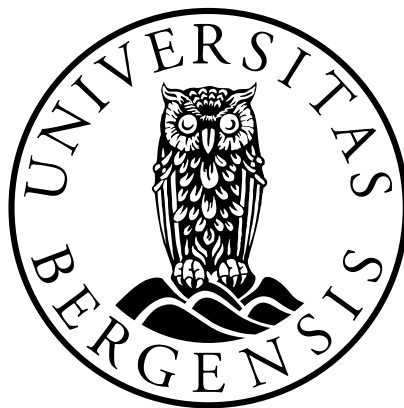


# Likhetsprinsippet ved rettede emisjoner i børsnoterte allmennaksjeselskap

- Med særlig fokus på vilkåret om «saklig grunn» i selskapets interesse

Kandidatnummer: 100

Antall ord: 14 969



JUS399 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10. mai 2022



# Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse .....	2
1 Innledning.....	4
1.1 Tema, problemstilling og aktualitet.....	4
1.2 Metode- og rettskildebruk .....	5
1.3 Grunnleggende prinsipper og hensyn i aksjeselskapsretten .....	6
1.4 Videre fremstilling.....	7
2 Rettslige utgangspunkter.....	9
2.1 Allmennaksjeselskap som selskapsform .....	9
2.1.1 Innledning.....	9
2.1.2 Generelt om allmennaksjeselskap som selskapsform .....	9
2.1.3 Særlig om børsnoterte selskap.....	10
2.2 Aksjekapital og emisjon .....	11
3 Kravet til likebehandling av aksjonærene .....	13
3.1 Innledning.....	13
3.2 Likhetsprinsippet .....	13
3.2.1 Ordlyden av asal. § 4-1 (1).....	13
3.2.2 Begrunnelsen for likhetsprinsippet og dets nærmere innhold.....	14
3.2.3 Unntak fra likhetsprinsippet .....	16
3.3 Hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon .....	16
3.4 Unntaket om rettede emisjoner.....	17
3.5 Forholdet til generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28 .....	20
3.6 Forholdet til verdipapirhandelloven § 5-14.....	23
4 Kontroll med etterlevelse av likebehandlingsreglene .....	27
4.1 Innledning.....	27
4.2 Domstolskontroll .....	27
4.3 Børsens kontroll.....	28
5 Saklig grunn til å fravike likhetsprinsippet .....	32
5.1 Innledning.....	32
5.2 Saklighetsvurderingen .....	32
5.3 Tegningskurs .....	33
5.4 Typetilfeller .....	36

5.4.1	Rettede emisjoner mot ansatte eller nøkkelpersoner.....	36
5.4.2	Akutt kapitalbehov .....	39
5.5	Reparasjonsemisjon .....	43
5.5.1	Reparasjonsemisjonens betydning for saklighetsvurderingen .....	43
5.5.2	Børsklagenemdens sak 3/2015 Sparebank 1 Østfold Akershus .....	46
6	Avsluttende refleksjoner .....	49
	Kilderegister .....	51

# 1 Innledning

## 1.1 Tema, problemstilling og aktualitet

Temaet for denne masteroppgaven er likhetsprinsippet ved rettede emisjoner i børsnoterte allmennaksjeselskap. Denne formen for kapitalforhøyelse er hjemlet i lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven – asal.) § 10-5, og er et unntak fra hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon i § 10-4. Selv om uttrykkene emisjon og kapitalforhøyelse er synonyme for å forhøye aksjekapitalen i et selskap, vil jeg i det følgende benytte uttrykket emisjon.

Hovedregelen i asal. § 10-4 gir aksjonærene en forholdsmessig fortrinnsrett til å tegne de nye aksjene som utstedes i en emisjon. Dette er i tråd med det aksjerettslige likhetsprinsippet som er lovfestet i asal. § 4-1. Likhetsprinsippet kommer også til uttrykk andre steder i loven, for eksempel i reglene om myndighetsmisbruk i §§ 5-21 og 6-28. Børsnoterte selskap må videre innrette seg etter likhetsprinsippet som kommer til uttrykk i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – vphl.) § 5-14.

Til tross for den lovfestede fortrinnsretten i § 10-4 viser statistikk fra Oslo Børs at unntaket om rettede emisjoner har blitt hovedregelen i markedet.<sup>1</sup> Dette skyldes antagelig at rettede emisjoner er et raskere og mer kostnadseffektivt alternativ for å sikre nødvendig finansiering av selskapet, sammenlignet med en fortrinnsrettsemisjon. Disse fordelene har blant annet medført at rettede emisjoner har blitt hyppig brukt etter koronapandemien. Mange bedrifter og selskap har opplevd økonomiske utfordringer som følge av pandemien, og har dermed hatt behov for å styrke likviditeten sin.<sup>2</sup>

En negativ konsekvens av rettede emisjoner er at de som ikke får tilbud om å tegne seg i emisjonen ofte opplever forskjellsbehandling og utvanning. Det er dermed problematisk at unntaket i praksis har blitt hovedregelen, og spørsmål om likebehandling gjør seg gjeldende med høy aktualitet. Dette bekreftes ved at Oslo Børs har sett det nødvendig å oppstille

---

<sup>1</sup> Se PwC (2020): <https://blogg.pwc.no/finansbloggen/staar-kriseemisjoner-for-doren> og Bergo (2021) s. 208 som skriver at rettede emisjoner er «normalen» for emisjoner i det norske markedet.

<sup>2</sup> Se Intunor (2020): <https://www.intunor.com/nyheter/%C3%B8kning-i-emisjoner>; Skaug (2020): <https://aksjenorge.no/aktuelt/2020/06/10/dyre-kriser/>.

tydeligere retningslinjer for likebehandling på børsen, for å sikre at minoritetsaksjonærene får det vernet de har krav på.<sup>3</sup>

Den overnevnte utviklingen indikerer at terskelen for å foreta en rettet emisjon er lav. På denne bakgrunn skal jeg foreta en analyse av det aksje- og verdipapirrettslige likhetsprinsippets innhold og rekkevidde i relasjon til rettede emisjoner i børsnoterte allmennaksjeselskap. Jeg skal nærmere bestemt se på i hvilken grad likhetsprinsippet begrenser adgangen til rettede emisjoner. I denne sammenheng skal jeg ta for meg kravet til at den rettede emisjonen må være «saklig begrunnet» i selskapets interesse.

Oppgaven avgrenses til å handle om likhetsprinsippet i relasjon til rettede emisjoner i allmennaksjeselskap notert på Euronext Oslo Børs (heretter: Oslo Børs). Videre skal oppgaven ta for seg emisjon ved nytegning av aksjer mot innskudd i penger. For at oppgaven ikke skal få et for bredt omfang avgrenses det dermed mot fondsemisjoner og emisjon mot innskudd i annet enn penger, altså tingsinnskudd. Rettsvirkninger og sanksjoner som følge av brudd på likhetsprinsippet ved rettede emisjoner vil ikke drøftes. Jeg vil imidlertid i korte trekk nevne børsrettslige og markedsmessige sanksjoner.

## 1.2 Metode- og rettskildebruk

Oppgavens problemstilling skal besvares ved bruk av alminnelig juridisk metode. Når det gjelder rettskildebildet på området er lovteksten knapp og gir liten veiledning om hvilket innhold likhetsprinsippet har i relasjon til rettede emisjoner. Forarbeidene og høyesterettspraksis gir også begrenset veiledning med hensyn til prinsippets innhold og rekkevidde. I den grad høyesterettspraksis gir veiledning vil det i enkelte tilfeller benyttes praksis tilknyttet aksjeselskap. Dette som følge av at mange av de samme hensynene gjør seg gjeldende for de to selskapsformene. Videre bemerkes det at forarbeidene er felles for allmennaksjeloven og lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven – asl.).

I mangel på autoritative rettskilder vil formålsbetraktninger og legislative hensyn stå sentralt i den juridiske analysen. Høyesterett har også flere ganger vektlagt formålsbetraktninger på selskapsrettens område.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Se Børssirkulære nr. 2/2014, som kan leses i Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 9–18.

<sup>4</sup> Se eksempelvis Rt. 2000 s. 1792 (s. 1799).

Det vil også ses hen til underrettspraksis og børspraksis. Disse rettskildene er imidlertid ikke utarbeidet demokratisk av lovgiver og har derfor begrenset rettskildemessig vekt. I mangel på eksisterende høyesterettspraksis vil jeg likevel benytte slik praksis for å illustrere praktiske problemstillinger, samt hente inspirasjon til mulige løsninger. Børspraksis kan dessuten få større betydning ved utfylling av lovens bestemmelser der denne er konsekvent og langvarig.<sup>5</sup>

Ytterligere vil det i stor grad ses hen til juridisk teori, selv om dette også er en rettskilde med liten vekt. Tilsvarende som for underrettspraksis og børspraksis vil juridisk teori kunne gi bidrag og inspirasjon til mulige løsninger, særlig der argumentene er godt begrunnet. Teorien vil gjennomgående knytte seg til bestemmelser i aksjeloven, og jeg vil påpeke det særskilt dersom situasjonen stiller seg annerledes for allmennaksjeselskap.

### **1.3 Grunnleggende prinsipper og hensyn i aksjeselskapsretten**

Hvorvidt det er adgang til å forta en rettet emisjon etter asal. § 10-5 beror på en avveining av kryssende hensyn og interesser. De sentrale hensynene som inngår i avveiningen er majoritetsprinsippet, minoritetsvernet, vinningsformålet og likhetsprinsippet. Ettersom oppgaven vil være preget av en formålsorientert tolkning er det naturlig å innledningsvis si noe om innholdet i de aktuelle hensynene.

Allmennaksjeloven bygger på et majoritetsprinsipp. Dette innebærer at den eller de som utgjør flertallet av stemmene på generalforsamlingen har den bestemmende innflytelsen i selskapet.<sup>6</sup> Majoritetsprinsippet bidrar til fleksibilitet og legger til rette for en effektiv drift av selskapet.<sup>7</sup>

Lovgiver har forsøkt å balansere majoritetsprinsippet mot hensynet til aksjeminoritetens interesser ved å sette grenser for hva aksjemajoriteten kan foreta seg på bekostning av aksjeminoriteten.<sup>8</sup> Eksempelvis forbyr generalklausulene i §§ 5-21 og 6-28

---

<sup>5</sup> Bechmann mfl. (2002) s. 15.

<sup>6</sup> Jf. asal. § 5-17.

<sup>7</sup> Se Truyen (2005) s. 27.

