ En kan da se det som innskudd ved overvurdering av innskuddsobjektet.

teknologiselskaper, og at risikoen for at verdien av etterfølgende arbeid kan avbøtes på andre måter. Oppfordringen om å myke opp direktivet på dette området er ikke tatt til følge. Dette har medført at flere medlemsstater har utviklet egne instrumenter, se Paolo Santella og Riccardo Turrini, «A contribution to the debate on the legal capital regime in the EU: What the Second Company Law Directive allows» i » i «Company Law and Finance», Krüger Andersen og Engsig Sørensen s. 98.

³³¹ Kåre I. Moljord, «Aksjekapitalforhøyelse mot innskudd av annet enn penger – spørsmål om grunnlag og rekkevidde for gjennomskjæring», TtF 1997/4 s. 14-31 på s. 29.

³³² Hagstrøm, «Obligasjonsrett» s. 751.

³³³ Se nærmere redegjørelse i kapittel 6.

³³⁴ Se kapittel 4.4.3.

³³⁵ Og som en måte å gi langtidsincentiver på, se *Recommendation 2009/385/EC punkt 4.1* sitert i kapittel 4.6.

³³⁶ Aarbakke m.fl. (2012) s. 142.

Et mulig skille kan her oppstilles mellom tegning til favørkurs og salg av aksjer fra selskapets egen beholdning til underpris, ettersom det i sistnevnte tilfelle ikke er tale om noe innskudd, men et vederlag. Er det misforhold mellom den ansattes motytelse i så måte, vil dette imidlertid kunne utgjøre en slags selskapsfinansiering, men disse tilfellene vil trolig være mer naturlig å se som et salg til underpris etter utdelingsreglene.³³⁷ Selskapsfinansieringsvurderingen avhenger imidlertid ikke av utbyttevurderingen, slik at det en disposisjon som ikke faller inn under utdelingsbegrepet, jf. § 3-6, like fullt kan være selskapsfinansiering, jf. § 8-10. Ved et motytelsesynspunkt ville det også være svært vanskelig å bedømme om selskapet reelt sett ble tilført tilstrekkelig kapital i form av arbeid i slike tilfelle, da lederens innsats i de fleste tilfelle måles etter aksjekursen, og denne kan påvirkes av en rekke andre observerbare forhold utenfor lederens kontroll, som for eksempel oljeprisen, og dermed være svært vanskelig å påvise og beregne.³³⁸ Til dette kommer at gjensidig bebyrdende avtaler også omfattes av ordlyden, slik at spørsmålet blir hvorvidt utbetalingen av opsjonsgevinsten vil ha en selvstendig forretningsmessig begrunnelse.³³⁹

I en forlengelse av motytelsesynspunktet, må det her tas i betraktning at selskapsfinansierte aksjeerverv vil kunne gi grunnlag for «spekulasjonsoppkjøp av selskapets aksjer», noe som igjen vil kunne medføre «disposisjoner som er til skade for selskapet, og dermed for kreditorer og aksjeeiere, men også for andre arbeidstakere og interessegrupper».³⁴⁰ Slike hensyn vil dermed kunne tillegges betydning ved vurderingen av hvorvidt finansieringen av kursrabatten har en selvstendig forretningsmessig begrunnelse.³⁴¹ Nettopp kreditorinteressen kan tenkes å tale både for og i mot at opsjonsavtaler må falle inn under bestemmelsen. Samtidig som det kan anføres at selskapets unnlattelse av å kreve overkurs også svekker muligheten til fremtidig overkurs, vil hensynet kreditorenes interesse kunne

³³⁷ Særlig der den ansatte allerede besitter aksjer, se kapittel 6.

³³⁸ T. Nilssen s. 309. «Black-Scholes»-modellen vil sjelden være helt eksakt.

³³⁹ Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 179, hvor dette skal tillegges vekt ved den nærmere fastsettelse av grensene for den rettslige standarden «stille midler til rådighet».

³⁴⁰ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 48

³⁴¹ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 179.

anses tilstrekkelig ivaretatt ettersom det ikke skjer noen overføring av risikokapital fra selskapet til skade for kreditorerne.³⁴² Det kan videre være i kreditorenes interesse at selskapet gjennom favørkursen beholder verdifulle medarbeidere uten at selskapet påføres ytterligere lønnskostnader.³⁴³ Også hensyn i tilknytning til verdipapirhandelen kan være relevant,³⁴⁴ og tale for at favørkurs må omfattes. Det var altså i forbindelse med kurspåvirkning³⁴⁵ at beskyttelse av markedet ble drøftet, og synes å kunne tillegges en viss vekt. I Knudsen-utredningen fremheves «hensyn som har tilknytning til verdipapirhandelen» som et av formålene med det tidligere forbudet og at de samme hensyn fortsatt kan ivaretas selv om reglene mykes opp, likevel slik at de først og fremst gjør seg gjeldende for allmennaksjeselskaper som følge av begrenset omsettelighet i små og mellomstore bedrifter.³⁴⁶ Der favørkursen fører til at markedet overvurderer verdien på aksjene, vil slike hensyn kunne tilsi at den omfattes av bestemmelsen.³⁴⁷

Bestemmelsens EU-rettslige bakgrunn vil kunne være et tolkningsmoment for å klarlegge innholdet i alternativet «stille midler til rådighet». Spørsmålet om det norske alternativet «stille midler til rådighet» favnet videre enn det som var nødvendig etter EØS-rettslige

³⁴² Matre (2000) s. 140.

³⁴³ Matre (2000) s. 140.

³⁴⁴ Nevnt i forbindelse med finansiering av selve opsjonen under «rett til aksjer», som indirekte må ses som bistand til ervervet av selve aksjen, da dette «vil sette kjøperen i stand til å betale en høy pris for opsjonen, hvilket i sin tur kan påvirke prisfastsettelsen av aksjene og lede til at prisen for disse kan bli satt uforholdsmessig lavt, jf. NOU 1992: 29 s. 175, likevel slik at det hverken er krav om at den ansatte yter vederlag for en opsjon, eller frittstående tegningsrett, så sant denne utstedes i sammenheng med arbeidsforholdet,³⁴⁴ slik at favørkursen ved selve aksjeervervet/tegningen må vurderes etter alternativet, «aksjer i selskapet».

³⁴⁵ Se ot.prp. nr. 55 (2005) s. 80 og Winter-rapporten punkt 4.2 hvor dette fremheves som en kjent virkning aksjebaserte incentivordninger.

³⁴⁶ Prop. 111 L (2012-2013) s. 72, Giertsen mener dette bare unntaksvis kan tillegges betydning, all den tid hensynet til markedet bedre ivaretas gjennom verdipapirhandel- og børslovgivningen, se Giertsen (1996) s. 33.

³⁴⁷ Se nærmere om *agentproblemet ved overvurderte aksjer* i kapittel 6.

forpliktelser³⁴⁸ som drøftet ved gjennomføringen av artikkel 23 i den norske lovteksten,³⁴⁹ har som følge av at lovteksten tilsynelatende var mer omfattende enn de øvrige EU-landenes språkversjoner³⁵⁰ vært anført som et argument for innskrenkende tolkning av ordlyden. Artikkel 25³⁵¹ er også formulert slik at det primært er fremmedkapitalfinansiering som omfattes.³⁵² Den danske språkversjonen har beholdt formuleringen, «stille midler til rådighet».³⁵³ Det faktum at lovgiver ønsket å gi bestemmelsen et videre nedslagsfelt enn kun forskuddsvis fremmedkapitalfinansiering, kan i noen grad utledes av forarbeidene,³⁵⁴ hvor det etter Aksjelovgruppens syn var «gode grunner for å bygge ut forbudet i gjeldende lov» og at forbudet dels bør ramme «også andre former for økonomisk bistand fra selskapets side enn lån og sikkerhetsstillelser».³⁵⁵ Under henvisning til at mangfoldet i et selskaps muligheter til å bistå ved ervervet, vanskeliggjør utformingen av presise regler som samtidig bare fanger opp de tilfeller som det er ønskelig å ramme foreslo dermed Aksjelovgruppen at forbudet «utbygges med en mer skjønnspreget regel om at selskapet heller ikke kan «stille midler til rådighet» for erverv av aksjer».³⁵⁶ Justiskomiteén syntes

³⁴⁸ EØS-avtalen vedlegg XXII

³⁴⁹ For en fullstendig redegjørelse for spørsmålet om innskrenkende tolkning og direktivets betydning for dette, se Giertsen (1996), s. 147 flg.

³⁵⁰ Som begrenset seg til å omfatte forskudd, lån og sikkerhetsstillelse.

³⁵¹ Direktiv 2012/30/EU.

³⁵² Selskaper kan nå «advance funds or make loans or provide security» på nærmere bestemte vilkår.

³⁵³ I Ufr. 1999.1429 legges det forutsetningsvis til grunn at selvfinansieringsforbudet i den danske AL § 115 stk. 2 med tilsvarende ordlyd skal leses og fortolkes i overensstemmelse med fellekapsretten, selv om det av forarbeidene (FT 1981-82, tillæg A, spalte 2884) fremgår at «enhver form for finansiering af køb af aktier eller anpartar» omfattes, jf. Werlauff og Schaumburg-Müller, s. 594 flg. Landsrettens innskrenkende, EU-konforme fortolkning av den nasjonale bestemmelse og unnlattelse av prejudisiell foreleggelse for EU-domstolen under henvisning til *acte clair*-doktrinen, jf. Sak 283/81 (CILFIT), er det neppe tale om noen generalklausul etter den danske bestemmelsen, men den synes likevel å gå lenger enn direktivet, se Michael Serup, «Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet», U.1996B.2, og Skjerbek s. 85-90.

³⁵⁴ NOU 1992: 29 s. 175 og Ot. prp. nr. 36 (1993-1994) s. 66.

³⁵⁵ NOU 1992: 29 s. 175.

³⁵⁶ NOU 1992: 29 s. 175, tiltrådt i Ot.prp.nr 36 (1993-1994) s.66. Valg av rettslig standard som lovgivningsteknikk synes merkelig, ettersom spørsmålet om hvorvidt selskapet har stilt midler til rådighet

dermed ved tiltredelsen av «stille midler til rådighet» i den nye ordlyden, jf. Innst.O.nr.80 (1996-97) klar over avviket i de forskjellige språkversjonene av direktivet, noe som trekker i retning av at lovgiver ønsket og så nødvendigheten av et forbud som ikke bare dekket Norges EØS-rettslige forpliktelser, men også omfattet flere former for finansiell bistand enn tilførsel av fremmedkapital.³⁵⁷ Bestemmelsens EU-rettslige bakgrunn gir dermed ikke i seg selv grunnlag for en innskrenkende tolkning av formuleringen, «stille midler til rådighet». Det er imidlertid grunn til å være seg bevisst at formuleringen her forekom i en annen kontekst, nemlig som del av et generelt forbud.

Konklusjonen blir dermed at selskapet ved å yte favørkurs stiller midler til rådighet, jf. § 8-10, og den finansierende disposisjon må dermed oppfylle kravene i § 8-10 eller forskriftens krav for å være gyldig. Favørkursen vil vanskelig kunne oppfylle kravene i § 8-10, da det etter første ledd skal «stilles betryggende sikkerhet for kravet på tilbakebetaling eller tilbakesøking», og favørkursen ikke inneholder noen restitusjonsforpliktelse.