<sup>8</sup> T. Bråthen (2019) s. 74.

myndighetsmisbruk fra henholdsvis generalforsamlingen og styret. Formålet er å hindre at flertallet utnytter maktposisjonen på bekostning av minoriteten.<sup>9</sup>

Videre er bakgrunnen for å opprette allmennaksjeselskap normalt å skaffe selskapets aksjonærer økonomisk utbytte. Det følger forutsetningsvis av asal. § 2-2 (2) at selskapets overordnede formål skal være å generere maksimal økonomisk avkastning som skal tilfalle aksjonærene. For at selskapet skal oppnå formålet om å skape verdier, må det også ha mulighet til å innhente ny kapital når den økonomiske situasjonen tilsier at dette er nødvendig. Reglene om rettede emisjoner bidrar til dette ved å sikre en enkel og effektiv tilgang på egenkapital.<sup>10</sup>

Likhetsprinsippet innhold vil være gjenstand for analyse i kapittel 3.

## 1.4 Videre fremstilling

I den videre fremstillingen vil jeg i kapittel 2 redegjøre for rettslige utgangspunkter. Kapittel 3 inneholder en analyse av kravet til likebehandling av aksjonærene. I denne forbindelse skal jeg behandle likhetsprinsippet slik det kommer til uttrykk i asal. § 4-1 (kapittel 3.2). Videre skal jeg redegjøre for tilknytningen mellom likhetsprinsippet og reglene om fortrinnsrettsemisjon i § 10-4 og rettede emisjoner i § 10-5 (kapittel 3.3 og 3.4). Deretter skal jeg analysere forholdet mellom asal. § 4-1 og generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28 (kapittel 3.5), før jeg vurderer forholdet mellom det aksjerettslige likhetsprinsippet og likhetsprinsippet i verdipapirhandelloven § 5-14 (kapittel 3.6).

Kapittel 4 handler om domstolenes og børsens kontroll med etterlevelsen av likebehandlingsreglene.

I Kapittel 5 vil jeg foreta en nærmere analyse av vilkåret om at det kreves «saklig grunn» i selskapets interesse for å fravike likhetsprinsippet. Herunder vil jeg først si noe innledende om saklighetsvurderingen (kapittel 5.1 og 5.2). For å belyse saklighetsvilkåret har jeg valgt å ta for meg utvalgte faktorer og typetilfeller; for det første skal jeg se på hvilken betydning tegningskursen har i vurderingen (kapittel 5.3). For det andre skal jeg vurdere hvorvidt en rettet emisjon mot en ansatt eller annen nøkkelperson kan være saklig begrunnet (kapittel

---

<sup>9</sup> Aarbakke mfl. (2016) s. 29.

<sup>10</sup> Bråthen (2014) s. 45.



5.4.1), samt hvorvidt et akutt kapitalbehov kan gjøre en rettet emisjon saklig (kapittel 5.4.2).  
Til slutt skal jeg vurdere betydningen av at det er vedtatt en reparasjonsemisjon (kapittel 5.5.)

Avslutningsvis vil jeg i kapittel 6 samle trådene og knytte noen betraktninger til oppgavens problemstilling.

## 2 Rettslige utgangspunkter

### 2.1 Allmennaksjeselskap som selskapsform

#### 2.1.1 Innledning

Ettersom oppgaven er avgrenset til allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs, er det innledningsvis naturlig å si noe om hva som kjennetegner denne selskapsformen (kapittel 2.1.2) samt hva børsnotering innebærer (kapittel 2.1.3).

#### 2.1.2 Generelt om allmennaksjeselskap som selskapsform

Den 1. januar 1996 ble det innført et skille mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap.<sup>11</sup> I Innst. O. nr. 80 (1996–1997) s. 5 er skillet forklart ved at allmennaksjeselskap er selskap med «stor spreining og som kan hente kapital frå ålmenta», mens aksjeselskap «er for dei selskapa som har få aksjeeigarar som oftast har ein nær tilknytning til selskapa». Uttalelsen indikerer at allmennaksjeselskapsformen er tilpasset større selskap mens aksjeselskapsformen er best egnet for mindre selskap. Dette underbygges av at aksjekapitalen i allmennaksjeselskap minst må være en million kroner, jf. asal. § 3-1. Aksjelovene åpner imidlertid for at aksjeselskap kan ha mange aksjonærer og høy omsetning, mens et allmennaksjeselskap kan ha bare en aksjonær.<sup>12</sup> I praksis er allmennaksjeselskap derimot større selskap med stor aksjespredning slik forarbeidene legger opp til.<sup>13</sup>

Allmennaksjeselskap kjennetegnes ved at deltakerne har et begrenset ansvar for selskapets forpliktelser, jf. asal. § 1-1 (2) nr. 1. Dette innebærer at aksjonærene ikke har noen ytterligere økonomiske forpliktelser overfor selskapet eller kreditorene utover å betale aksjeinnskuddet, jf. § 1-1 (2) nr. 1, jf. § 1-2 (2). For kreditorene er dette risikabelt ettersom de står i fare for å lide tap dersom selskapet ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Av den grunn står kreditorvernet sentralt ved tolkningen av allmennaksjeloven.

Et annet kjennetegn er at allmennaksjeselskap blir ansett som mer sårbare enn aksjeselskap som følge av at aksjonærene har mindre tilknytning til selskapet. Synspunktet gjør seg særlig

---

<sup>11</sup> Dette som følge av en endring av lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper.

<sup>12</sup> T. Bråthen (2019) s. 68; Aarbakke mfl. (2017) s. 33.

<sup>13</sup> T. Bråthen (2019) s. 68.

gjeldende i store allmennaksjeselskap med spredt eierskap. For å beskytte investorer med begrenset innsikt i selskapet er friheten til individuell utforming av selskapsforholdet gjennom vedtektene generelt sett snevrere enn i aksjeselskap.<sup>14</sup>

Videre særpreges allmennaksjeselskap av at aksjene er fritt omsettelig, jf. § 4-15 (1), noe som er et grunnleggende aksjerettslig prinsipp. Med mindre annet følger av lov, selskapets vedtekter eller avtale mellom aksjonærene kan en aksjonær enkelt tre ut av selskapet ved å selge aksjene sine.<sup>15</sup> I forlengelsen av dette er det også et poeng at allmennaksjeselskap kan henvende seg til både eksisterende aksjonærer, til bestemte utenforstående og til allmennheten når kapital skal innhentes, jf. asal. kapittel 10. Det er dermed grunnlag for å si at allmennaksjeselskapsformen er underlagt et fleksibelt system for omsetning av aksjer.

### **2.1.3 Særlig om børsnoterte selskap**

Ved børsnotering blir aksjer i et selskap offentlig tilgjengelig for kjøp gjennom en børs. En børs er en markedsplass for handel av fritt omsettelige aksjer. I Norge er det bare Oslo Børs som opererer regulerte markeder for aksjer, egenkapitalbevis og andre verdipapirer. Oslo Børs består i dag av børsen Euronext Oslo Børs, det regulerte markedet Euronext Expand og den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth.<sup>16</sup> Oppgaven tar kun for seg selskap som er notert på Euronext Oslo Børs.

I tillegg til allmennaksjeloven må børsnoterte allmennaksjeselskap rette seg etter reglene i verdipapirhandelloven og forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven. Gjennom EØS-avtalen er Norge dessuten forpliktet til å implementere en rekke EU-regler som gjelder for børsnoterte selskap.<sup>17</sup>

Videre gjelder «Norges anbefaling for eierstyring og selskapsledelse» (NUES) for aksjer notert på regulert marked i Norge. Anbefalingen er ikke rettslig bindende, men bygger på et «følg eller forklar»-prinsipp. Dette innebærer at selskapet i årsberetningen må begrunne eventuelle avvik fra NUES samt hvordan selskapet i stedet har innrettet seg.<sup>18</sup> Børsnoterte allmennaksjeselskap må også forholde seg til børsens regler i Euronext Regelbok (Bok I:

---

<sup>14</sup> Se T. Bråthen (2019) s. 68 og 85.

<sup>15</sup> Jf. asal. § 4-15 (1).

<sup>16</sup> Se <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>; se Bergo (2021) s. 144–154 for mer om handelsplasser og utførelsesplasser.

<sup>17</sup> Se <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo> for relevante direktiver.

<sup>18</sup> Se NUES: <https://nues.no/eierstyring-og-selskapsledelse/> kapittel 1.

Harmoniserte regler) og Oslo Regelbok II.<sup>19</sup> Det strenge regelverket sikrer trygghet og åpenhet i markedet slik at det blir mindre risikofylt å investere i børsnoterte selskap.

Samlet sett er det en fordel med børsnotering at man når ut til et bredt publikum, og får større tilgang på friskt kapital.<sup>20</sup> På den andre siden kan aksjonærene risikere å miste innflytelsen i selskapet ved at aksjene blir tilgjengelig for oppkjøp. For eksempel oppstår det en fare for at konkurrenter kjøper opp selskapet.<sup>21</sup> En annen ulempe er at det gjelder mange særlige løpende forpliktelser for børsnoterte selskap, som både er kostnads- og tidskrevende å følge opp.

## 2.2 Aksjekapital og emisjon

Ved en rettet emisjon er det selskapets aksjekapital som forhøyes. I det følgende skal det redegjøres for hva som menes med aksjekapital og emisjon i allmennaksjeselskap.

Det følger av asal. § 3-1 (1), jf. (2) at et allmennaksjeselskap skal ha en «aksjekapital» på minst 1 000 000 kroner, og denne skal være fordelt på én eller flere aksjer som aksjonærrettighetene knytter seg til. Bestemmelsen tilsier at aksjekapitalen utgjør summen av samtlige aksjers pålydende. Det er altså tale om kapital i form av aksjer. Hva som nærmere bestemt menes med «aksjekapital» er ikke definert i § 3-1, men følger av andre bestemmelser i loven.<sup>22</sup>

Ved stiftelse av selskapet følger det av § 2-2 (1) nr. 5 at vedtektene skal angi «aksjekapitalens størrelse», jf. § 3-1. Etter § 2-9 annet punktum blir selskapet stiftet når «alle stifterne har signert stiftelsesdokumentet». Sett i sammenheng tilsier bestemmelsene at innbetalt aksjekapital er et vilkår for stiftelse. Etter stiftelse utgjør aksjekapitalen en bestemmelse i vedtektene og vil stå uendret frem til en eventuell emisjon eller kapitalnedsettelse.<sup>23</sup>

Bestemmelsene i allmennaksjeloven kapittel 10 regulerer tilfellene der selskapet ønsker å forhøye aksjekapitalen ved nytegning av aksjer etter at selskapet er stiftet. I slike tilfeller skjer emisjonen ved at selskapet blir tilført nye verdier eller får redusert gjeld. Det er generalforsamlingen som har myndighet til å treffe beslutning om nyemisjon, jf. §§ 10-1 til

---

<sup>19</sup> Se <https://www.euronext.com/nb/regelverk/euronexts-regulerte-markeder>.

<sup>20</sup> Maldan mfl. (2016) s. 94.

<sup>21</sup> Maldan mfl. (2016) s. 97–98.

<sup>22</sup> Andenæs (2016) s. 401.

<sup>23</sup> Andenæs (2016) s. 402.

10-13. Generalforsamlingen kan imidlertid også gi styret fullmakt til slik beslutning, jf. §§ 10-14 til 10-19.

Etter § 10-12 (4), jf. § 2-12 (1) kan aksjeinnskuddet ved emisjon ikke «være lavere enn aksjens pålydende». Bestemmelsen gir uttrykk for et grunnprinsipp i selskapsretten om at aksjer ikke kan tegnes til underkurs.<sup>24</sup> Forbudet må ses på bakgrunn av hensynet til at aksjekapitalen stemmer med det beløp som selskapet faktisk tilføres.<sup>25</sup>

De overnevnte bestemmelsene om aksjekapital og emisjon må ses i lys av hensynet til kreditorvernet. Aksjekapitalen er selskapets kapitalbase, og er et premiss for at aksjonærene kan drive virksomhet med begrenset ansvar.<sup>26</sup> Dette underbygges av at aksjekapitalen som tilføres selskapet etter stiftelse eller emisjon er en del av selskapets «bundne egenkapital», jf. § 8-1. Aksjekapitalen blir med dette en sentral sikkerhetsmekanisme for selskapets kreditorer. For å ivareta formålet med reglene har lovgiver bestemt at lovreglene om aksjekapitalen er preseptoriske.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> Andenæs (2016) s. 104.

<sup>25</sup> T. Bråthen (2019) s. 258.

<sup>26</sup> T. Bråthen (2019) s. 135–136.

<sup>27</sup> Andenæs (2016) s. 401.

# 3 Kravet til likebehandling av aksjonærene

## 3.1 Innledning

Før jeg går nærmere inn på kravet til likebehandling av aksjonærene kan det påpekes at likhetsprinsippet i § 4-1 er et utslag av et grunnleggende sammenslutningsprinsipp. Selv om det for første gang ble kodifisert i aksjeloven 1976 § 3-1, har prinsippet røtter langt tilbake i tid.<sup>28</sup> Likhetsprinsippet er også anerkjent i utenlandsk selskapsrett samt EU-retten, noe som illustreres ved at bestemmelsen i asal. § 4-1 har forankring i det annet selskapsdirektiv 13. desember 1976 (77/91/EØF) («kapitaldirektivet») artikkel 42.

## 3.2 Likhetsprinsippet

### 3.2.1 Ordlyden av asal. § 4-1 (1)

Det følger av asal. § 4-1 (1) første punktum at «[a]lle aksjer gir lik rett i selskapet». Ordlyden tilsier at alle aksjer i selskapet har de samme rettighetene, det vil si de samme økonomiske og organisatoriske rettighetene. Bestemmelsen må ses i sammenheng med § 3-1 (2) om aksjekapitalen.<sup>29</sup> Sett i sammenheng tilsier bestemmelsene at aksjer er eiendeler av et selskap, og er en nødvendig forutsetning for å ha rettigheter i selskapet. Aksjonærenes omfang av rettigheter beror på hvor mange aksjer de eier. Enkelte rettigheter etter allmennaksjeloven gjelder riktignok uavhengig av hvor mange aksjer man eier, slik som retten til å møte på generalforsamling, jf. § 5-2. Hvor mange stemmer man har på generalforsamlingen beror derimot på hvor mange aksjer man eier, jf. § 5-4. Det avgjørende i lys av likhetsprinsippet er at hver enkeltaksje behandles likt uavhengig av hvem som eier aksjen.<sup>30</sup>

Bestemmelsen i § 4-1 hjemler ikke et tilsvarende krav om likebehandling av aksjonærene. Dette må ses i sammenheng med majoritetsprinsippet utgangspunkt om at det er aksjonærflertallet som bestemmer. I praksis innebærer imidlertid likhetsprinsippet en relativ

---

<sup>28</sup> Truyen (2005) s. 99.

<sup>29</sup> Se kapittel 2.2 for presentasjon av § 3-1 (2).

<sup>30</sup> Dette støttes av Andenæs (2016) s. 128 som tar til orde for at likhetsprinsippet stiller krav til formell likhet.

likebehandling av aksjonærene i tråd med eierandelen i selskapet.<sup>31</sup> Dette betyr at aksjonærer med like mange aksjer har krav på å bli behandlet likt. Faktiske forskjeller utenfor selskapsforholdet har derimot ikke betydning når det kommer til likhetsprinsippet.<sup>32</sup> For eksempel kan det være ulikheter i aksjonærenes skatteposisjon uten at dette innebærer en forskjellsbehandling.<sup>33</sup>

Det første kjente innslaget av likhetsprinsippet i norsk rett finner vi i Rt. 1919 s. 550. I saken skulle aksjekapitalen i et dampskipsrederi forhøyas. Som vilkår for å delta i emisjonen var det fastsatt at man måtte eie to gamle aksjer i selskapet for å kunne kjøpe en ny. Aksjonærer som bare eide en aksje fikk dermed ingen reell mulighet til å benytte fortrinnsretten sin,<sup>34</sup> og det ble reist erstatningssøksmål mot selskapet. Høyesterett konkluderte med at det var grunnlag for erstatning basert på at aksjonærene med en aksje ikke ble «stillet paa like fot» med de øvrige aksjonærene (s. 522). Dette må leses som en henvisning til likhetsprinsippet og kravet til faktisk likhet.<sup>35</sup>

Et annet eksempel er Rt. 2013 s. 241 (Stangeskovene). Saken handler om hvorvidt styret i Stangeskovene AS hadde saklig grunn til å nekte en aksjonær å erverve flere aksjer i selskapet, jf. asl. § 4-16 (2). I saken hadde styret blant annet vektlagt at vedkommende aksjonær ikke tilhørte Stangfamilien, altså etterkommerne av stifteren. Etter Høyesteretts syn var det usaklig og i strid med likhetsprinsippet å behandle vedkommende eller andre aksjonærer som ikke tilhørte Stangfamilien annerledes enn familieaksjonærene (avsnitt 79 og 87). Vedtaket om samtykkenekt var dermed ugyldig. I motsetning til aksjeselskap er aksjer etter allmennaksjeloven fritt omsettelig, jf. § 4-15. Dommen har dermed ikke direkte overføringsverdi til allmennaksjeselskap. På denne bakgrunn er dommen kun ment som en illustrasjon av likhetsprinsippet formelle side om at alle aksjene skal ha de samme rettighetene uavhengig av hvem aksjonæren er.

### **3.2.2 Begrunnelsen for likhetsprinsippet og dets nærmere innhold**

Likhetsprinsippet er begrunnet i hensynet til at aksjonærenes kapitalinnsats i selskapet bør svare til vedkommende innflytelse. Med dette menes det at aksjonærene skal ha mulighet til å

---

<sup>31</sup> Truyen (2005) s. 97–98.

<sup>32</sup> Truyen (2005) s. 98.

<sup>33</sup> Eksempel hentet fra Truyen (2005) s. 98; Truyen JV (2004) s. 309.

<sup>34</sup> Se mer om fortrinnsrett i kapittel 3.3.

<sup>35</sup> Se Andenæs (2016) s. 128–129 som gir uttrykk for samme synspunkt.

påvirke forvaltningen av selskapet i tråd med eierandelen sin, og på dette vis også indirekte påvirke hvordan eierandelen blir forvaltet.<sup>36</sup> Dette skaper proporsjonalitet mellom risikoen aksjonærene tar ved å gjøre innskudd i selskapet, og den fordel de får ved å være aksjonær.<sup>37</sup> På denne måten fremmer likhetsprinsippet rettferdighet, noe som i juridisk teori omtales som den moralske begrunnelsen bak prinsippet.<sup>38</sup>

Videre har likhetsprinsippet en økonomisk side. Prinsippet må ses på bakgrunn av hensynet til å verne om de berettigede forventningene aksjonærene har om at aksjeinnskuddet ikke skal benyttes til å favorisere enkeltaksjonærens egeninteresser. Basert på dette kan man fra et økonomisk perspektiv si at likhetsprinsippet handler om at investorer ikke skal måtte bekymre seg for at det skjer en forskyvning av verdier mellom aksjonærene, med den konsekvens at de taper penger på å investere i selskapet.<sup>39</sup>

Ifølge Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) s. 104 må likhetsprinsippet og minoritetsvernet ses i sammenheng. Dersom minoritetsaksjonærer er sikret økonomisk likebehandling i den forstand at de er sikret en andel i selskapets verdistigning vil det være mer attraktivt å investere i minoritetsposter i selskapet.<sup>40</sup> Gjennom å verne om minoriteten blir likhetsprinsippet en sentral mekanisme for å sikre et effektivt kapitalmarked.<sup>41</sup> Dette er særlig viktig i større allmennaksjeselskap med flere hundre aksjonærer.

Lovgiver er taus om likhetsprinsippets nærmere innhold. I juridisk teori er det imidlertid lagt til grunn at det er tale om et objektivt prinsipp. Dette innebærer at det er den faktiske forskjellsbehandlingen som er avgjørende, uavhengig av motivet ved handlingen.<sup>42</sup> Standpunktet kan begrunnes i at et subjektivt prinsipp antagelig ville medført bevisproblemer. Hensynet til et reelt og effektivt vern mot forskjellsbehandling støtter dermed synspunktet om et objektivt likhetsprinsipp.

Ifølge Truyen er kjernen i likhetsprinsippet en differansebetraktning basert på en status quo-vurdering. Dette innebærer at ingen «skal settes i en bedre eller dårligere stilling enn andre».<sup>43</sup>

---

<sup>36</sup> Sundby (2003) s. 237.

<sup>37</sup> Se Bråthen (1996) s. 416–417 for mer om proporsjonalitetsprinsippet.

<sup>38</sup> Se Truyen (2005) s. 298.

<sup>39</sup> Se Sandbekk (2002) punkt 2.2 for et lignende synspunkt.

<sup>40</sup> Se Truyen (2005) s. 85–89 for mer om minoritetsvernet og dets begrunnelse.

<sup>41</sup> Truyen TfR (2005) s. 583–584.

<sup>42</sup> Truyen (2005) s. 100.

<sup>43</sup> Truyen (2005) s. 100.