5.4 Favørkurs og forskriftens unntaksmulighet

Et spørsmål som oppstår som følge av at selskapet ved å yte favørkurs i realiteten stiller midler til rådighet, jf. § 8-10 er om den finansierende disposisjon oppfyller forskriftens krav.

Av særlig interesse for spørsmålet er at det nå følger av Direktiv 2012/30/EU artikkel 25 nr. 6 det at nr. 1-5 ikke får anvendelse på «dispositioner foretaget med henblik på erhvervelse af aktier af eller til arbejdstagerne i selskabet eller i et med dette forbundet selskab.»³⁵⁸ Direktivteksten er i sin ordlyd vag på dette punkt. For det første, er

har mer preg av et kunnskapsspørsmål om vil kunne besvares med ja eller nei, heller enn en vurdering hvor bestemmelsens formål, godhetsvurderinger og normer i forretningslivet får betydning for bestemmelsens rekkevidde som denne lovgivningsteknikken medfører, se Matre (2000) s. 166.

³⁵⁷ Slik også Matre, «Utbyttefinansierte aksjeerhverv» i LoR 2000 s. 165-174.

³⁵⁸ Likevel slik at slike disposisjoner ikke må «bevirke at selskabets nettoaktiver bringes ned under det i artikkel 17, stk. 1 nævnte beløb».

«dispositioner» et svært uskarpt avgrenset prosessuelt vilkår, hvor favørkursen som utgangspunkt vil måtte anses å være en disposisjon foretatt med henblikk på ervervelse av aksjer, særlig der man ser det som en ettergivelse av krav på overkurs der markedsmessige forhold tilsier at selskapet kan kreve det. En mulig avgrensning etter direktivteksten er hvorvidt «arbejdstagerne» også omfatter ledende ansatte. Dette har ikke, så vidt vites, vært debattert i forbindelse med den unntaksmulighet for finansiering av ansattes aksjeervert som i norsk rett er gjort ved forskrift. Noen tilsvarende ordlyd er ikke inntatt i asl./asal. § 8-10, og det blir dermed også et spørsmål om lovgiver ønsket å opprettholde en regel som omfatter de etter direktivet unntatte disposisjoner.

Ettersom forskriften ikke ble endret samtidig med § 8-10, reiser ordlyden i forskriften spørsmål om hvordan den nå skal tolkes spesielt med henhold til rekkevidden av forskriftsbestemmelsene. Forarbeidene er også tause om dette konkrete alternativet, og en nærliggende tolkning er at opprettholdelse av forskriften var tilstrekkelig for å unnta slike ordninger der de fremstår som hensiktsmessige. Forskriften må her leses slik at oppstiller særlige regler for finansieringsbistand til ansatte i forbindelse med deres ervert av aksjer i selskapet, slik at den tilsidesetter og erstatter § 8-10 i sin helhet innenfor sitt område, heller enn at den supplerer og oppstiller tilleggsvilkår til § 8-10.³⁵⁹

Dette medfører at aksjebaserte godtgjørelsesordninger til ledende ansatte hvor selskapet yter favørkurs, eller selskapet lånefinansierer aksjeervertet ikke vil oppfylle vilkårene for lovlig selskapsfinansiering som oppstilles i forskriften som følge av kravet om generell ordning i § 5 og beløpsgrensen i § 6.

³⁵⁹ Knudsen Nordby (2013) s. 11.

6 Kan favørkursen representere en ulovlig utdeling fra selskapet når den ansatte også er aksjonær,³⁶⁰ jf. § 3-6?

En vanlig forutsetning for opsjonsavtaler er at de skal strekke seg over tid for å gi den ledende ansatte langtidsincentiver,³⁶¹ og tildelingen av opsjoner og underliggende aksjer vil ofte skje suksessivt. Ordningenes utforming medfører dermed at den ansatte ofte allerede besitter aksjer i arbeidsgiverselskapet ved kapitalforhøyelsen eller aksjesalget.

Favørkursen begrunnes i utgangspunktet som en motytelse for den ledende ansattes arbeid i selskapet. Som det kapittel 1.2 viste, er det av ulike årsaker ikke nødvendigvis sammenheng mellom den ansattes ytelse og svingninger i aksjekursen som leder til gevinst. Spesielt i de tilfelle hvor gevinsten er særlig stor, vil det kunne stilles spørsmål om det i realiteten skjer en skjult utdeling i § 3-6 forstand.³⁶² Vederlag eller erstatning som mottas i egenskap av selskapets forretningsmessige avtalemotpart faller utenfor bestemmelsens virkeområde, men «vederlag som utbetales for tjenester» som er «så urealistiske at det kan foreligge en omgåelse» av lovens utdelingsregler vil likevel kunne omfattes av disse.³⁶³

Spørsmålet om favørkursen representerer en utdeling, jf. § 3-6(2) er en sammensatt problemstilling som må drøftes konkret. Det er her et objektivt krav om at det må foreligge

³⁶⁰ Ettersom aksjonærbegrepet er relativt kan spørsmålene som § 3-6 reiser også være aktuelle der den ansatte ikke er aksjonær fra før, da også ytelser til en person som i nær saklig tilknytning til utdelingen opphører å være aksjeeier eller blir aksjeeier, må anses som utdeling, se Rt. 2000 s. 2033 og Aarbakke m.fl. (2012) s. 190. Det vil trolig være en tilstrekkelig nær saklig tilknytning mellom at den ansatte blir aksjeeier og favørkursen.

³⁶¹ Som også følger av *Recommendation 2009/385/EC* punkt 4.1.

³⁶² Hvorvidt det er en realitetsforskjell i begrepene *skjult* eller *maskert* utbytte er ikke direkte klart. Folkvord legger til grunn at *skjult utbytte* innebærer at overføring av verdier ikke vises for omverden, typisk ved at overføringen ikke oppgis i selvangivelse eller regnskap. *Maskert* utbytte innebærer etter en slik forståelse at man viser overføringen som noe annet. Det er uansett ikke tale om rettslige begrep, slik at en presis avgrensning dermed ikke er nødvendig, se Benn Folkvord, *Utbytte – Lovlige og ulovlige tilpasninger til skattereglene* (2013) s. 34 flg. I den grad skillet har rettslig betydning, menes det i denne fremstillingen å vurdere favørkursen under Folkvords forståelse av *maskert* utbytte.

³⁶³ NOU 1996: 3 på s. 102, se også NUT-1970-1 s. 173, Aarbakke m.fl. (2004) s. 194 og Andenæs (2006) s. 438.

overføring av verdier. Det må videre være sammenheng mellom aksjeinnehavet og selskapets overføring.³⁶⁴ I tillegg må overføringen direkte eller indirekte har kommet aksjeeieren til gode.³⁶⁵

Det er lite tvilsomt at fordelene «direkte eller indirekte kommer aksjeeier til gode». Der aksjene overdras til den ansattes eget investeringsselskap,³⁶⁶ vil fordelene komme aksjonæren indirekte til gode, slik at kravet like fullt er oppfylt. *Selskapsrettslig gjennomskjæring* kan også være aktuelt der dette kravet ikke i utgangspunktet synes oppfylt. Utdelinger som ikke er forsøkt forankret i noe regelsett overhodet må også vurderes mot utbytte, og dette gjelder like fullt verdioverføringer fra selskapet til aksjonær i forbindelse med en tilsynelatende gjensidig bebyrdende avtale, såkalt «maskert» utbytte.³⁶⁷ Jeg vil i det følgende analysere favørelementet ved opsjonsavtaler som incentivavlønning opp mot vilkårene for utdelinger i § 3-6(2).

6.1 Verdioverføringen

6.1.1 Misforholdet mellom utøvelseskurs og markedskurs

Når selskapet yter en kursrabatt til den ansatte, er det ikke tale om at midler skifter hender i direkte forstand. Om favørkursen i realiteten utgjør en overføring av verdier må vurderes ut fra selskapets unnlattelse av å kreve den overkurs som det ville kunne få ved å rette tegningen eller selge aksjene til andre enn den ansatte.³⁶⁸

³⁶⁴ Rt. 1995 s. 1026 på s. 1033.

³⁶⁵ Woxholth s. 249.

³⁶⁶ Ofte motivert av skattemessige konsekvenser.

³⁶⁷ NUT- 1970-1 s. 173, NOU 1996: 3 s. 102, RG 1992 s. 707, RG 1998 s. 1618. Aarbakke m.fl. (2012) s. 191, 193, Berge, Krogh, Tjølsen, Utbytte, (2. utg.), Oslo 2007, s. 187.

³⁶⁸ En av konklusjonene i "Winter-rapporten" punkt. 4.2 er nettopp at opsjonsordninger har en tendens til å overføre den økonomiske gevinsten av selskapets finansielle resultater fra aksjonærene til toppledelsen som en negativ virkning.

Utdelingsdefinisjonen er ment å ha et vidt anvendelsesområde,³⁶⁹ slik at også aksjer, verdipapirer og finansielle instrumenter må anses omfattet av denne. En overføring av realverdier er tilstrekkelig, og overføringen vil dermed kunne bestå i at selskapet påtar seg en gjeldsforpliktelse overfor, eller ettergir sin fordring på aksjonæren i § 3-6(2) forstand.³⁷⁰ Videre vil også goder som etter sin art ikke kan aktiveres i selskapets balanse omfattes, slik at det ikke er et vilkår at godene umiddelbart påvirker selskapets bundne og frie egenkapital.³⁷¹

Uavhengig av om man betrakter favørkursen som et aksjesalg til underpris, urimelig høy lønn eller ettergivelse av krav på overkurs, er det misforholdet mellom ytelsene som vil være det sentrale ved vurderingen. Selv om eiendelen overføres til en aksjeeier mot vederlag, kan det være at vederlaget er satt «så lavt i forhold til virkelig verdi at differansen må anses som en utdeling» som må gjennomføres etter ett av regelsettene i første ledd.³⁷² En delvis motytelse fra aksjonæren forhindrer ikke at det kan foreligge en overføring for den overskytende dels vedkommende, typisk ved at selskapets gjenstander overdras til aksjonæren til underpris,³⁷³ eller kjøper gjenstander av aksjonæren til overpris.³⁷⁴ Disse tilfellene vil være aktuelle ved opsjonsavtaler både der selskapet plikter å overdra³⁷⁵ eller kjøpe aksjer til en på forhånd avtalt pris. Mottar aksjonæren urimelig høy lønn eller pensjon for sitt arbeid i selskapet, vil det normalt være naturlig å klassifisere det som lønn, men det som overstiger det antatt rimelige, vil kunne anses som utbytte.³⁷⁶ Hensynet til kreditorene

³⁶⁹ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 186.

³⁷⁰ Andenæs (2006) s. 435. Se også skattesak inntatt i Rt. 1989 s. 545 hvor Høyesterett kom til at differansen mellom eiendommens verdi og tilbakesjøtingsprisen ved overføring av fast eiendom måtte anses som et ulovlig maskert utbytte, ettersom selskapet ikke fikk vederlag for underprisen.

³⁷¹ Aarbakke m.fl. (2012) s. 188.