Betraktningen synes å bygge på en tanke om formell og faktisk likhet, og stemmer overens med det som er sagt ovenfor om likhetsprinsippets innhold.

Likhetsprinsippet er ikke absolutt, men må avveies mot andre hensyn.

### **3.2.3 Unntak fra likhetsprinsippet**

Allmennaksjeloven § 4-1 er deklarasjonslovgivning. Etter § 4-1 (1) annet punktum kan likhetsprinsippet fravikes på generell basis ved opprettelse av aksjeklasser. Loven er taus om hva som menes med «aksjeklasser». I praksis er det vanlig å dele inn i A-aksjer og B-aksjer, der aksjonærene i de ulike klassene har ulike rettigheter og plikter. Eksempelvis kan selskapet bestemme at A-aksjer får stemme på generalforsamlingen, mens B-aksjer ikke har stemmerett.<sup>44</sup> Av hensyn til oppgavens omfang avgrenses det mot en nærmere gjennomgang av unntaket om aksjeklasser, og det forutsettes at det ikke er opprettet aksjeklasser i den videre analysen.

Likhetsprinsippet kan også fravikes på annet grunnlag. En streng praktisering av prinsippet ville i sin ytterste konsekvens gått på bekostning av selskapets effektivitet og økonomiske vinning, og dermed være hemmende for et fungerende marked. I enkelte tilfeller kan det dessuten være i både selskapets og aksjonærenes interesser å forskjellsbehandle aksjonærene. Dette leder oss tilbake til oppgavens problemstilling ettersom det eksempelvis ved rettede emisjoner til utvalgte aksjonærer kan være berettiget å fravike likhetsprinsippet.<sup>45</sup>

Som vilkår for å fravike likhetsprinsippet må det ifølge juridisk teori foreligge «saklig grunn» i selskapets interesse.<sup>46</sup> Vilkåret fremgår ikke direkte av § 4-1, men er ansett for å være sikker rett.<sup>47</sup> I kapittel 5 skal jeg foreta en nærmere analyse av vilkåret og i hvilke tilfeller man kan ha saklig grunn til å fravike likhetsprinsippet i en situasjon ved fortrinnsrettsemisjon.

## **3.3 Hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon**

Allmennaksjeloven § 10-4 gir uttrykk for aksjonærenes fortrinnsrett. Av bestemmelsen følger det at «[v]ed forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning mot innskudd i penger har

---

<sup>44</sup> Andenæs (2016) s. 130.

<sup>45</sup> Truyen (2005) s. 100–101.

<sup>46</sup> Truyen (2005) s. 100–101; Andenæs (2016) s. 129; Gjein (2020) s. 204.

<sup>47</sup> Gjein (2020) s. 297.

aksjeeierne fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet».

Ordlyden tilsier at aksjonærene ved kontantemisjon har rett til å tegne aksjer forholdsmessig basert på hvor mange aksjer de fra før av eier i selskapet. Dersom en aksjonær eier 17 % av aksjene i allmennaksjeselskapet før emisjoner, har vedkommende altså rett til å tegne 17 % av de nye aksjene som utstedes ved emisjonen. Ordlyden oppstiller ingen plikt for aksjonærene til å opprettholde eierandelen sin, bare en rett.

Formålet med fortrinnsretten er å forhindre at emisjonen endrer maktforholdet mellom aksjonærene. Videre skal regelen motvirke at de gamle aksjonærene blir økonomisk utvannet med den konsekvens at utbyttegrunnlaget blir mindre.<sup>48</sup> Det blir med dette tydelig at fortrinnsretten er et utslag av likhetsprinsippet; hensikten er at aksjonærenes forholdsmessige andel av økonomiske og organisatoriske rettigheter skal være de samme før og etter emisjonen.<sup>49</sup>

Som en naturlig følge av at fortrinnsretten er et uttrykk for likhetsprinsippet kan den ikke tilsidesettes på generell basis i vedtektene, jf. § 10-4 (2). Dette må ses i lys av at selskapet ikke skal være bundet ved beslutningen om emisjon.<sup>50</sup> Etter § 10-4 (2) annet punktum er det imidlertid gjort unntak for enkelte tilfeller, men av hensyn til oppgavens omfang går jeg ikke nærmere inn på disse.

### **3.4 Unntaket om rettede emisjoner**

Ifølge § 10-5 kan «[g]eneralforsamlingen [...] med flertall som for vedtektsendringer beslutte å fravike det som er bestemt om aksjeeiernes fortrinnsrett i § 10-4 eller i vedtektene».

Bestemmelsen gir uttrykk for en adgang til å tilsidesette hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon gjennom det som i forarbeidene, praksis og teori omtales som en rettet emisjon.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> Bråthen (2014) s. 30.

<sup>49</sup> Se tilsvarende Bråthen (2014) s. 30.

<sup>50</sup> Andenæs (2016) s. 506.

<sup>51</sup> Se eksempelvis NOU 1996: 3 s. 99, 164 og 205; Truyen (2005) s. 365; Bråthen (2014) s. 34.

Ordlyden setter ikke begrensinger for hvem emisjonen kan rettes til fordel for. Så lenge det foreligger flertall som for vedtektsendringer,<sup>52</sup> kan selskapet dermed rette emisjonen mot utvalgte aksjonærer, bestemte investorer eller en ubestemt krets investorer som ikke er involvert i selskapet fra før. I praksis kan dette medføre at alle gamle aksjonærer får tilsidesatt fortrinnsretten sin, at noen får den tilsidesatt eller at fortrinnsretten bare gjelder for deler av aksjene som blir utstedt i emisjonen.

Etter bestemmelsen er det generalforsamlingen som har kompetanse til å beslutte en rettet emisjon. Sett i lys av at styret har det overordnende ansvaret for forvaltningen av selskapet, herunder kapitalforvaltningen, jf. asal. § 6-12, kan det tenkes at spørsmålet om emisjon i utgangspunktet faller mest naturlig innenfor styrets kompetanse- og ansvarsområde. Ettersom en rettet emisjon påvirker aksjonærrettighetene er det imidlertid hensiktsmessig at aksjonærene selv tar stilling til emisjonsspørsmålet. Kompetansen til å foreslå rettede emisjoner samt sette kursintervallen ligger derimot hos styret, jf. § 10-5, jf. § 10-3. På bakgrunn av at styret har best oversikt over selskapets økonomiske forhold fremstår en slik ansvarsfordeling som hensiktsmessig.<sup>53</sup>

En rettet emisjon har flere negative konsekvenser for aksjonærene, noe som forklarer hvorfor § 10-5 er en unntaksbestemmelse. For det første vil det skje en organisatorisk utvanning av rettighetene til de aksjonærene som ikke blir tilbudt å tegne seg i emisjonen. Dette følger av at antall aksjer i selskapet øker, men uten at de ekskluderte aksjonærene får mulighet til å opprettholde sin pro rata andel av aksjekapitalen.<sup>54</sup>

Som eksempel på organisatorisk utvanning kan vi tenke oss et allmennaksjeselskap som har en aksjekapital på 500 millioner kroner. Aksjonæren Peder eier aksjer som utgjør 30 millioner kroner av total aksjekapital, noe som vil si at hans prosentvise eierandel er 6 %. Selskapet bestemmer seg for å øke aksjekapitalen til én milliard kroner ved en rettet emisjon.

Tegningskursen settes til 10 kroner, noe som samsvarer med aksjenes virkelige verdi. Peder blir ikke tilbudt å tegne seg, noe som medfører at hans prosentvise eierandel går ned til 3 % etter emisjonen.<sup>55</sup> Konsekvensen av utvanningen er at Peder ikke lenger har stor nok eierandel til å benytte seg av minoritetsrettighetene som ligger i å eie minst 5 % av aksjene i et

---

<sup>52</sup> Se asal. § 5-18.

<sup>53</sup> Se eksempelvis asal. § 3-4 om styrets handleplikt ved tap av egenkapital.

<sup>54</sup> Andenæs (2016) s. 508.

<sup>55</sup> 30 millioner er 3 % av én milliard.

allmennaksjeselskap.<sup>56</sup> Ettersom aksjene til Peder utgjør en mindre andel av selskapets totale aksjekapital etter emisjonen, skjer det også en utvanning av stemmeretten. Dette illustrerer at rettede emisjonen kan resultere i en maktforskyvning, der de utelukkede aksjonærene får mindre innflytelse i selskapet etter emisjonen.

For det andre kan en rettet emisjon medføre en økonomisk utvanning. Ved utdeling av utbytte har den enkelte aksjonær krav på en forholdsmessig andel av utbytte basert på selskapsandelen sin.<sup>57</sup> Når den rettede emisjonen medfører en reduksjon i aksjonærens prosentvise eierandel skjer det en økonomisk utvanning i form av at utbyttegrunnet blir mindre.<sup>58</sup>

Den økonomiske utvanningen er imidlertid størst der emisjonen skjer til favørkurs,<sup>59</sup> det vil si at aksjeinnskuddet er lavere enn verdien på de aksjene som inngår i emisjonen.<sup>60</sup> I slike tilfeller skjer det en utvanning av aksjenes verdi som følge av at selskapet blir tilført færre midler sammenlignet med om kursen var satt til den verdien aksjene hadde før emisjonen.

For å illustrere hvordan favørkurs innebærer en økonomisk utvanning kan det bygges videre på eksempelet ovenfor. I dette tilfellet gis det imidlertid en rabatt slik at aksjene blir solgt til fem kroner hver. Dersom det selges og kjøpes like mange aksjer som i eksempelet ovenfor vil aksjekapitalen etter emisjonen være 750 millioner kroner. Selskapet vil altså hente inn 250 millioner kroner istedenfor 500 millioner ved å selge aksjene til favørkurs. 3 % av 750 millioner kroner er 22,5 millioner kroner. Verdien av aksjene til Peder utvannes altså med 7,5 millioner kroner (30 millioner kroner – 22,5 millioner kroner) ved at aksjene selges til favørkurs. Slik økonomisk utvanning kan sies å svekke forutberegneligheten til aksjonærene som investerer med hensikt opp å oppnå høyest mulig avkastning.

Basert på det som er sagt i avsnittene ovenfor er det klart at en rettet emisjon til utvalgte aksjonærer vil innebære en forskjellsbehandling av aksjonærene. For at krenkelsen av likhetsprinsippet skal være lovlig må det dermed foreligge saklig grunn i selskapets interesse til å fravike fortrinnsretten i § 10-4.<sup>61</sup>

---

<sup>56</sup> Se blant annet asal. § 5-7 (2).

<sup>57</sup> Jf. utgangspunktet i asal. § 4-1 om at alle aksjer gir lik rett i selskapet.