³⁷² Ot.prp. nr. 65 (1998-1999) s. 21.

³⁷³ Som i realiteten er formålet med kjøpsopsjoner som incentiv.

³⁷⁴ Innst. 1970 s. 173, NOU 1996: 3 s. 102 og Andenæs (2006) s. 435.

³⁷⁵ Særlig der selskapet oppfyller avtalen ved å overdra aksjer fra egen beholdning. Litt mer tvilsomt der opsjonsavtalen oppfylles ved emisjon, ettersom en aksje som ikke er tegnet ikke er noen egen formuesgjenstand på selskapets hånd.

³⁷⁶ Andenæs (2006) s. 436.

tilsier at de objektive verdiforskjeller mellom ytelsene ikke trenger å være særlig store.³⁷⁷ Her vil størrelsen på lønningen måtte vurderes objektivt ut fra hva den ansatte kan påregne i sammenlignbare stillinger/bedrifter,³⁷⁸ basert på aksjenes virkelige verdi jf. § 3-6(2) 2. pkt. og den ansattes reelle innsats for selskapet. Favørelementet vil etter dette som utgangspunkt utgjøre en verdioverføring, jf. § 3-6(2).

Ansettelsesforholdet tilsier at det kan være grunn til å innrømme partene et visst rom for skjønn, ettersom det dreier seg om ytelser der omfanget og kvaliteten er vanskelig å bestemme og ytelser der verdien er usikker.³⁷⁹ Omfanget og kvaliteten på den ansattes ytelser er vanskelig å bedømme grunnet en mangel på faste objektive kriterier, og det er i tillegg ofte vanskelig å påvise den faktiske sammenheng mellom arbeidsinnsats og økt aksjekurs.³⁸⁰ Et konstaterbart marked for lønninger vil ikke alltid kunne la seg påvise, og dette gjelder særlig når det er tale om ledende stillinger.³⁸¹

Rommet for skjønn når det gjelder salg av aksjer til underpris har imidlertid en grense. I LG-2002-00714 ble et tilfelle hvor aksjenes markedsverdi utgjorde 4 ½ ganger mer enn salgsprisen, funnet å være «utvilsomt i strid med aksjeloven § 3-7», jf. § 3-6.³⁸² Lagmannsrettens formulering, «utvilsomt», gir grunn til å anta at en mindre verdidifferanse hadde vært tilstrekkelig for at det skulle være en verdioverføring, jf. § 3-6(2). Hvor stor verdiforskjellen måtte være for at transaksjonen skal rammes av lovens § 3-7(1) jf. § 3-6, kunne etter lagmannsrettens oppfatning «nok variere noe bl.a. ut fra hvor entydig ytelsene lar seg verdifastsette ut fra omfang og kvalitet.» Lagmannsretten antok videre at «i et

³⁷⁷ Woxholth s. 249.

³⁷⁸ Berge m. fl. (2011) s. 22.

³⁷⁹ Aarbakke m.fl. (2012) s. 188.

³⁸⁰ Ernst & Young (2013) s.13, hvor det fremgår at kun fire av de 50 selskapene som var med i undersøkelsen i lederlønnserklæringen isolerer lederens prestasjoner og beskriver på en god måte hva som «trigger» utbetaling av variabel godtgjørelse.

³⁸¹ Berge m.fl. (2011) s. 22.

³⁸² I tillegg var både omsetningsvolum og den reelle pris per omsatt volumenhet etter lagmannsrettens oppfatning «sannsynligvis» høyere.

tilfelle hvor det er snakk om å verdsette aksjer i et ikke børsnotert selskap, vil bestemmelsen komme til anvendelse dersom det kan påvises en verdiforskjell som ikke er av mindre betydning», noe som taler for en strengere vurdering for aksjeselskaper enn allmennaksjeselskaper.

Et annet saksforhold av interesse for vurderingen er inntatt i RG 1992 s. 707 (Karmsund). Saken gjaldt imidlertid ikke overdragelse av aksjer, men verdidifferanse mellom selskapets og aksjonærens ytelse er likevel sentralt ved vurderingen. Her måtte aksjonær C, som eide 100 % av aksjene i selskap A og 75 % av aksjene i selskap B, restituere underpris ved overdragelse av forretningseiendom fra selskap A til selskap B som maskert utbytte i strid med §§ 8-1 og 8-2. Eiendommen hadde en markedsverdi på syv millioner kroner, og verdidifferansen utgjorde 1,669 millioner kroner i favør av aksjonær C. En objektiv verdidifferanse på 24,27 % av markedsverdi var altså tilstrekkelig.

Der fastlønnen tilsvare eller overstiger hva som er vanlig, vil dette kunne tale for en lavere terskel for hvor stor favørkurs som kan aksepteres. De forskjellige lønnskomponentenes størrelsesforhold vil imidlertid også kunne være utslag av en individuell bedriftskultur, som må falle inn under skjønnsrommet. Selskapets vurdering av den egenverdi rekrutteringsformålet og lojaliteten som oppnås ved at den ansatte besitter aksjer kan også vanskelig vurderes størrelsesmessig, men fravær av omsetningsrestriksjoner vil svekke lojalitetsargumentet. Som sitert fra forarbeidene i kapittel 3.2.3, kan det være i selskapets interesse at den ansatte eier aksjer i selskapet.

De øvrige kostnader opsjonsordningen påfører selskapet må også være relevante ved vurderingen, og vil medføre at terskelen for når favørkursen utgjør en utdeling senkes noe. Opsjonsavtalen fremstår som gjensidig bebyrdende, men skjulte kostnader for selskapet kan bidra til å forrykke balansen. Forutsetningen må være at også disse ulempene for å veies opp ved fordeler ved den ansattes arbeid og aksjeinnehav. Favørkursens forretningsmessige begrunnelse er svakere der det ikke er andre ansatte enn aksjeeierne.

6.1.2 Hvilken markedspris skal legges til grunn, når?

Ved vurderingen av et eventuelt misforhold mellom ytelser, oppstår det også spørsmål om hvilket tidspunkt misforholdet skal vurderes på. Av § 3-6(2) 2. punktum fremgår det at verdien skal beregnes etter «virkelig verdi på dagen for overføringen». Tidspunktet kan få betydning for om det i det hele tatt er tale om noen verdioverføring i den konkrete sak, og ofte hvor stor verdidifferanse som må legges til grunn. Ved disposisjoner som tar sikte på en fremtidig overdragelse av aksjer, er det særlig aksjenes volatilitet som kan føre til at spørsmålet kommer på spissen. Dette blir i realiteten et spørsmål om når «overføringen» skjer. Spørsmålet i det følgende er hvilket tidspunkt verdidifferansen skal vurderes på. Dette kan være avgjørende for hvilken verdidifferanse som faktisk vurderes under utdelingsbegrepet.

Mulige alternative verdivurderingstidspunkt vil for en opsjonsavtale være avtaletidspunktet, tidspunktet for emisjonen, den reelle aksjeoverdragelse, eller når særlige markedsbetingelser for opsjonen er oppfylt, for eksempel ved at aksjekursen må overstige et bestemt nivå for at opsjonen skal kunne utøves.

På skatterettens område foreligger det omfattende praksis i forbindelse med utdelingsbegrepet.³⁸³ Skatterettspraksis kan være relevant ved den selskapsrettslige vurderingen, men det er grunn til å påpeke at vurderingene likevel vil kunne bli forskjellige i den konkrete sak. Dette skyldes ikke nødvendigvis at innholdet i utbyttebegrepet er forskjellig, men heller det at man i skatteretten ser bort fra disposisjoner som ikke har noe forretningsmessig formål utover det å spare skatt.³⁸⁴ I skattesak inntatt i Rt. 1981 s. 990 legges transaksjonstidspunktet til grunn. Tilsvarende ble «salgstidspunktet» lagt til grunn i skattesak i Rt. 2002 s. 56.³⁸⁵ Dette må trolig også gjelde den selskapsrettslige vurderingen.

³⁸³ For en nærmere redegjørelse for det skatterettslige utbyttebegrep, se Zimmer/BA-HR s. 270 flg.

³⁸⁴ Andenæs (2006) s. 437.

³⁸⁵ Saken gjaldt spørsmål om en gjenkjøpsrett av aksjer utløste utbyttebeskatning. Det forelå i denne sammenheng heftelser i form av nettopp en gjenkjøpsrett på aksjene på salgstidspunktet, og verdien måtte

Forarbeidene legger til grunn en forutsetning om at virkelig verdi må avgjøres ut fra «vanlige regnskapsmessige prinsipper og verdiberegningstidspunktet etter § 3-8(2)». ³⁸⁶ Dersom det er likevekt mellom ytelsene på avtaletidspunktet, vil som utgangspunkt en etterfølgende verdistigning av selskapets ytelse før denne blir overført til avtalemotparten, ikke å anse som utbytte. ³⁸⁷ Trolig må bestemmelsen forstås slik at det siktes til tidspunktet aksjeeieren har fått en ubetinget rett til ytelse. ³⁸⁸

Når det gjelder vurderingen av utbyttets lovlighet ved skjulte utdelinger, er det imidlertid noe uklart hva som er tidspunktet for vurderingen. ³⁸⁹ Aarbakke m.fl. tar til orde for at det i slike situasjoner normalt må være tidspunktet for avtaleinngåelsen som er avgjørende. ³⁹⁰

Forarbeidene til asl. § 3-6(2) henviser til «vanlige regnskapsmessige prinsipper» primært i sammenheng med verdifastsettelsen. ³⁹¹ Verdifastsettelsen etter regnskapsprinsippene er imidlertid avgjørende for hvilket tidspunkt vurderingen skal foretas ved avtale om fremtidig aksjeoverdragelse. Det kan derfor være av interesse å analysere hvilket tidspunkt som legges til grunn etter alminnelige regnskapsprinsipper, hvor det også er nærmere vurdert hvorledes «transaksjonstidspunktet» må fastlegges. ³⁹² Det blir også et spørsmål om dette får betydning for den selskapsrettslige vurderingen som må foretas. Ved den selskapsrettslige vurderingen av om opsjonsavtalen er gjensidig bebyrdende, må totalkostnaden for selskapet avklares.

nedsettes etter denne. Verdien på aksjene ble dermed som gjenkjøpsavtalen tilsa, ettersom det ikke kunne antas at det var mulig å oppnå høyere pris ved salg til andre.

³⁸⁶ NOU 1996: 3 s. 102.

³⁸⁷ Aarbakke m.fl. (2012) s. 189.

³⁸⁸ L.c.

³⁸⁹ T. Bråthen i Rettsdata Norsk Lovkommentar, note 299.

³⁹⁰ Aarbakke m. fl. (2012) s. 189.

³⁹¹ NOU 1996: 3 s. 102.

³⁹² Den obligatoriske regnskapsretten, og dermed også rapporteringskravene i regnskapsloven, er historisk sett ansett som en del av selskapsretten. Slik er det også i EU-retten (som vi implementerer pga EØS-avtalen), se Sjøfjell og Gullhagen-Revling s. 20.

Av regnskapsloven § 5-9a fremgår det at aksjeverdibasert betaling skal regnskapsføres til «virkelig verdi på transaksjonstidspunktet».³⁹³ Begrunnelsen er i forarbeidet angitt som følger:

«Aksjebasert betaling, slik som tildeling av opsjoner på egne aksjer, utgjør en aktuell utvanning av aksjonærenes eierandeler i selskapet. Etter departementets syn er det derfor vesentlig at verdien av opsjoner m.v. kostnadsføres for at regnskapet skal gi tilstrekkelig og relevant informasjon til eksisterende og potensielle eiere. (...) Lovfesting vil understreke at forbruket av arbeid og tjenester som godtgjøres med aksjebasert betaling, er kostnader for den regnskapspliktige. Det er en forutsetning at disse kostnadene skal regnskapsføres i den periode de påløper.»³⁹⁴

Ettersom opsjonsavtalen i realiteten er en kostnad for selskapet, som påløper først når aksjene overdras og favørkursen ytes, taler dette for at tidspunktet for verdivurdering må være tidligst når opsjonshaver får aksjene overdratt. Til dette kommer imidlertid at selskapet på utøvelsetidspunktet skal betale arbeidsgiveravgift av opsjonens egenverdi, jf. folketrygdloven³⁹⁵ § 23-2. Når opsjonen utøves, er fortsatt oppfyllelse, og dermed opsjonshavers rett, prisgitt at den forutsatte selskapsrettslige beslutning gjennomføres, og noe krav på oppfyllelsesinteressen kan neppe anses å inntre før dette tidspunkt.³⁹⁶

Etter transaksjonsprinsippet i regnskapsloven § 4-1 nr. 1 skal også transaksjoner regnskapsføres til «verdien av vederlaget på transaksjonstidspunktet». Ved vurderingen av om en reell transaksjon har funnet sted må det etter dette prinsippet foretas en samlet vurdering av om de vesentligste risiko- og styringsfunksjoner som normalt tilligger en

³⁹³ Bestemmelsen er først og fremst av interesse ved beregning av «virkelig verdi» for aksjebasert avlønning.

³⁹⁴ Ot.prp. nr. 89 (2003-2004) s. 49.

³⁹⁵ Lov 28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd.

³⁹⁶ Se kapittel 3.3.

aksjeeier faktisk er overført.³⁹⁷ Dette kravet om at bare reelle transaksjoner skal regnskapsføres, gjelder også i tilfelle hvor en eiendel formelt sett ikke er overført, slik at en bindende avtale om fremtidig overdragelse av en større aksjepost må betraktes som en transaksjon dersom fremtidig kjøper gjennom avtalen allerede har overtatt risiko ved at prisen på aksjene er fastsatt, og kontroll knyttet til aksjeposten.³⁹⁸ Der selger fortsatt utøver formell styring av aksjonærinteressen gjennom styremedlemmer, kan en transaksjon anses å ha funnet sted dersom den fremtidige eier har instruksjonsmyndighet over disse styremedlemmene.³⁹⁹

Ettersom opsjonshaver på avtaletidspunktet hverken har overtatt risiko eller styringsfunksjoner som følger av et reelt aksjeinnehav, vil det ikke være naturlig å legge avtaletidspunktet for en opsjonsavtale til grunn. Unntakstilfelle kan tenkes, der sannsynligheten for at opsjonen vil utøves er så stor at det reelle aksjeinnehav har karakter av å være proforma, og opsjonsavtalen skal oppfylles med aksjer fra selskapets egen beholdning slik at det eksisterer et alternativt rettighetssubjekt for aksjonærrettighetene.⁴⁰⁰ Også der overdragelse av aksjonærbeføyelsene forskutteres ved avtaleverk før den reelle overdragelse slik at aksjene reelt sett må anses for å være gått over til ny eier,⁴⁰¹ for eksempel stemmesamarbeidsavtaler, kan dette trekke i retning at det i enkelte tilfelle likevel kan være hensiktsmessig å legge avtaletidspunktet til grunn.

Når det gjelder vurderingen av «virkelig verdi» på transaksjonstidspunktet, jf. regnskapsloven § 5-9, får metoden for selve verdivurderingen innvirkning på hvilket

³⁹⁷ Ot.prp. nr. 42 (1997-98) s. 87 og uoffisiell oversettelse av IAS 18.14.

³⁹⁸ Hans Robert Schwencke i Rettsdata Norsk Lovkommentar, Regnskapsloven note 206.

³⁹⁹ L.c.

⁴⁰⁰ Arnkværn m.fl. *Mister aksjeeieren sine organisatoriske rettigheter ved inngåelse av opsjoner og andre finansielle instrumenter?* i Tidsskrift for Forretningsjus 2002 nr. 2. En slik betraktningssmåte er usikker, nettopp fordi selskapet ikke kan utøve en av de viktigste organisatoriske aksjonærrettigheter, nemlig stemmeretten.

⁴⁰¹ Se RG 2008 s. 880, hvor opsjonsavtaler for kjøp av aksjer i avisaksjeselskap måtte ses slik at aksjene var «overgått» til ny eier. Dette utløste forkjøpsrett for øvrige aksjonærer.

tidspunkt som må legges til grunn som transaksjonstidspunktet. Det følger av forarbeidene at verdien av aksjeverdibasert betaling normalt vil nødvendiggjøre bruk av særskilte verdsettelsesmodeller.⁴⁰² De nærmere reglene for regnskapsføringen av aksjeverdibasert avlønning er gitt i IFRS 2,⁴⁰³ og denne standarden skal anvendes nær sagt fullt ut i Norge, jf. NRS 15A.⁴⁰⁴ I IFRS 2 gis en nærmest uforbeholden anbefaling om bruk av den såkalte *Black Scholes*-modellen ved verdivurderingen av ansatteopsjoner med kort løpetid, og det er også denne modellen (på tross av kritikk for lite egnethet) som anvendes i praksis.⁴⁰⁵ Etter modellen foretas verdivurderingen på tildelingstidspunktet for opsjonen.

Black Scholes-modellen verdsetter ut fra sine parametere en ansatteopsjon som om den var børsnotert, slik at den børsnoterte verdien på en tilsvarende finansiell opsjon muligens like gjerne kunne vært anvendt.⁴⁰⁶ En viktig forskjell er imidlertid at finansielle opsjoner er fritt omsettelige, slik at gevinst kan realiseres før forfall, mens ansatteopsjonen som normalt ikke er salgbar vil ha utøvelse som eneste realisasjonsmulighet. Dette kan medføre at ansatteopsjoner utøves før forfall («*early exercise*»), slik at estimerte verdier kan bli betydelig lavere.⁴⁰⁷ Dette fremgår også av IFRS 2: B5. I tillegg til forutsetningen om å skape sterkere binding mellom den ansatte og selskapet, er det av skattemessige årsaker også vanlig å legge omsetningsrestriksjoner på aksjene for å kunne tilby en gunstig kurs.⁴⁰⁸

Denne modellen taler for at vurderingstidspunktet må være tildelingen av opsjonen, og at vurderingen av verdidifferansen mellom selskapets og den ansattes ytelse må baseres på en beregning av opsjonsprisen som kostnad for selskapet. Et problem med en slik betraktningssmåte er at den neppe gir det mest nøyaktige grunnlaget for vurderingen som må foretas i selskapsrettslig kontekst. Selskapets totale byrde avhenger også av skattebyrde

⁴⁰² Ot.prp. nr. 89 (2003-2004) s. 49 og regnskapsloven § 7-11a.

⁴⁰³ «International Financial Reporting Standards».

⁴⁰⁴ «Norsk RegnskapsStandard», se Hans Robert Schwencke i Rettsdata Norsk Lovkommentar, Regnskapsloven note 269.

⁴⁰⁵ Schjøllberg og Stenheim i Magma 8/2011 s. 29-38.

⁴⁰⁶ L.c.

⁴⁰⁷ Schjøllberg og Stenheim, op.cit. s. 29-38 med videre henvisninger, hvor det også fremgår at forskning viser at en slik førtidig utøvelse er svært vanlig i praksis.

⁴⁰⁸ Lignings-ABC «Finansielle instrumenter – opsjoner mv. i arbeidsforhold», punkt 2 og 3.

og transaksjonskostnader, noe som vil kunne tale for at den selskapsrettslige vurdering må foretas når det totale omfang av forpliktelsene er avdekket på begge sider av kontraktsforholdet. Disse lar seg lettere avdekke ved å legge utøvelsestidspunktet til grunn.

I tillegg kommer at den ansattes motytelse ligger fremover i tid. Det er som påpekt i kapittel 6.1.1 vanskeligheter med å isolere en leders prestasjoner som grunnlag for selskapets resultater som nevnt ovenfor, og stor usikkerhet knyttet til en forskuddsvis beregning av vedkommendes innsats. Dette taler for å foreta verdivurderingen på utøvelsestidspunktet for opsjonen, eller tidspunktet for aksjeoverdragelsen, ettersom den totale arbeidsinnsats på dette tidspunkt skal danne grunnlag for aksjeervervet. På utøvelsestidspunktet skal den ansatte etter opsjonsavtalens forutsetninger ha prestert den ytelse som gir vedkommende krav på kursdifferansen etter avtalen.

Konklusjonen må etter dette bli at verdivurderingen må foretas på det tidspunktet hvor aksjonæren får et endelig krav på aksjene, altså ved emisjonsbeslutningen eller alternativt overdragelsestidspunktet der selskapet yter aksjer fra egen beholdning.⁴⁰⁹

6.2 Favørkursen må ytes i egenskap av aksjonær

Det følger av rettspraksis at det må innfortolkes et krav om årsakssammenheng mellom aksjebesittelsen og verdioverføringen.⁴¹⁰ En verdioverføring til aksjeeier hvor grunnlaget for overføringen ikke er aksjeinnehavet, faller utenfor utdelingsbegrepet. I kravet til årsakssammenheng ligger at overføringer som en aksjeeier mottar i egenskap av for eksempel medkontrahent eller ansatt, ikke er å anse som en utdeling. Dette er likevel ikke til hinder for at deler av lønnen utgjør en skjult utdeling.⁴¹¹

⁴⁰⁹ Det er lite som tyder på at lovgiver ved å gi den generelle vurderingsregelen i § 3-6 hadde sett for seg en løsning basert på *Black Scholes*-modellen, selv om det etter forarbeidenes system muligens ville være riktig å bygge på denne.

⁴¹⁰ Rt. 1995 s. 1026 og Rt. 2008 s. 385.

⁴¹¹ Berge m.fl. (2011) s. 18.

Av asl. 1976 § 12-4, som forløperen til § 3-6, kom kravet om årsakssammenheng til uttrykk ved at «utbetaling på aksjer» som ikke fulgte reglene om tilbakebetaling etter oppløsning eller kapitalnedsettelse, bare kunne skje etter reglene om utdeling av utbytte. Det fremgår av forarbeidene at det med dette er ment å avgrense mot «utbetalinger som representerer vederlag eller erstatning til aksjeeieren i hans egenskap av selskapets avtalemotpart».⁴¹² I forarbeidene til § 3-6(2) fremgår det at lovendringen ved aksjelovreformen ikke var ment å innebære noen realitetsendring for legaldefinisjonen av utdelingsbegrepet.⁴¹³

I Rt. 1995 s. 1026 (Sandakergården)⁴¹⁴ behandler Høyesterett den nærmere forståelse av utdelingsregelen i asl. 1976 § 12-4. Saken gjaldt spørsmålet om en gunstig leieavtale med datteren til selskapets hovedaksjonær, som selv eide én aksje, måtte anses som utbytte.