<sup>58</sup> Bråthen (2014) s. 30.

<sup>59</sup> Bråthen (2014) s. 30; kapittel 5.3.

<sup>60</sup> Truyen JV (2004) s. 321.

<sup>61</sup> Se kapittel 5.

Til tross for ulempene har rettede emisjoner også positive egenskaper. Unntaket må ses på bakgrunn av behovet for en fleksibel og effektiv aksjelovgivning.<sup>62</sup> Børsnoterte selskap befinner seg ofte i kapitalkrevende næringer der en fortrinnsrettsemisjon ikke alltid er et gunstig alternativ for å sikre nødvendig finansiering av selskapet. Bakgrunnen for dette kan være at selskapet befinner seg i en likviditetskrise, og har av hensyn til en nærstående konkurs ikke tid til å foreta en fortrinnsrettsemisjon hvor det stilles flere prosessuelle krav. Videre kan tilfellet være at de eksisterende aksjonærene ikke har kapital eller ønske om å delta i en fortrinnsrettsemisjon.

Ytterligere er rettede emisjoner rentefritt, og dermed ofte et rimeligere alternativ for å innhente ny kapital sammenlignet med å ta opp lån i en bank. En rettet emisjon vil dessuten kunne forsvares i en fremtidig gevinstmaksimering, noe som kan avhjelpe utvanningseffekten. Samlet sett illustrerer dette at likebehandling ikke kreves fullt ut i alle tilfeller, det sentrale er at likebehandling tilstrebes i tilstrekkelig grad til å oppfylle kravet til saklig grunn.<sup>63</sup>

### **3.5 Forholdet til generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28**

I juridisk teori er det diskutert hvorvidt likhetsprinsippet i asal. § 4-1 har selvstendig materiell betydning eller om det konsumeres av misbruksreglene i §§ 5-21 og 6-28.<sup>64</sup> Svaret på spørsmålet vil ha betydning for hva som vil utgjøre rettslig grunnlag i tilfeller der en aksjonær ønsker å rette innsigelse om et vedtak om rettet emisjon som følge av forskjellsbehandling.

Det følger av § 5-21 at «[g]eneralforsamlingen kan ikke treffe noen beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning». Bestemmelsen i § 6-28 er nærmest likelydende, men er rettet mot «[s]tyret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet». Bestemmelsene har til formål å beskytte minoritetsaksjonærene mot myndighetsmisbruk fra majoritetsaksjonærenes side.<sup>65</sup> Ettersom generalklausulene har tilsvarende ordlyd samt den samme legislative begrunnelse, behandles de under ett i det følgende. En felles behandling er også vanlig i teorien.<sup>66</sup>

---

<sup>62</sup> Se NOU 1996: 3 s. 7 hvor det uttales at utvalget søkt å «utforme et enklere og mer fleksibelt regelverk».

<sup>63</sup> Se tilsvarende Gjein (2020) s. 204.

<sup>64</sup> Se Truyen (2005) s. 101–105 og Gjein (2020) s. 205–213.

<sup>65</sup> Se eksempelvis Gjein (2020) s. 215–216.

<sup>66</sup> Truyen (2005) s. 122; Gjein (2020) s. 216.

Ordlyden av «egnet til å gi visse aksjeeiere [...] en urimelig fordel på andre aksjeeieres [...] bekostning» inneholder et krav om likebehandling. Mens likhetsprinsippet i § 4-1 tar utgangspunkt i et positivt krav til likestilling, inneholder imidlertid generalklausulene en negativ avgrensning av majoritetsaksjonærenes kompetanse. Til tross for ulike vurderingstema er bestemmelsene til en viss grad overlappende ettersom ordlyden i § 4-1 ikke skiller mellom spørsmål av formell og materiell karakter.<sup>67</sup> Dette er bakgrunnen for spørsmålet om likhetsprinsippet materielle side konsumeres av misbruksreglene eller om det er tale om alternative regler.

En forskjell mellom § 4-1 og generalklausulene er at førstnevnt etter sin ordlyd gjelder likebehandling av aksjene,<sup>68</sup> mens sistnevnt gjelder likebehandling av aksjonærene. I teorien tar Gjein denne forskjellen til inntekt for at likebehandling av aksjonærene faller utenfor bestemmelsen i § 4-1.<sup>69</sup> Truyen mener forskjellen er uten betydning. For det første viser han til at faktiske forskjeller hos aksjonærene er irrelevant i misbruksvurderingen. For det andre mener han at likebehandling av aksjer og likebehandling av aksjonærer i samme faktiske situasjoner er to sider av samme sak; i begge tilfeller er det tale om likestilling i relasjon til den relative eierposisjonen aksjonærene har i selskapet.<sup>70</sup>

Truyens argumentasjon samsvarer med det som tidligere er sagt om at likhetsprinsippet innebærer en relativ likebehandling av aksjonærene.<sup>71</sup> Ettersom det i begge tilfeller er tale om likebehandling basert på den relative selskapsandelen er det dessuten nærliggende at utfallet av et spørsmål om forskjellsbehandling ville blitt det samme, uavhengig av om fokuset ligger på likestilling av aksjene eller aksjonærene. Truyen sitt standpunkt er dermed velbegrunnet, og det blir kunstig å oppstille et skille.

Det følger av NOU 1992: 29 s. 46 at likhetsprinsippet har «fått forankring i misbruksreglene i § 8-14 første ledd og § 9-16» (nå §§ 6-28 og 5-21). Videre følger det på s. 92 at § 4-1 (tidligere § 3-1) gir uttrykk for et formelt likhetsprinsipp og må ses i sammenheng med generalklausulene som gir uttrykk for et materielt likhetsprinsipp.<sup>72</sup> Forarbeidene går ikke

---

<sup>67</sup> Truyen (2005) s. 101.

<sup>68</sup> Jf. kapittel 3.2.2.

<sup>69</sup> Gjein (2020) s. 205 og 209.

<sup>70</sup> Truyen (2005) s. 103.

<sup>71</sup> Se kapittel 3.2.1.

<sup>72</sup> Se også Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 105.

nærmere inn på forholdet mellom bestemmelsene, men kan tas til inntekt for at likhetsprinsippets materielle side følger av generalklausulene.<sup>73</sup>

Høyesterett har ikke tatt direkte stilling til spørsmålet. I Rt. 1991 s. 892, som gjaldt spørsmålet om myndighetsmisbruk i forbindelse med fordeling av fellesutgifter i et boligsameie, taler Høyesterett om «likhetsprinsippet slik det kommer til uttrykk i bl.a. aksjeloven § 9-16» (s. 896). Uttalelsen indikerer at likhetsprinsippet må suppleres av generalklausulene. På den andre siden er uttalelsen knapp, og det er dermed vanskelig å se at Høyesterett har ment å ta et standpunkt til hvorvidt likhetsprinsipp i § 4-1 konsumeres av generalklausulene.

I juridisk teori har Truyen og Gjein tatt direkte stilling til problemstillingen. Som følge av manglende holdepunkter for noe annet, legger Truyen til grunn at likhetsprinsippets materielle side konsumeres av generalklausulene i den grad virkeområdet er overlappende.<sup>74</sup> Med samme begrunnelse støtter Gjein en slik konklusjon, og presiserer at likhetsprinsippet og eventuelt brudd på dette vil være et moment i misbruksvurderingen.<sup>75</sup>

Aarbakke mfl. uttaler på den andre siden at vurderingene av hvorvidt likhetsprinsippet er brutt «langt på vei [vil] være den samme som etter generalklausulen mot myndighetsmisbruk i § 5-21».<sup>76</sup> Måten forfatterne formulerer seg på kan tilsa at de mener at likhetsprinsippet står på egne ben, men at vurderingen er tilsvarende som etter misbruksreglene.<sup>77</sup> Senere i boken skriver de imidlertid at § 5-21 «[...] må ses i sammenheng med likhetsgrunnsetningen i § 4-1 [...]».<sup>78</sup> Dette kan forstås som at de legger til grunn samme synspunkt som Truyen og Gjein. Som følge av motstridende uttalelser kan dette vanskelig ses som et argument i den ene eller andre retningen.

Sett i lys av at det ikke finnes sterke motargumenter legges det til grunn at likhetsprinsippet i asal. § 4-1 ikke har selvstendig materiell betydning ved siden av misbruksreglene. Innsigelser mot konkrete vedtak om rettede emisjoner må derfor forankres i §§ 5-21 eller 6-28.

---

<sup>73</sup> Se Truyen (2005) s. 103 og Gjein (2020) s. 206–207 som tar til orde for det samme.

<sup>74</sup> Truyen (2005) s. 105.

<sup>75</sup> Gjein (2020) s. 213; Truyen (2005) s. 319–320.

<sup>76</sup> Aarbakke mfl. (2017) s. 237.

<sup>77</sup> Dette støttes av Gjein (2020) s. 205.

<sup>78</sup> Aarbakke mfl. (2017) s. 415.

De overnevnte rettskildene tilsier imidlertid at likhetsprinsippet og hvorvidt det foreligger brudd på dette vil være et moment i vurderingen av om det foreligger myndighetsmisbruk. Dette underbygges ytterligere av at det i juridisk teori, med støtte i forarbeidene,<sup>79</sup> er bred enighet om at rettede emisjoner må være saklig begrunnet i selskapets interesse for å ikke innebære en «urimelig fordel» i strid med generalklausulene.<sup>80</sup> Samlet sett tilsier dette at § 4-1 gir uttrykk for at det kreves en saklig og forsvarlig begrunnelse for å fravike likhetsprinsippet, og dersom det i tilfellet ikke foreligger slike grunner vil det foreligge en «urimelig fordel» og et myndighetsmisbruk i strid med §§ 5-21 eller 6-28.

### **3.6 Forholdet til verdipapirhandelloven § 5-14**

I dette kapittelet skal jeg ta for meg spesialbestemmelsen om likebehandling i verdipapirhandelloven § 5-14 som gjelder for børsnoterte selskap.<sup>81</sup> Av bestemmelsen fremgår det at

«(1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesser.

(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.»

Ordlyden av første ledd tilsier at bestemmelsen oppstiller et krav om likebehandling av aksjonærer i samme situasjon, og har klare fellestrekk med ordlyden i asal. § 4-1. I likhet med § 4-1 er likebehandlingskravet ikke absolutt, noe som følger av at det i annet punktum åpnes for forskjellsbehandling som er saklig begrunnet i utsteders og innehavernes felles interesser.

---

<sup>79</sup> Se Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 111–112.