Høyesterett uttalte at det må være en «utbetaling på aksjer» dersom det skal være tale om utbytte, og at det i dette ligger at det må være en «sammenheng mellom aksjesbesittelsen og ytelsen». Førstvoterende uttaler videre på side 1034 at «i tilfeller hvor det ikke er rimelig balanse mellom det aksjonæren yter og det han mottar, må det stilles strenge krav til sannsynliggjøringen av at det ikke er sammenheng mellom aksjesbesittelsen og ytelsen.»

Der det ikke kan påvises en tilstrekkelig sammenheng mellom aksjeinnehav og verdioverføring, vil det dermed ikke bli aktuelt å tale om noen utdeling. Hva som ligger i et

⁴¹² NUT-1970-1 s. 73.

⁴¹³ NOU 1996: 3 s. 102.

⁴¹⁴ Sakens faktum var som følger: Ingunn Kaalstad eide én aksje i Sandakergården AS, og resten av aksjene var eid av Kalstads mor og bror, Ellen og Stig Vegheim. Som ledd i en omorganisering av driften, overførte Sandakergården AS den svært gunstige leiekontrakten til butikklokalene til Sandaker Herreklær AS, samtidig som alle aksjene i Sandaker Herreklær AS ble overført til Kaalstad. Det ble valgt nytt styre i Sandakergården AS med Ellen Vegheim som formann og blant annet Stein Vegheim som styremedlem, og Sandakergården AS gitt til sak for å få kjent leiekontrakten ugyldig på bakgrunn av blant annet overtredelse av utbyttereglene, jf. asl. 197 § 12-4.

slikt krav til sannsynliggjøring fremgår imidlertid ikke, ei heller hva som skal til for at manglende sammenheng skal anses sannsynliggjort.

Under henvisning til Rt. 1995 s. 1026 presiserte Høyesterett også i dom inntatt i Rt. 2011 s. 257 (straffesak) at det er et krav om årsakssammenheng mellom aksjebesittelsen og selskapets ytelse, og at manglende sammenheng må sannsynliggjøres av den som mottar verdioverføringen. Høyesterett kom her til at slik sannsynlighet ikke forelå, og førstvoterende uttalte følgende om kausaliteten:

«Som tidligere nevnt eide A sammen med familien 95 prosent av X, og som styreformann besluttet han selv å inngå avtalene som var ensidig til gunst for Y og dermed ham selv. Synspunktet om at det må foreligge "sammenheng mellom aksjebesittelsen og ytelsen", kan da ikke føre til at utbetalingene fra X til fordel for Y faller utenfor utbyttereglene. Saksforholdet i saken i Rt. 1995 s. 1026 var vesentlig annerledes enn i vår sak. I den saken fremstod som en tilfeldighet at den som nøt godt av ytelsen, fortsatt satt med en aksje i selskapet.» (premiss 53).

Av førstvoterendes begrunnelse fremgår det heller ikke her hva som nærmere ligger i kravet om årsakssammenheng eller hva som skal til for at slik manglende sammenheng er tilstrekkelig sannsynliggjort. Ettersom A eide 95 prosent av aksjene, var styreformann og inngikk avtaler som ensidig var til gunst for Y, og dermed ham selv, kunne dermed ikke kravet til årsakssammenheng medføre at forholdet falt utenfor utbyttereglene. Et mulig moment som kan utledes av dette, men som vil være underforstått, er at en stor aksjepost vil gi en forutsetning om kausalitet.

Rettspraksis oppstiller imidlertid ikke konkrete momenter for vurderingen av kausalitet, ei heller hvilke krav sannsynliggjøringen av manglende sammenheng må oppfylle før disposisjonen faller utenfor utdelingsbegrepet. Kausalitetskravet synes å praktiseres skjønnsmessig. Under denne vurderingen trekkes også misforholdet mellom ytelsene inn.

Det kan være grunn til å anta at dette skyldes at det kan foreligge årsakssammenheng mellom deler av ytelsen og aksjebesittelsen ved et slikt misforhold.

Spørsmålet i det følgende blir om det kan være grunnlag for å konstatere slik sammenheng mellom aksjebesittelsen og favørelementet for den ansatte ved opsjonsavtaler. Også her, vil det vanskelig kunne gis noe generelt svar. Det er dermed aktuelt å analysere det rettskildemateriale som kan spille inn på en slik vurdering i praksis og konkludere på nærmere gitte premisser.

Ettersom det må stilles strenge krav til sannsynliggjøringen av manglende sammenheng mellom aksjebesittelse og ytelse,⁴¹⁵ kan det være grunn til å se nærmere på om forankringen i prinsipal-/agent-relasjonen uten videre må legges til grunn som tilstrekkelig for å konstatere manglende årsakssammenheng.

Utgangspunktet er at lønnskontrakter og incentivavtaler er forretningsmessige disposisjoner i selskapets drift, jf. forutsetningsvis asal. §§ 6-16a og 5-6,⁴¹⁶ og at favørkursen i denne sammenheng som utgangspunkt må antas å ytes i selskapets interesse.⁴¹⁷ Det er videre anført i forbindelse med utdelingsreglene at forretningsmessige avtaler bør respekteres av hensyn til omsetningslivet.⁴¹⁸ I praksis synes ikke hensynet til omsetningslivet å ha blitt tillagt særlig vekt som argument mot at domstolene vurderer realiteten i slike forretningsmessige begrunnede avtaler. I Rt. 2008 s. 385 var spørsmålet om en gjeldsovertakelse og senere tilbakebetaling av forpliktelsen gjennom oppfyllelse av en entreprisekontrakt var i strid med asl. § 3-6. Førstvoterende uttaler i dommens premiss 67 følgende om hensynet til omsetningslivet:

⁴¹⁵ Rt. 1995 s. 1026

⁴¹⁶ Se også nærmere om styrets forvaltningsansvar i kapittel 3.1.

⁴¹⁷ Som det fremgår av kapittel 2.4, vil domstolene normalt kunne være tilbakeholdne med å overprøve slike selskapsstrategiske vurderinger, da de ikke har samme inngående kunnskap om selskaps-spesifikke forhold som selskapets organer og representanter må antas å ha

⁴¹⁸ Se nærmere omtale av Rt. 2008 s. 385 nedenfor.

«For det første anføres det at det her er tale om en gjensidig bebyrdende entreprisekontrakt hvor kontraktspartene var kjent med alle relevante forhold, og at slike forretningsmessige avtaler bør respekteres av hensyn til omsetningslivet. Jeg kan ikke se at dette kan føre frem. Der det er et misforhold mellom ytelsene som kommer aksjeeieren til gode, slik tilfellet er her, er det ikke avgjørende at det dreier seg om en gjensidig bebyrdende avtale.»⁴¹⁹

Om det er anførselen om at forretningsmessige avtaler bør respekteres av hensyn til omsetningslivet, eller at den aktuelle entreprisekontrakt var en slik avtale som ikke kunne føre frem, fremgår mindre Det at det var tale om en slik avtale hindret ikke Høyesterett i å ta stilling til realiteten, så lenge det var et misforhold mellom ytelsene, som skal vurderes etter objektive kriterier.⁴²⁰

Ettersom utdelingsbegrepet ikke er ment å omfatte de forretningsmessige avtaler som antas å være i selskapets interesse, kan av denne grunn være hensiktsmessig å se på selskapsinteressen i relasjon til § 3-6 og analysere denne opp mot opsjonsavtalers interesseforutsetninger. Kausalitetskravet er jo nettopp et spørsmål om den forretningsmessige begrunnelsen, altså den alternative begrunnelse til aksjeinnehavet, er god nok.

Kreditorhensyn er en sentral del av selskapsinteressen i relasjon til utdelingsreglene. Det kan videre argumenteres for at hensynet til selskapets ansatte og ledelse inngår som del av selskapsinteressen, da selskapets langsiktige eksistens sikrer dekning av gjeldsforpliktelser, lønnsforpliktelser og arbeidsplasser.⁴²¹

Det vil kunne være aktuelt å anse favørkursen som en utdeling dersom det er en mangel på interessefellesskap mellom en slik forståelse av selskapsinteressen og aksjonæren som

⁴¹⁹ Uttalelsen forekommer i realiteten under drøftelsen av en anførsel om at det ikke er tale om noen utdeling, ettersom det er tale om en gjensidig bebyrdende avtale.

⁴²⁰ J. Andersson i Juridisk Tidsskrift 2004-2005 s. 726-728.

⁴²¹ Dramstad, TtF-2011-155 s. 155-192 på s. 184.

mottar favørkursen. I de tilfellene hvor den ansattes prestasjoner ikke har hatt eller er egnet til å påvirke aksjekursen positivt,⁴²² vil ikke favørkursen være i kreditorene eller de ansattes interesse.

I Rt. 2003 s. 2033 foretok Høyesterett en sontring mellom hva som måtte anses å være aksjonærforpliktelse og selskapsforpliktelse. Ved vurderingen av dette skillet, var nettopp hvilke interesser som knyttet seg til transaksjonen avgjørende for hvorvidt det var tale om en utdeling. Høyesterett uttalte i denne sammenheng at

«Selv om de som da sto bak selskapet, også hadde en interesse i hva de kunne få for sine aksjer, er det fullt legitimt at man prøver å ivareta interessene til selskapet som sådant i å overleve og fortsette som juridisk person, helst under så gode forhold som mulig».

Uttalelsen gjaldt imidlertid spørsmålet om hvorvidt rådgivningshonorar var pådratt i aksjonærenes særinteresse, utover den felles aksjonærinteresse som må antas å ligge i selskapsinteressen i denne sammenheng. Likevel, er det visse forhold som har likheter med en opsjonsavtale, sett hen til hva som i realiteten må sies å være aksjonærenes fellesinteresser. Aksjonærenes interesse i økt aksjekurs ved opsjonsavtaler er også i realiteten en «interesse i hva de kan få for sine aksjer», jf. Rt. 2003 s. 2033. Avgjørende var imidlertid at de mer langsiktige selskapsinteresser ble videreført som følge av ordningen, ved at selskapet ble reddet «til glede for kreditorene og de ansatte» og at de finansielle problemene ble løst.

Ved opsjonsavtaler, kan favørkursen i være pådratt i den ansattes og til en viss grad aksjonærene med kortsiktig perspektivs særinteresse⁴²³ på bekostning av selskapets

⁴²² Berle m.fl. «Er opsjonslønn for ledere bra for eierne i norske selskaper?» i Magma 8/2009.

⁴²³ Det er grunn til å presisere at det med «kortsiktig profittinteresse» i denne konkrete sammenheng siktes til økning i aksjekurs som ikke har reell dekning i selskapets resultater i sin virksomhet, som f.eks. økt omsetning.

langsiktige interesser.⁴²⁴ Et eksempel på en slik interessekonflikt kan være at lederen velger å prioritere prosjekter som gir raske resultater og dermed rask uttelling i aksjekursen på bekostning av mer langsiktig optimale prosjekter for selskapet.⁴²⁵ Særlig i allmennaksjeselskaper vil det kunne være aksjonærer med svært forskjellige formål for sine investeringer.

En undersøkelse fra 2006 i en utredning om lederlønninger utarbeidet for NHD, vises det til en dansk undersøkelse utført av Finn Schøler, hvor det fremgår at det er utbredt i danske bedrifter at regnskapstilpasninger («earnings management») brukes for å unngå å rapportere fallende inntjening eller tap.⁴²⁶ I undersøkelsen påpekes at selskapets ledere under det danske skatte- og rapporteringsregimet kan kontrollere rapportering og disposisjoner slik at avsetninger og inntjening skaper en mer stabil inntektsstrøm.⁴²⁷ Utvalget fant i NOU 2008: 16 på s. 87 flg. ikke grunn til å sette spørsmålsteget ved utreders vurdering hvor det fremgikk at det er grunn til å tro at resultatet har tilsvarende relevans for Norge.

En annen mulig interessekonflikt er det såkalte *agentproblemet knyttet til overvurderte aksjer*.⁴²⁸ Problemet går ut på at aksjer kan sies å være «overvurderte» når kursen verdsetter selskapet høyere enn de underliggende verdier gir grunnlag for, med den følge at et selskap med overvurderte aksjer per definisjon ikke vil være i stand til å levere resultater som kan forsvare markedets vurdering av selskapet. Et langsiktig resultat, hvor opsjonsavtalen fører til svekkelse av selskapets kapital vil ikke kunne sies å ivareta selskapets langsiktige interesser og ei heller kreditorhensyn.

⁴²⁴ Se Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, section 3.1.1, sitert i kapittel 1.2.

⁴²⁵ Nilssen (2007) s. 310-311.

⁴²⁶ Pedersen, J. - Lederlønninger og opsjoner - utredning fra Jon Gunnar Pedersen - Utredning (2006).

⁴²⁷ Ibid.

⁴²⁸ Se Jensen, M. og Murphy K, "Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them", ECGI Working Paper (2004) og Jensen, M. "The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance" Harvard NOM Research Paper No. 04-26 (2005).

En rettslig analyse av slike interessekonflikter forutsetter imidlertid at all kursdrivende informasjon, og den ansattes arbeidsutførelse og strategiske vurderinger er kjent. Ved den rettslige drøftelse av årsakssammenhengen mellom aksjebesittelsen og ytelsen ved incentivavtaler i praksis, vil man i stor grad måtte basere seg på objektive fakta. I Rt. 1995 s. 1026 vurderte Høyesterett årsakssammenhengen mellom den gunstige leiekontrakten og aksjeinnehavet på følgende måte:

«Disposisjonene den 24 april 1989 ble foretatt fordi Stein Vegheim hadde vist seg uegnet til å drive butikken, og man ønsket å sikre fortsatt drift av butikken innenfor familien. At Ingunn Kaalstad hadde en aksje i Sandakergården A/S, synes i forhold til dette uten interesse. Det er i denne forbindelse også grunn til å peke på at familieavtalen fra 1983 ikke delte de fremtidige eierinteressene i Sandakergården A/S mellom de to søsknene. Disse interessene ble sikret Stein Vegheim. Han ble gitt rett til å innløse aksjene, også den aksje Ingunn Kaalstad hadde, til et fiksert vederlag. At hun fremdeles satt med sin aksje i 1989, fremtrer som en tilfeldighet. Det er vanskelig å se at denne tilfeldighet kan ha hatt noen virkning for de disposisjoner som ble foretatt.»

Et viktig poeng er om den ansattes aksjeinnehav fremtrer som en ren tilfeldighet. Hvorvidt den ansatte får bedre betingelser fordi han er aksjonær enn en utenforstående ville fått, er også sentralt ved vurderingen. Her må ikke vurderingen knyttes opp mot hvilke betingelser en utenforstående tegner eller aksjekjøper kunne fått på alminnelig basis, men hvilke betingelser en utenforstående potensiell nøkkelansatt som ikke fra før eier aksjer vil kunne få.

Det er lite ved ansatteopsjoner som tilsier at aksjeinnehavet spiller noen avgjørende rolle for favørkursen. Kontraktelementet tilsier at en ordning, som del av en arbeidskontrakt, har liten sammenheng med den ansattes aksjeinnehav. Opsjonsordninger brukes også i stor grad for å rekruttere utenforstående attraktive nøkkelansatte til selskapet med gode betingelser som del av konkurransegrunnlaget. Suksessive utøvelsetidspunkter er også et

virkemiddel for å gi langtidsincentiver. Det ville i mange tilfelle fremstå som vilkårlig om favørkursen skulle anses som en ulovlig utdeling som følge av at den ansatte ved aksjeoverdragelsen allerede eier aksjer i selskapet, dersom tilsvarende betingelser tilbys utenforstående. Videre kan aksjeinnehavet til en ansatt være et utslag av tidligere utøvelse av opsjon eller tegningsrett i henhold til arbeidskontrakt, og står dermed mest nærliggende i årsakssammenheng med arbeidsforholdet. Er misforholdet tilstrekkelig stort, vil man likevel kunne befinne seg på grensen for slike urealistiske ytelser som nevnes i forarbeidene. Tanken her er at den del av selskapets ytelse som overstiger hva som er rimelig i forhold til motytelsen, ikke er forretningsmessig begrunnet, og aksjeinnehavet dermed er det mest nærliggende alternative grunnlag for fordelingen. Forbudet mot underkurs setter imidlertid en grense for hvor stort misforholdet vil kunne bli i det enkelte forhold. Skal en opsjonsavtale eller frittstående tegningsrett være egnet til å motivere til innsats for selskapet, er det også et poeng at utøvelseskursen settes til markedskurs på tildelingstidspunktet, og at fremtidig økning blir gevinst. Det synes anstrengt å anse opsjonsavtalen som en ren omgåelse av reglene om utdelinger.

Konklusjonen blir dermed at det neppe vil være årsakssammenheng mellom aksjeinnehavet og favørkursen i de fleste tilfelle, men det kan likevel ikke utelukkes der differansen er for stor til at arbeidsforholdet kan begrunne hele verdioverføringen. Den konkrete vurdering må foretas på grunnlag av de momenter som er trukket opp ovenfor.

7 Avsluttende bemerkninger

Avslutningsvis kan det være nyttig å sette behandlingen av opsjonsavtalers møte med aksjelovens alminnelige regler i sammenheng. Vi har gjennom denne avhandlingen sett eksempler på noen interessekonflikter som kan oppstå etter aksjelovens alminnelige regler, og hvorledes de kan tenkes løst. Sentralt ved vurderingene står hensynet til selskapets langsiktige interesse og hensynet til økonomisk effektivitet.

Vi har først sett at opsjonsavtaler som inngås med en underforstått presumsjon om oppfyllelse ved fremtidig kapitalforhøyelse, neppe kan kreves gjennomført etter sitt innhold. Ettersom en kapitalforhøyelse innebærer at det må foretas en vedtektsendring, er det således tale om en grunnleggende endring av selskapsforholdet. Aksjelovens regler om disposisjoner som innebærer en grunnleggende endring av selskapsforholdet er preceptoriske. De alminnelige reglene om kapitalforhøyelser og de forskjellige selskapsorganers kompetanse, utgjør ikke noe tilstrekkelig rettslig grunnlag for at hverken generalforsamlingen eller styret kan forskuttere den selskapsrettslige beslutning opsjonsavtalen forutsetter. Generalforsamlingen kan for det første ikke med grunnlag i aksjelovene innskrenke sin kompetanse i det fremtidige emisjonsspørsmålet. En delegasjon av emisjonskompetanse til styret jf. § 10-14 innebærer også en forhåndsbinding av generalforsamlingens emisjonskompetanse der fullmakten tjener som grunnlag for en forpliktelse til å foreta en fremtidig kapitalforhøyelse. For det andre, er det slik at der opsjonsavtalen er inngått med styrefullmakt til kapitalforhøyelse som kompetansegrunnlag, skal beslutningen tas av det sittende styret på emisjonstidspunktet med uinnskrenket kompetanse. Det er derfor ikke tilstrekkelig hjemmel i emisjonsfullmakten til å påta selskapet en slik forpliktelse. En kapitalforhøyelse til fordel for opsjonshaver innebærer også at de øvrige aksjonærenes fortrinnsrett gyldig må kunne fravikes. Aksjonærene og selskapet har et rimelig krav på at kompetansen til å tilsidesette aksjonærenes fortrinnsrett brukes i selskapets interesse.

Der opsjonsavtalen likevel fullbyrdes, på tross av de kompetanseutfordringene som knytter seg til selskapets forpliktelse, kan emisjonsbeslutningen likevel være et utslag av myndighetsmisbruk. Her står fravikelsen av de øvrige aksjonærs fortrinnsrett og tilsidesettelse av selskapets økonomiske formål som sentrale interessekrenkelser. Der fordelene som selskapet etter agentteorien antas å oppnå ved opsjonsavtale ikke tilstrekkelig oppveier disse interessekrenkelsene vil beslutningen etter en konkret vurdering kunne være et utslag av myndighetsmisbruk, og således ugyldig. Etersom opsjonshaver på emisjonstidspunktet allerede har prestert sin ytelse i form av arbeid, er revisjon av opsjonsavtalens sentrale betingelser også en mulighet. Myndighetsmisbruksreglene kan således gi effektivt vern for både aksjonærer og selskapet, men basert på forskjellige forståelser av hvilke interesser som realiteten omfattes av selskapsinteressen etter generalklausulene, vil det være usikkert hvorledes de forskjellige selskapsinteressene som berøres av en opsjonsavtale skal avveies mot hverandre.

Også kapitalreglene kan utgjøre en aksjerettslig skranke for gjennomføringen av en opsjonsavtale. Endringen av aksjelovene § 8-10 samtidig som unntaksmuligheten for ansattes aksjeprogrammer er blitt opprettholdt, uten nærmere kommentar om forholdet mellom reglene i forarbeidene, har ført til en svært usikker rettsstilstand uten at formålet om forenkling synes oppnådd. Endringen tillater selskapsfinansiering av aksjeerverv på nærmere fastsatte vilkår. Inngangsvilkåret, «stille midler til rådighet», er ikke nærmere presisert ved lovendringen på tross av den til dels kritiske oppmerksomhet denne formuleringen er viet i teorien. Regelen synes lite effektiv i sin nåværende form, og bidrar til liten forutberegnelighet ved selskapets forretningsmessige disposisjoner. Som følge av selskapsfinansieringsregelens utforming, vil det materielle forbudet i slik det nå kommer til uttrykk utgjøre en skranke for bruk av favørkurs, som vil kunne utgjøre en delvis selskapsfinansiering av aksjeervervet. Skal en ledende ansatt incentiveres i samsvar med agentteoriens formål, må incentivet basere seg på gevinstpotensialet i positiv kursutvikling for aksjer utstedt til markedskurs på avtaletidspunktet.