<sup>80</sup> Se Bråthen (2014) s. 164. På samme sidetall viser hun til at tilsvarende er lagt til grunn i dansk, tysk og angloamerikansk rett, noe som skaper rettsenhet på tvers av landegrensene.

<sup>81</sup> Strukturen i dette kapittelet er inspirert av Gjein (2020) s. 296-302.



Til forskjell fra § 4-1 som likestiller aksjene, oppstiller imidlertid vphl. § 5-14, i likhet med generalklausulene, et krav om likebehandling av aksjonærene. Som påpekt ovenfor har forskjellen ingen praktisk betydning.<sup>82</sup>

I bestemmelsens annet ledd henvises det også til et krav om likebehandling. Ordlyden av «egnet» tilsier at det er tilstrekkelig at tiltaket er av en slik art at forskjellsbehandling potensielt kan forekomme. Det kreves ikke at forskjellsbehandlingen materialiserer seg. Videre tilsier ordlyden av «urimelig» at det må foretas en saklig- og forholdsmessighetsvurdering av om tiltaket kan forsvares i lys av dets fordeler og ulemper. Vurderingstemaet er nærmest likelydende med generalklausulene i aksjeretten.<sup>83</sup>

På den andre siden må det ses hen til at verdipapirhandelloven § 5-14 oppstiller et krav om at krenkelsen av likhetsprinsippet må være saklig begrunnet i «utsteders og innehavernes felles interesser». Ordlyden tilsier at både selskapets og aksjonærenes interesser må tas hensyn til i saklighetsvurderingen, og at tiltaket må være forenlig med hver av de nevnte interessene. I forarbeidene og juridisk teori knyttet til allmennaksjeloven er det derimot lagt til grunn at beslutninger fattet av styret og generalforsamlingen må være saklig begrunnet i «selskapets interesse».<sup>84</sup> Isolert sett indikerer ulikhetene at bestemmelsene har et ulikt innhold.<sup>85</sup>

Hva som inngår i «selskapets interesse» er imidlertid uklart, og er gjenstand for diskusjon i juridisk teori.<sup>86</sup> Av hensyn til oppgavens omfang avgrenses det mot en detaljert gjennomgang av de ulike synspunktene. Det kan likevel bemerkes at både aksjonærene og selskapet har en interesse i å oppnå økonomisk vinning på sikt, jf. vinningsformålet i asal. § 2-2 (2).<sup>87</sup> Et slikt synspunkt støttes av Gjein som uttaler at «[s]elskapsinteressen og aksjeeiernes interesse vil ikke alltid være identisk, men i et langtidsperspektiv vil interessene i stor grad være sammenfallende».<sup>88</sup> Basert på dette kan det argumenteres for at verdipapirhandelloven § 5-14 og generalklausulene har et tilsvarende innhold, iallfall dersom man legger til grunn et langtidsperspektiv i saklighetsvurderingen.

---

<sup>82</sup> Se kapittel 3.5.

<sup>83</sup> Se kapittel 3.5.

<sup>84</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 111–112; Bråthen (2014) s. 169.

<sup>85</sup> Se også Gjein (2020) s. 297.

<sup>86</sup> Se f.eks. Bråthen (2014) s. 172–175.

<sup>87</sup> Se kapittel 1.3.

<sup>88</sup> Gjein (2020) s. 297-298.

Videre kan det påpekes at ordlyden tilsier at likebehandlingsregelen både verner mot tiltak som er egnet til å gi utvalgte aksjonærer og tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av de øvrige aksjonærene. Tilsvarende følger av generalklausulene. Ettersom likhetsprinsippet krenkes ved rettede emisjoner til utvalgte aksjonærer, vil dette være fokuset i oppgaven.

Lovgiver og Høyesterett er taus om bestemmelsens nærmere innhold. Som følge av et behov for nærmere avklaringer har Oslo Børs formulert et veiledningsskriv der de redegjør for hvordan § 5-14 skal tolkes,<sup>89</sup> og da særlig med tanke på rettede emisjoner. I veiledningen legger børsen til grunn at «det rettslige innholdet i asal. §§ 6-28 og 5-21 langt på vei er sammenfallende med det rettslige innholdet i vphl. § 5-14».<sup>90</sup> Børsklagenemden og Oslo Børs har fulgt dette opp i sin praksis.<sup>91</sup>

Uttalelsen til børsen kan underbygges av LF-2009-120317 og LF-2010-160231 som begge gjelder asal. § 5-21. I førstnevnt sak støtter lagmannsretten seg på børsens vurdering i saken og uttaler at det rettslige vurderingstema i vphl. § 5-14 og asal. § 5-21 er sammenfallende.<sup>92</sup> Tilsvarende følger av sistnevnt sak der lagmannsretten poengterer at «[d]e momenter som er relevante i relasjon til verdipapirhandelloven § 5-14 ligger nært opp til de som er relevante i forhold til asal. § 5-21».<sup>93</sup> Selv om lagmannsrettspraksis normalt ikke har stor vekt, så nektet Høyesterett anke i sistnevnt dom.<sup>94</sup> Dette indikerer at Høyesterett vurderer resultatet som korrekt og gir dommen større rettskildemessig legitimitet.

Ettersom de gjeldende bestemmelsene er tilnærmet likelydende, tilsier også hensynet til koherens i rettssystemet at vphl. § 5-14 og generalklausulene i stor grad må tolkes likt. Til tross for dette kan det stilles spørsmål ved om terskelen for saklig grunn er den samme etter generalklausulene og verdipapirhandelloven.

Verdipapirhandelloven § 5-14 første punktum krever at aksjonærene «skal likebehandle[s]». Formuleringen gir uttrykk for et strengere likebehandlingskrav sammenlignet med generalklausulene som viser til at selskapsorganene ikke skal treffe beslutninger som er egnet til å forskjellsbehandle. Synspunktet om et strengere krav til likebehandling støttes av formålsbestemmelsen i § 1-1. Ifølge bestemmelsen skal loven sikre tillitt til det norske

---

<sup>89</sup> Se Børssirkulære nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 9–18.

<sup>90</sup> Børssirkulære nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 11 fotnote 2.

<sup>91</sup> OBKN-2015-3; OB-2017-3; OBS-2016-3.

<sup>92</sup> LF-2009-120317.

<sup>93</sup> LF-2010-160231.

<sup>94</sup> Jf. HR-2012-2006-U.

verdipapirmarkedet, samt legge til rette for en forsvarlig og effektiv handel med børsnoterte verdipapirer. Sammenlignet med aksjelovgivningen, som er sentrert rundt det enkelte selskap og selskapets aksjonærer, har verdipapirhandelloven flere interesser å ta hensyn til. Dette gjør det naturlig med et strengere likhetsprinsipp for børsnoterte selskap, og må anses som bakgrunnen for at det i teorien er antatt at generalklausulene i §§ 5-21 og 6-28 har et strammere innhold i børsnoterte selskap.<sup>95</sup>

På den andre siden har børsnoterte selskap ofte en mer profesjonell ledelse og et profesjonelt styre. Dette kan forhindre at maktmisbruk forekommer, og tilsier at det ikke er behov for et strengere prinsipp.<sup>96</sup> Til tross for dette må det legges avgjørende vekt på at lovgiver gjennom § 5-14 gir uttrykk for en høyere terskel ved børsnoterte selskap.

Etter dette legges det til grunn at verdipapirhandelloven § 5-14 rettslige innhold i stor grad er sammenfallende med generalklausulene. Analysen av «saklig grunn» i kapittel 5 vil dermed ha betydning for forståelsen av både det aksjerettslige og det verdipapirrettslige likhetsprinsippet i relasjon til rettede emisjoner i børsnoterte allmennaksjeselskap. I vurderingen er terskelen for saklig grunn høyere enn hva som ville vært tilfelle ved rettede emisjoner i et unotert selskap.

---

<sup>95</sup> Bergo (2021) s. 207; Bråthen (2014) s. 196 med videre henvisninger til Oslo Børs, Vedtak og uttalelser 2005 punkt 5.6.1 s. 58 som gir uttrykk for et tilsvarende synspunkt.

<sup>96</sup> Se Bergo (2021) s. 207.

# 4 Kontroll med etterlevelse av likebehandlingsreglene

## 4.1 Innledning

For at likebehandlingsprinsippet skal ha det vernet det er ment å ha, må krenkelse av prinsippet håndheves effektivt. I dette kapittelet skal jeg derfor se på i hvilken grad domstolene og børsen kan overprøve selskapets tilsidesettelse av likhetsprinsippet i forbindelse med rettede emisjoner.

## 4.2 Domstolskontroll

Det er et alminnelig hensyn i selskapsretten at selskap skal ha et visst styringsrom. Dette er essensielt for at selskapet skal kunne drive forretning. For å ivareta hensynet til selskapets styringsrom må domstolen være tilbakeholden med å overprøve selskapets forretningsmessige skjønn. Beslutninger om rettede emisjoner bygger ofte på et kommersielt formål om å styrke selskapets likviditet og økonomisk vinning, og faller dermed i kjerneområdet for selskapsstrategiske vurderinger. I det følgende skal det vurderes hvilke konsekvenser dette har for domstolskontrollen av hvorvidt likhetsprinsippet er krenket.

I Rt. 1999 s. 1682 (Østlendingen) uttaler Høyesterett seg om domstolens kompetanse til å overprøve selskapets vurderinger av hvem som skal være aksjonær i selskapet, jf. asl. (1976) §§ 3-4, jf. 3-2. Førstvoterende uttaler at «[...] domstolene må utvise tilbakeholdenhet ved utøvelse av domstolskontrollen med selskapsstrategiske vurderinger [...]» (s. 1692).

Standpunktet er fulgt opp i senere praksis.<sup>97</sup> I Rt. 2013 s. 241 presiserer Høyesterett at «[...] intensiteten i domstolskontrollen vil kunne variere alt etter selskapets karakter og formål og hva som begrunner nektingen» (avsnitt 49).<sup>98</sup> Dette forstås slik at prøvingskompetansen er relativ. Videre i avsnitt 50 uttaler Høyesterett at «[...] det vil inngå i saklighetskontrollen å påse at det som styret anfører som selskapsstrategiske vurderinger, har tilstrekkelig og reell

---

<sup>97</sup> Se f.eks. Rt. 2003 s. 335 (avsnitt 14) og Rt. 2013 s. 241.

<sup>98</sup> Se kapittel 3.2.1 for mer om dommen.

rot i selskapets formål og virksomhet». Høyesterett stiller med dette krav til styret begrunnelse i saklighetsvurderingen.

Selv om de nevnte dommene gjaldt aksjeloven, er det ingenting som tilsier at prøvingskompetansen skal stille seg ulikt for aksjeloven og allmennaksjeloven. Dommene har derfor overføringsverdi til oppgavens problemstilling.