I tilfeller der selskapet etter markedsmessige forhold vil kunne kreve markedskurs for aksjene, men disse likevel tegnes eller selges for en pris under markedskursen, er det tale om en verdioverføring fra selskapet. Favørkursen, sammenholdt med selskapets ytterligere kostnader ved opsjonsordningen, kan således utgjøre en skjult utdeling til den ansatte, jf. § 3-6 i de tilfellene vedkommende er aksjonær på transaksjonstidspunktet, gitt at favørkursen ytes ham i egenskap av aksjonær. Kravet om årsakssammenheng vil sjelden være oppfylt, da ansettelsesforholdet som regel vil være nærliggende årsak til favørkursen, og ikke aksjeinnehavet. At en opsjonsavtale ofte kan forutsette suksessiv aksjetildeling, medfører ikke at favørkurs ved aksjer som mottas etter første innløsning må sees i sammenheng med aksjeinnehavet som oppnås ved første opsjonsinnløsning. I de mer atypiske tilfelle, hvor verdioverføringen er tilstrekkelig, vil det kunne være tale om slik tilstrekkelig sammenheng ut fra en tanke om at arbeidsforholdet kun begrunner en del av verdioverføringen. Mest nærliggende grunnlag for overskytende del vil da være aksjeinnehavet. Forbudet mot underkurs setter imidlertid rammer for favørkursens mulige omfang. Det vil dermed sjelden kunne bli tale om at favørkursen utgjør en skjult utdeling der den ytes i tilknytning til arbeidsforholdet.

Som fremstillingen har vist kan det av aksjelovens alminnelige regler oppstilles skranker for selskapsrettslig gjennomføring av opsjonsavtaler. På tross av at den konkrete reguleringen av aksjeverdibaserte godtgjørelsesordninger tar sikte på å oppnå bedre informasjonsformidling og aksjonærinntflytelse i beslutningsfasen, kan aksjonærene og selskapets øvrige interessenter ivareta sine interesser på grunnlag av aksjelovens alminnelige regler ved gjennomføringen av opsjonsavtaler.

8 Litteraturliste

Forkortelser:

EØS	Det europeiske økonomiske samarbeidsområde
JV	Jussens venner
LoR	Lov og Rett
NOU	Norges Offentlige Utredninger
NTS	Nordisk Tidsskrift for Selskabsret
NUES	Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse
Ot.prp.	Odelstingsproposisjon
RG	Rettens Gang
Rt.	Norsk Retstidende
TfF	Tidsskrift for Forretningsjus
TfR	Tidsskrift for Rettsvitenskap
UfR	Ugeskrift for Retsvæsen

Lover, forskrifter, mm.:

Norge

Norske gjeldende lover

Lov. 31. Mai 1918 nr. 4	om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven)
Lov 21. juni 1985 nr. 78	om registrering av foretak (foretaksregisterloven)
Lov 10. juni 1988 nr. 40	om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven)
Lov 13. juni 1997 nr. 44	om aksjeselskaper (aksjeloven)
Lov 13. juni 1997 nr. 45	om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Lov 28. februar 1997 nr. 19	om folketrygd (folketrygdloven)
Lov 17. juni 1998 nr. 56	om årsregnskap (regnskapsloven)
Lov 26. mars 1999 nr. 14	om skatt av formue og inntekt (skatteloven)
Lov 15. desember 2006 nr. 88	om endringer i aksjelovgivningen mv.
Lov 29. juni 2007 nr. 74	om regulerte markeder (børsloven)
Lov 29. juni 2007 nr. 75	om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
Lov 14. juni 2013 nr. 40	om endringer i aksjelovgivningen mv. (forenklinger)

Norske opphevede lover

Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper

Norske forskrifter

Forskrift 30. november 2007 nr. 1336 om unntak fra aksjeloven § 8-10 og allmennaksjeloven § 8-10.

Forskrift 29. juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder (børsforskriften)

Danmark

Lov nr. 649 af 15. juni 2006 om aktieselskaber

Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)

Sverige

Aktiebolagslag (2005:551)

Storbritannia

Companies Act 1985

Companies Act 2006

Frankrike

Code de commerce

EU-direktiver

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2012/30/EU af 25. Oktober 2012 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 54, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsområde, nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltakernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelse af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (kapitaldirektivet), som erstatter direktiv 77/91/EØF med senere ændringer.

Rekommandasjoner

Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (2004/913/EC)

Commission Recommendation of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies (2009/385/EC)

Lovavdelingens tolkningsuttalelser

Tolkningsuttalelse (Lovdatareferanse: JDLOV-2002-5192) om aksjeloven og allmennaksjeloven § 11-6(2) og suksessiv melding til foretaksregisteret, punkt 5.

Tolkningsuttalelse 4. mai av 2007 (Lovdatareferanse: JDLOV-2007-3132) om en slik konsernbonusordning i Statoil som er beskrevet i vedleggene til brevet fra Olje- og energidepartementet, er omfattet av asal. § 5-6 tredje ledd tredje punktum jf. § 6-16a første ledd nr. 3.

Lovavdelingens tolkningsuttalelse 9. februar 2011(Lovdatareferanse:JDLOV-2011-85) om betydningen i bestemmelsens fjerde ledd i forbindelse med foretaksstyring og reglene i regnskapsloven §§ 3-3b og 3-5.

Rapporter

Report of the High Level Group og Company Law Experts on a modern regulatory framework for Company Law in Europe, Brussels 4. November 2002.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, EU-kommisjonen 4. november 2002

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe», 4. November 2002 (Brussel)

Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law 5. april 2011 (Brussel)

Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies” of 12 December 2012

Standarder

International Financial Reporting Standards

Norsk RegnskapsStandard

International Accounting Standard

Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper, Oslo børs (juli 2013).

Stortingsmeldinger

St.meld.nr. 13 (2006-2007)

Forarbeider

Norge

Innstillinger

Innst. 1970 - Innstilling om lov om aksjeselskaper. Avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelige resolusjoner 26. januar 1962 og 22. februar 1963. (Lovdatareferanse: NUT-1970-1)

Norges Offentlige Utredninger

NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper
NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning
NOU 2008: 16 Om foretaksstyring og tiltak mot manipulering av finansiell informasjon

Odelstingsproposisjoner

Ot.prp. nr. 7 (1971-1972)
Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper
Ot.prp. nr. 5 (1982-1983)

Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) Om lov om aksjeselskap (aksjeloven)

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Ot.prp. nr. 42 (1997-98)
Ot.prp. nr. 65 (1998-1999)
Ot.prp. nr. 89 (2003-2004)

- Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.
- Ot.prp. nr. 46 (2008-2009) Om lov om endringer i aksjeloven og allmennaksjeloven mv. (gjennomføring av aksjonærrettighetsdirektivet i norsk rett)

Proposisjoner til stortinget (forslag til lovvedtak)

- Prop.117 L (2009-2010) Om endringer i regnskapsloven og enkelte andre lover (foretaksstyring og tiltak mot manipulering av finansiell informasjon)
- Prop. 111 L (2012-2013) Endringer i aksjelovgivningen mv. (forenklinger)

Innstillinger til Odelstinget

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

Rapporter

Opsjoner i arbeidsforhold, Makt- og demokratiutredningens rapportserie, 27. januar 2001. Skrevet av Hilde Thoresen.

Pedersen, Jon Gunnar - Lederlønninger og opsjoner - utredning fra Jon Gunnar Pedersen - Utredning (2006).

Forenkling og modernisering av aksjeloven. En utredning av advokat Gudmund Knudsen. Skrevet etter oppdrag fra Justis- og politidepartementet 7. januar 2011.

Kartlegging av mulige juridiske hindre for ansattes medeierskap. Utredning til Nærings og Handelsdepartementet 19. september 2013, skrevet av advokatfullmektig Ane N. Nordby og advokat Gudmund Knudsen.

KLP: ”*Topplederlønn og avkastning – en analyse av de 25 største selskapene på Oslo Børs 2004-2011*” og

Ernst & Young(2013): ”*Evaluering av lederlønnserklæringer for selskaper notert på OSBEX-listen på Oslo børs*”, på oppdrag fra NUES.

Lignings-ABC «Finansielle instrumenter – opsjoner mv. i arbeidsforhold», punkt 2 og 3.

Anbefalinger

Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse, utgitt 23. oktober 2012 (med beriktigelse 21. desember 2012), heretter «NUES-anbefalingen».

Danmark

FT 1981-82, tillæg A, spalte 2884

Rettsavgjørelser:

Norge

Norsk retts Tidende

Rt. 1924 s. 226 (Røer)

Rt. 1981 s. 990

Rt. 1989 s. 545

Rt. 1991 s. 1439 (Norsk Hydro AS)

Rt. 1995 s. 1026

Rt. 1995 s. 1026 (Sandakergården)

Rt. 1997 s. 1010 (Karl Johan Fonds)

Rt. 1999 s. 330 (Nordenfjeldfiske Creditreform)

Rt. 2000 s. 2033

Rt. 2002 s. 56

Rt. 2003 s. 335

Rt. 2003 s. 713

Rt. 2007 s. 360 (Lyse Energi AS)

Rt. 2008 s. 385

Rt. 2011 s. 257

Rt. 2011 s. 1811

Rt. 2012 s. 393 (Ugland)

Rt. 2012 s. 543

Rt. 2013 s. 241

Rt. 2003 s. 1112

Rettsens Gang

RG 1990 s. 1114 (Unique 1)

RG 1992 s. 707, RG 1998 s. 1618.

RG 1992 s. 707 (Karmsund).

RG 1995 s. 12: (Unique II)
RG 1996 s. 491
RG 2001 s. 841 (Haugaland Billag)
RG 2005 s. 1409
RG 2008 s. 880

Lagmannsrettspraksis:

Upubliserte, gjengitt etter Lovdata-referanse.

LG-2002-00714
LB-2003-3397
LA-2006-152797
UTV-2007-1735 (Jegerinvest)
LA-2012-16163
LB-2013-118390

Tingrettspraksis:

Stavanger tingretts dom av 20.4 2009 (TSTAV-2009-89905-TSTAV-2009-99535)

Danmark:

Ugeskrift for Retsvæsen

Ufr. 1999.1429

EU-domsolen:

Avgjørelsene er angitt på samme måte som de refereres i Eur-Lex.

Sak 283/81 (CILFIT)

Litteratur:

Venstre kolonne gjengir kortformen benyttet i teksten.

- | | |
|-------------------------|---|
| Andenæs i LoR 2001 | Andenæs, Mads Henry, «Er avtale om opsjon til å tegne aksjer rettslig bindende for selskapet?», <i>Lov og Rett</i> 2001 s. 152-165. |
| Andenæs (2006) | Andenæs, Mads Henry, <i>Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper</i> , 2. utgave (Oslo 2006). |
| Andenæs, Rettskildelære | Andenæs, Mads Henry, <i>Rettskildelære</i> , 2. utgave (Oslo 2009). |
| Andersson, Vinstudeling | Andersson, Jan, <i>Om vinstudeling från aktiebolag: en studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler</i> (Uppsala 1995) |
| Andersson (2004) | Jan Andersson i <i>Juridisk Tidskrift</i> 2004-2005 s. 726-728. |
| Arnkværn m.fl. | Arnkværn, Anders, Stig Berge og Hans Haugstad, <i>Mister aksjeeieren sine organisatoriske rettigheter ved inngåelse av opsjoner og andre finansielle instrumenter?</i> i <i>Tidsskrift for Forretningsjus</i> 2002 nr. 2. |
| Ask | Lasse Ask, «Forslag om forenkling av aksjelovgivningen, Prop. 111 L (2012-2013)», <i>Nytt i Privatretten</i> nr. 2/2013 |

- Augdahl Augdal, Per, *Aksjeselskapet efter norsk rett*, 3. utgave (Oslo 1959).
- Balshøj Dorthe Kristensen Balshøj, *Anvendelsen af loyalitetsaktier i Danmark* i NTS 2012-3/4.
- Berge m.fl. (2007) Berge, Krogh, Tjølsen, Utbytte, 2. utg., Oslo 2007
- Berge m. fl. (2011) Berge, Krogh, Tjølsen, Utbytte, 3. utg., Oslo 2011
- Bergström Bergström, Clas, Peter Högfeldt og Per Samuelsson «Om kravet på likabehandling av aktieägare», TfR 1994 nr. 1-2 s. 117-165 på s. 140-141.
- Berle m. fl. Berle, Øyvind, Einar Belsom og Fred h: Strønen, *Er opsjonslønn for ledere bra for eierne i norske selskaper?* i Magma 8/2009.
- Boe, Rettskildelære Boe, Erik Magnus, *Rettskildelære under debatt*, (Oslo 2012)
- Borgen (2003) Borgen, Marius ”Frittstående tegningsretter til aksjer – De selskapsrettslige regler” i Tidsskrift for Forretningsjus 2003 s 110-165.

- G. Bråthen (2012) Bråthen, Gina, “Forbud mot myndighetsmisbruk ved styrets beslutning om rettet emisjon”, *Nordisk Tidsskrift for Selskapsret* 2012 nr. 3/4 s. 30-42.
- G. Bråthen (2013) Bråthen, Gina «Kaptitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt» (Oslo 2013).
- Bråthen i Magma Bråthen, Tore *Fastsettelse av lederlønninger, bonuser og syntetiske opsjoner i allmennaksjeselskaper* i Magma 4/2007.
- Bråthen, Selskapsrett Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 3. utgave (Oslo 2008)
- Dahlberg Dahlberg, Mattias, «Ränta eller kapitalvinst – Grundproblem i kapitalinkomstbeskattningen – särskilt vad gäller finansielle instrument i gränslandet mellan lånekapital och eget kapital» (Uppsala 2011).
- Dramstad Dramstad, Remi Christoffer, *M&A Break fee-klausuler i et norsk perspektiv*, Tidsskrift for Forretningsjus 2011 s. 155-192 - (TFF-2011-155).
- Eckhoff Eckhoff, Torstein og Jan E. Helgesen, *Rettskildelære*, Oslo 2001

Eng, Rettsfilosofi	Eng, Svein, <i>Rettsfilosofi</i> (Oslo 2007)
Garner	Garner, Bryan A, <i>Black's Law Dictionary, Seventh edition</i> (1999)
Giertsen (1996)	Giertsen, Johan, <i>Selskapsfinansierte aksjeerverv</i> , (1996)
Gjems-Onstad	Gjems-Onstad, Ole, <i>Bedriftsskatterett</i> (8. utgave) 2012.
Grønland (2007)	Karl-Anders, <i>Selskapers handel med egne aksjer</i> (Oslo 2007)
Hagstrøm	Hagstrøm, Viggo, <i>Obligasjonsrett</i> , 2. utgave (Oslo 2011).
Heffermehl m.fl.	Heffermehl, Jørgen Stang, Rune Tystad og Kjell Woldseth, <i>Aksjer og opsjoner i arbeidsforhold</i> (Oslo 2002)
Folkvord	Folkvord, Benn, <i>Utbytte, Lovlige og ulovlige tilpasninger til skattereglene</i> , (Oslo 2013)
Jensen/Murphy (2004)	Jensen, Meckling. og Murphy K, <i>Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them</i> , ECGI Working Paper (2004)
Jensen (2005)	Jensen, Meckling, <i>The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance</i> , Harvard NOM Research Paper No. 04-26 (2005).

Kraakman m.fl	Kraakman, Reiner R. m.fl. <i>The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach</i> , 2 nd edition (Oxford 2009).
Krüger Andersen og Engsig Sørensen	Krüger Andersen, Paul og Karsten Engsig Sørensen, <i>Company Law and Finance</i> , (København 2008).
Krüger Andersen, Kapitalselskaber	Krüger Andersen, Paul, <i>Aktie- og anpartsselskabsret, Kapitalselskaber</i> , København 2013.
Langseth	Langseth, Erik, <i>Rettsvern til omsetningsretter i aksjer</i> i NTS 2012-2.
Lieder	Lieder, Jan og Philipp Fischer, «The Say-on-Pay Movement – Evidence From a Comparative perspective» i “European Company and Financial Law Review 2011”.
Lombach	Lombach, Jan, «New types of financing in the Swedish Companies Act» i «Company Law and Finance», Krüger Andersen og Engsig Sørensen, s. 305 flg.
Matre i <i>moderne forretningsjus</i> (2001)	Matre, Hugo Patrick, om finansiering av ansatte-aksjer og «Kruse Smith»-modellen i kjølvannet av skattesaken i Rt 2000 s. 758 i T. Bråthen og O. Gjems-Onstad «Moderne

forretningsjus» (2001) s. 129-143

- Matre i Rettsdata Norsk Lovkommentar (2010). Matre, Hugo Patrick i Gyldendal Rettsdata, Norsk Lovkommentar, Aksjeloven og Allmennaksjeloven, Sist redigert i 2010.
- Matre i LoR 2000 Matre, Hugo Patrick, *Utbyttefinansierte aksjeerverv* i Lov og Rett 2000 s. 165-174
- Moljord (1997) Moljord, Kåre Idar, *Aksjekapitalforhøyelse mot innskudd av annet enn penger – spørsmål om grunnlag og rekkevidde for gjennomskjæring*, Tidsskrift for forretningsjus 1997/4 s. 14-31.
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, (Oslo 2011).
- Nilssen (2007) Nilssen, Tore, *Opsjoner til bedriftsledere – har vi noe valg?* i *Søkelys på arbeidslivet* 3/2007.
- Normann Normann, Kristin, «*Styrets og daglig leders ansvar for handlinger under finanskriser*»: <http://jura.ku.dk/njm/39/537-548-styrelsens-och-ledningars-ansvar-for-agerande-i-finanskriser-korref-red.pdf/>

- Reiersen Reiersen, Hedvig Bugge, *Ansvarsbegrensning og ansvarsfrihet i aksjeselskaper* (Oslo 2007).
- Roberts C. Roberts, «Financial assistance for the Acquisition of Shares» (2005)
- Santella og Turrini Santella, Paolo og Riccardo Turrini, «A contribution to the debate on the legal capital regime in the EU: What the Second Company Law Directive allows» i «Company Law and Finance», Krüger Andersen og Engsig Sørensen.
- Schaumburg-Müller/Werlauff Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, *Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov*, København 2008.
- Schjøllberg og Stenheim i Magma 8/2011 Schjøllberg, Ove og Tonny Stenheim, *IFRS 2 – Aksjebasert avlønning og bruk av verdsettingsmodeller* i Magma 8/2011 s. 29-38
- Schwencke i Rettsdata Norsk Lovkommentar, Regnskapsloven Schwencke, Hans Robert, Gyldendal Rettsdata Norsk Lovkommentar, Regnskapsloven Online.
- Sejersted Sejersted, Fredrik, *EØS-Rett* (2. utgave) Oslo 2004.

- Serup Michael Serup, *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet*, U.1996B.2
- Sjåfjell (2009) Sjåfjell, Beate Kristine, *Kun til plunder og heft? – Forbudet mot selskapsfinansiering av aksjeerverv i den norske allmennaksjeloven § 8-10* i NTS 2009 1:2, s. 116-145
- Sjåfjell (2010) Sjåfjell, Beate Kristine, *More than Meets the Eye: Law and Economics in Modern Company Law*, i *Law and economics: essays in honour of Erling Eide*, Erik Røsæg, Hans-Bernd Schäfer og Endre Stavang (2010).
- Sjåfjell (2011) Sjåfjell, Beate Kristine, *Kan aksjeselskaper sette miljøet foran gevinstkravet*, Jussens Venner 2011 s. 309-324(JV-2011-309)
- Sjåfjell og Kjelland (2013) Sjåfjell, Beate Kristine og Cecilie Kjelland, *Norway: Corporate Governance in the outskirts of the EU*, (Oslo 2013).
- Sjåfjell og Gullhagen-Revling Sjåfjell, Beate Kristine og Morten André Gullhagen-Revling, utkast til artikkel med foreløpig tittel, *Selskapsinteressen*. Per 15. januar 2014 upublisert.

- Skjerbek Skjerbek, Søren, *Selvfinansieringsforbuddet i dansk rett* (2009).
- Skåre/Knudsen Skåre, Jan og Gudmund Knudsen, *Lov om aksjeselskaper med kommentarer*, 3. utgave (Oslo 1987).
- Smith, *Kampen på Aksjemarkedet* Smith, Lucy, *Kampen på aksjemarkedet: en rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak*, (Oslo 1988)
- Sæbø Rune Sæbø, *Om erstatningskrav i aksjeselskapsforhold* i «Nybrott og odling – festskrift til Nils Nygård»
- Truyen i TfR (2004) Truyen, Filip, *Likhetsprinsippet i artikkel 42 i det annet selskapsdirektiv, særlig ved aksjeemisjoner og utdeling* i Tidsskrift for Rettsvitenskap 2004 nr. 04-05 2004.
- Truyen i JV (2004) Truyen, Filip, *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper* i Jussens Venner 2004 s 305-328
- Truyen (2005) Truyen, Filip *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*, Oslo 2005.
- Welde i NTS 2003 Welde, Janne Wiencke, *Avtale om rett til å tegne aksjer* i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2003:2 s. 189 flg.

Werlauff	Werlauff, Erikm <i>Selskabsret</i> (8. utgave) København 2010
Werlauff, Selskabsmasken	Werlauff, Erik, <i>Selskabsmasken</i> , København 1991.
Woxholth	Woxholth, Geir, <i>Selskapsrett</i> , (4. utgave) Oslo 2012.
Zimmer/BA-HR	Zimmer, Frederik og advokatfirmaet Bugge, Arentz-Hansen og Rasmussen, «Bedrift, selskap og skatt» (Oslo 2010).
Aarbakke m.fl. (2004)	Aarbakke, Magnus, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, <i>Aksjeloven og allmennaksjeloven</i> <i>Kommentarutgave</i> (2 . utgave) Oslo 2004.
Aarbakke m.fl. (2012)	Aarbakke, Magnus, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, <i>Aksjeloven og allmennaksjeloven</i> <i>Kommentarutgave</i> , (3 . utgave) Oslo 2012.
Aarum, <i>Styremedlemmers erstatningsansvar</i>	Aarum, <i>Styremedlemmers erstatningsansvar</i> <i>i aksjeselskaper</i> , Oslo 1994.
Aarum	Aarum, Kristin Normann, <i>Indirekte</i> <i>aksjonæransvar</i> i NTS 1999:3 s. 64-80