Ved beslutninger om selskapsstrategiske spørsmål, slik som hvorvidt det skal foretas en rettet emisjon, er det ofte en fordel å sitte på bransjekunnskap. Mangel på relevant kunnskap kan gjøre det vanskelig å vurdere hva som vil være de beste løsningene av hensyn til selskapets finansielle og operative strategi. Den overnevnte høyesterettspraksis indikerer at domstolene er bevisst på at slike økonomiske og selskapsstrategiske vurderinger ligger utenfor deres kompetansefelt. Dette tilsier at domstolene vil vise tilbakeholdenhet ved overprøvingen av saklighetsvurderingen ved rettede emisjoner.

Når det er sagt, gir de overnevnte høyesterettsdommene ikke uttrykk for at generalforsamlingen og styret har et fritt skjønn slik som i forvaltningen. Det legges opp til en konkret vurdering av prøvingskompetansen i den enkelte sak. Dersom beslutningen innebærer en alvorlig krenkelse eller bygger på utenforliggende hensyn, tilsier den gjeldende praksis at domstolene vil foreta en prøvelse av selskapets vurderinger om hvorvidt den rettede emisjonen innebærer en usaklig forskjellsbehandling.

### **4.3 Børsens kontroll**

Det er Finanstilsynet som fører tilsyn med etterlevelsen av likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14, jf. § 19-1. Finanstilsynet har imidlertid ikke hjemmel til å sanksjonere brudd på bestemmelsen. Børsen kan derimot ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlig brudd på den likelydende bestemmelsen i punkt 2.1 i Oslo Regelbok II,<sup>99</sup> og fører på denne måten indirekte kontroll ved vphl. § 5-14.

Børsstyret har sanksjonert to brudd på likebehandlingsregelen slik den fulgte av den tidligere børsforskriften § 23-8.<sup>100</sup> I den ene saken uttalte børsen at de «vil normalt ikke overprøve

---

<sup>99</sup> Jf. Oslo Regelbok II punkt 2.11.3.

<sup>100</sup> OBS-2003-2, Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser 2003 s. 78–92, og OBKN-2006-2, Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser 2006 s. 49 og 53–68.

selskapets skjønn av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn».<sup>101</sup> Saken gjaldt spørsmål om brudd på børsforskriften § 23-8 om likebehandling og § 22-1 om god børsskikk, i relasjon til Choice Hotels Scandinavia ASA sitt tilbakekjøp av egne aksjer. I saken foretok børsen en overprøving av selskapets skjønn som følge av at selskapsmidlene ble brukt til å sikre konsernsjefen og styreformannen sine private interesser i selskapet.<sup>102</sup> Dette var klart utenforliggende hensyn, og terskelen for overprøving var dermed oppfylt.

Saken illustrerer at børsen, i likhet med domstolene, er tilbakeholden med å overprøve selskapsstrategiske vurderinger. Videre setter formuleringen «klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn» en høy terskel for overprøving.

I senere tid har børsen opplevd en negativ utvikling med hensyn til forskjellsbehandling av aksjonærer. Børsen har dermed uttalt at de «fremover [vil] ha økt fokus på utstedernes etterlevelse av likebehandlingsregelen».<sup>103</sup> Hvorvidt dette er fulgt opp må ses i lys av nyere praksis.

Børsklagenemda foretar en grundig vurdering av børsens prøvingskompetanse i saker om likhetsprinsippet i Sparebank 1 Østfold Akershus-saken.<sup>104</sup> Det presiseres at saken gjelder egenkapitalbevis i en bank, og ikke aksjer i allmennaksjeselskap. Ettersom rettsgrunnlaget er det samme anses saken imidlertid å ha overføringsverdi til hva som vil gjelde ved for børsnoterte allmennaksjeselskap.

Spørsmålet i saken var om Sparebank 1 Østfold Akershus hadde overtrådt likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser for børsnoterte selskap punkt 2.1 (nå Oslo Regelbok II punkt 2.1) i forbindelse med en rettet emisjon. Børsklagenemden viser for det første til at lovverket ikke begrenser børsens kompetanse til å overprøve selskapets vurderinger i saker om likhetsprinsippet. Til forskjell fra hva som gjelder ved domstolskontroll med forvaltningen uttales det at «børsen [skal] ha en høy faglig kompetanse, ledes av et kollegialt organ, og i sin overvåkningsfunksjon ha en rask og sikker tilgang til

---

<sup>101</sup> OBS-2003-2, Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser 2003 s. 89–90.

<sup>102</sup> OBS-2003-2, Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser 2003 s. 90.

<sup>103</sup> Børssirkulære nr. 2/ 2014, Oslo Børs, Børssirkulære, vedtak og uttalelser 2014 s. 13.

<sup>104</sup> OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 102–123.

informasjon og en særlig nærhet til markedet».<sup>105</sup> Børsen har på denne bakgrunn bedre forutsetninger til å sette seg inn i de skjønnsmessige vurderingene.

For det andre påpeker nemda at likebehandlingskravet er regelbundet, og skiller seg dermed fra forvaltningens frie skjønn. Det er dermed ikke naturlig å begrense prøvingsadgangen i like stor grad som i forvaltningssaker.<sup>106</sup> Det uttales likevel at det i forbindelse med håndhevelsen av likebehandlingsbestemmelsen ved forretningsmessige vurderinger «er grunn til en viss tilbakeholdenhet, alt etter karakteren av de vurderinger som det gjelder og den prosess som har funnet sted».<sup>107</sup> Dette er i tråd med den tidligere nevnte praksis og Børssirkulære nr. 2/2014.

Som følge av krenkelsens alvorlige karakter fant børsen grunnlag for å overprøve selskapets forretningsmessige vurderinger i Sparebank 1 Østfold Akershus. Banken hadde foretatt en mangelfull vurdering av kravet til likebehandling, og det forelå etter Børsklagenemdens syn vesentlige svakheter ved prosessen rundt den rettede emisjonen. Konklusjonen ble at det forelå en «klart usaklig forskjellsbehandling» og en «vesentlig» overtredelse av det børsrettslige likhetsprinsippet.<sup>108</sup> Børsstyrets vedtak om brudd på likebehandlingskravet etter løpende forpliktelser punkt 2.1 ble dermed stadfestet. Saken er et eksempel på at det strenge kravet til likebehandling følges opp i praksis.

Utover den overnevnte saken finnes det få andre eksempler på at børsen overprøver selskapets vurdering av hvorvidt en rettet emisjon er saklig.<sup>109</sup> Synspunktet til Bergo om at børsen ikke er aktive når det gjelder å vokte over aksjeminoritetens rettigheter er dermed treffende.<sup>110</sup>

At både domstolene og børsen er tilbakeholden med å overprøve etterlevelsen av likebehandlingsprinsippet betyr imidlertid ikke at selskapet kan drive forskjellsbehandling uten konsekvenser. Etter NUES kapittel 4 oppfordres selskapet til å begrunne fravikelse av hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon i § 10-4. Selv om brudd på NUES ikke har rettslige

---

<sup>105</sup> OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 118.

<sup>106</sup> OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 118.

<sup>107</sup> OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 119.

<sup>108</sup> OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 123.

<sup>109</sup> Etter 2014 har børsen ilagt overtredelsesgebyr i forbindelse med brudd på likebehandlingsregelen ved rettede emisjoner i OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 102-123 og OBS-2016-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017 s. 28-72.

<sup>110</sup> Bergo (2021) s. 207.

konsekvenser, vil det kunne påvirke prisen på selskapet dersom det stadig krenker likhetsprinsippet. Dette fordi at selskapet blir mindre attraktivt å investere i.

Oppsummert kan det legges til grunn at børsen overprøver selskapets beslutninger ved klare og alvorlige brudd på likhetsprinsippet. Prøvingens intensitet må vurderes konkret i den enkelte sak. Den viktigste mekanismen for å forhindre brudd på likhetsprinsippet i forbindelse med rettede emisjoner synes imidlertid å være markedsmessige sanksjoner.



# 5 Saklig grunn til å fravike likhetsprinsippet

## 5.1 Innledning

I dette kapittelet skal det foretas en nærmere analyse av vilkåret om at selskapet må ha «saklig grunn» i selskapets interesse for at en rettet emisjon i et børsnotert allmennaksjeselskap ikke skal innebærer en rettsstridig krenkelse av likhetsprinsippet. Det bemerkes at samtlige vilkår i asal. §§ 5-21, 6-28 og/ eller vphl. § 5-14 må være oppfylt for at forskjellsbehandlingen kan anses ugyldig. Ved rettede emisjoner er det imidlertid vilkåret om «saklig grunn» som oftest kommer på spissen i praksis. Dette er årsaken til at oppgaven er avgrenset til en nærmere analyse av «saklig grunn».

Før jeg går inn på i hvilke tilfeller det kan være saklig grunn til forskjellsbehandling (kapittel 5.3-5.5) skal jeg først si noe om utgangspunktet for saklighetsvurderingen (kapittel 5.2).

## 5.2 Saklighetsvurderingen

Uttrykket «saklig grunn» i selskapets interesse tilsier at forskjellsbehandlingen må være forsvarlig begrunnet, samt bygge på relevante hensyn. Det legges opp til en konkret skjønnsmessig helhetsvurdering i den enkelte sak av om likhetsprinsippet er krenket ved den rettede emisjonen.

I teorien har Truyen og Bråthen tatt til orde for at det må foretas en materiell avveining av hensynene bak likhetsprinsippet og vinningsformålet.<sup>111</sup> Ettersom en rettet emisjon kan krenke likhetsprinsippet, men fremme vinningsformålet ved å sikre selskapet likviditet og overskudd på sikt, støttes et slikt synspunkt. For å oppfylle kravet til saklighet tilsier dette at selskapets interesse i økonomisk vinning må veie tyngre enn hensynet til aksjonærene som opplever forskjellsbehandling. Det legges med andre ord opp til en forholdsmessighetsvurdering.

---

<sup>111</sup> Truyen (2005) s. 101; Bråthen (2014) s. 194–195.

At saklighetsvilkåret inneholder et krav til forholdsmessighet støttes av juridisk teori.<sup>112</sup> Videre er forholdsmessighetsprinsippet dessuten et grunnprinsipp i formueretten.<sup>113</sup> Nærmere bestemt krever forholdsmessighetsvilkåret at det må være proporsjonalitet mellom fordelene og ulempene med tiltaket. Dette vil si at dersom en tilsvarende økonomisk vinning kunne ha vært oppnådd på en måte som medfører mindre utvanning, så er forholdsmessighetskravet ikke oppfylt. Selskapet må nærmere bestemt vurdere hvilke handlingsalternativer som foreligger i den konkrete sak.<sup>114</sup>

I juridisk teori er det uenigheter om hvorvidt forholdsmessighetsvurderingen inngår i saklighetsvurderingen eller er et selvstendig vilkår i misbruksvurderingen.<sup>115</sup> Det er vanskelig å se at inndelingen vil ha innvirkning på resultatet av om forskjellsbehandling foreligger.<sup>116</sup> Ettersom saklighetsvurderingen og forholdsmessighetsvurderingen etter mitt syn flyter sammen, vil jeg i det følgende behandle forholdsmessighetskravet som en del av saklighetsvurderingen.

### 5.3 Tegningskurs

Etter asal. § 10-1 (2) nr. 3 følger det at en beslutning om å forhøye aksjekapitalen skal angi tegningskursen. Problemstillingen i dette kapittelet er hvorvidt en rettet emisjon til favørkurs kan være saklig begrunnet.<sup>117</sup>

Utover å oppstille et forbud mot å tegne aksjer til underkurs jf. § 10-12 (4), jf. § 2-12 (1) gir allmennaksjeloven ingen veiledning om hvordan tegningskursen skal fastsettes ved en rettet emisjon. Loven er dermed som utgangspunkt ikke til hinder for å tegne aksjer til favørkurs. Før vi går nærmere inn på saklighetsvurderingen skal det vurderes hvordan man fastsetter at favørkurs foreligger.

For å avgjøre om favørkurs foreligger må aksjeinnskuddet og de emitterte aksjene verdsettes.<sup>118</sup> Ved kontantemisjon vil verdien av aksjeinnskuddet være sammenfallende med

---

<sup>112</sup> Truyen (2005) s. 323; Bråthen (2014) s. 165.

<sup>113</sup> Bråthen (2014) s. 165.

<sup>114</sup> Se Børssirkulære nr. 2/ 2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 12–13.

<sup>115</sup> Se Truyen (2005) s. 325 og Bråthen (2014) s. 167.

<sup>116</sup> Se Bråthen (2014) s. 167 som presiserer at forskjellen er av pedagogisk art.

<sup>117</sup> Se definisjon av favørkurs i kapittel 3.4.

<sup>118</sup> Se også Bråthen (2014) s. 202.

emisjonskursen som er lagt til grunn i emisjonsbeslutningen, jf. § 10-1 (2) nr. 3.<sup>119</sup> Hva som utgjør de emitterte aksjenes verdi er lovteksten, forarbeidene og rettspraksis taus om. I juridisk teori uttaler Truyen at de økonomiske aksjonærrettighetene må «neddiskonteres til en nåverdi».<sup>120</sup> Synspunktet støtter seg på NOU 1995: 30 s. 130 hvor det følger at «[v]erdi uttrykkes ved nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente». Forarbeidene knytter seg til regnskapsretten, men ettersom aksjenes virkelige verdi er en tallstørrelse, anses synspunktet som velbegrunnet. I mangel på tungtveiende rettskilder legges Truyen sitt synspunkt om å neddiskontere de økonomiske aksjonærrettighetene til en nåverdi til grunn i det følgende.

Videre uttaler Truyen, med støtte fra Bråthen, at børskursen vil utgjøre aksjenes nåverdi i børsnoterte selskap.<sup>121</sup> Dette må ses på bakgrunn av at børsnoterte selskap typisk omsetter aksjene i et fungerende marked. Det vil dermed være lettere å fastsette aksjenes omsetningsverdi med utgangspunkt i børskursen sammenlignet med hva som er tilfellet for unoterte selskap.<sup>122</sup> I den anledning må det ved vurderingen av kursen tas til betraktning at aksjene ofte selges med rabatt for å sikre fulltegning.<sup>123</sup> Dersom aksjenes underliggende verdier imidlertid er høyere enn børskursen, må førstnevnt legges til grunn som aksjenes virkelige verdi.<sup>124</sup> Dette støttes av vinningsformålet som tilsier at tegningskursen skal settes høyest mulig.

Etter dette fastsetter man at favørkurs foreligger ved rettede emisjoner i børsnoterte allmennaksjeselskap ved å se på om det er avvik mellom emisjonskursen og aksjenes børskurs, eventuelt underliggende verdier dersom disse er høyere.

Når det gjelder saklighetsvurderingen yter likhetsprinsippet som nevnt motstand mot rettede emisjoner til favørkurs.<sup>125</sup> Dette er fordi at en slik emisjon krenker både organisatoriske og økonomiske rettigheter.<sup>126</sup> For at en favørkurs kan anses saklig må formålet om økonomisk vinning stå sterkere jo høyere emisjonsrabatten er. I motsatt fall er det vanskelig å forsvare at

---

<sup>119</sup> Truyen (2005) s. 375; Bråthen (2014) s. 202.

<sup>120</sup> Truyen (2005) s. 378.

<sup>121</sup> Truyen (2005) s. 379; Bråthen (2014) s. 208.

<sup>122</sup> Bråthen (2014) s. 2008. For unoterte selskap mener Truyen og Bråthen at aksjenes underliggende verdier er utgangspunktet for de emitterte aksjenes «virkelige verdi», jf. Truyen (2005) s. 383 og Bråthen (2004) s. 2007.

<sup>123</sup> Truyen (2005) s. 383.

<sup>124</sup> Bråthen (2014) s. 2008.

<sup>125</sup> Se kapittel 3.4.

<sup>126</sup> Truyen (2005) s. 162; kapittel 3.4.

enkelte aksjonærer får kjøpe de samme rettighetene til en rimeligere pris enn de ekskluderte aksjonærene.

Et eksempel på at vinningsformålet må anses å stå sterkt er det selskapet står i fare for å bli kjøpt opp av en konkurrent som planlegger å tømme selskapet for penger.<sup>127</sup> Dersom oppkjøpet lykkes, vil aksjonærenes formål om økonomisk gevinst svikte. Av hensyn til vinningsformålet kan det etter omstendighetene være saklig å selge aksjene til favørkurs for å hindre oppkjøpet.

For å ivareta likhetsprinsippet i størst mulig grad må tegningskursen settes så høyt som mulig i lys av omstendighetene og formålet med emisjonen.<sup>128</sup> Dersom den rettede emisjonen ville blitt gjennomført til tross for en høyere kurs, er forholdsmessighetsvilkåret ikke oppfylt.<sup>129</sup> Dette må ses i lys av vinningsformålet som tilsier at selskapet skal velge den kursen som i størst grad bidrar til gevinstmaksimering på sikt.

Ifølge Børssirkulære nr. 2/2014 kan favørkurs lettere anses som saklig dersom kursen er fastsatt «gjennom en forsvarlig og bred bookbuilding som reflekterer det markedsaktørene er villig til å tegne for i emisjonen».<sup>130</sup> Ved å fastsette emisjonskursen på denne måten får man et realistisk bilde av aksjenes markedspris, og hensynet til selskapets interesse i gevinstmaksimering blir dermed ivaretatt.

I enkelte tilfeller har selskapet behov for rask kapital for å eksempelvis unngå konkurs. For å få gjennomført en rettet emisjon i slike situasjoner må selskapet ofte forhandle om kursen med mulige kjøpere.<sup>131</sup> Som følge av dårlige forutsetninger for økonomisk avkastning, må det anses som lite attraktivt å investere i selskap som leverer dårlige tall. For å sikre en vellykket emisjon tvinges selskapet ofte til å selge de emitterende aksjene til favørkurs. Dersom andre handlingsalternativer er utelukket, kan det tenkes at selv en relativt lav emisjonskurs vil være saklig begrunnet i selskapets interesse. Av hensyn til likhetsprinsippet må imidlertid selskapets representanter tilstrebe å komme til enighet om en høyest mulig kurs etter

---

<sup>127</sup> For flere eksempler se Bråthen (2014) s. 236–242.

<sup>128</sup> Truyen (2005) s. 383.

<sup>129</sup> Bråthen (2014) s. 209.

<sup>130</sup> Børssirkulære nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 16.

<sup>131</sup> Børssirkulære nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 16.

omstendighetene.<sup>132</sup> Dette er fordi at utvanningseffekten øker i takt med hvor lavt emisjonskursen settes.

Det foreligger en risiko for at aksjekursen faller når en rettet emisjon blir kjent for allmennheten. Årsaken til dette kan være at den rettede emisjonen er en konsekvens av en negativ utvikling i selskapet, som for eksempel at selskapet går dårlig økonomisk. I et slikt tilfelle må selskapet forhindre at aksjekursen i markedet blir lavere enn det aksjonærene skal betale ved tegningen. Dersom emisjonskursen er høyere enn forventet markedskurs vil ikke aksjonærene ha insentiv til å delta i emisjonen, men vil være mer tjent med å kjøpe aksjene på børsen.<sup>133</sup> For å sikre en vellykket emisjon kan det argumenteres for at det er saklig grunn å operere med favørkurs i slike tilfeller.

## 5.4 Typetilfeller

### 5.4.1 Rettede emisjoner mot ansatte eller nøkkelpersoner

Problemstillingen i dette kapitlet er hvorvidt en rettet emisjon mot en ansatt eller nøkkelperson, som også er aksjonær i det børsnoterte allmennaksjeselskapet, kan være saklig begrunnet i selskapets interesse. Loven er som nevnt taus om saklighetsvurderingen. Det følger imidlertid av Innst. 1970 s. 94 at 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. Videre fremgår det at dersom det «fra de ansattes side er interesse for å plassere penger i bedriften, vil det også kunne være i selskapets interesse å imøtekomme dette ønsket».<sup>134</sup>

Uttalelsen kan tas til inntekt for at lovgiver har ment at det kan være i selskapets interesse å rette en emisjon mot selskapets ansatte. Utover dette gir forarbeidene liten veiledning om saklighetsvurderingen. Rt. 1896 s. 141 gjaldt en rettet emisjon til selskapets ledelse. Dommen skriver seg imidlertid fra tiden før aksjeloven, og har lav rettskildemessig legitimitet.<sup>135</sup> Det må dermed undersøkes om øvrige rettskilder kan bidra til å besvare spørsmålet om hvorvidt en rettet emisjon mot en ansatt eller nøkkelperson kan være saklig.

---

<sup>132</sup> Børssirkulære nr. 2/ 2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 16.

<sup>133</sup> PwC (2019): <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fortrinnsrettsemisjon-hvordan-sette-tegningskursen.html>.

<sup>134</sup> Innst. 1970 s. 94.

<sup>135</sup> Se tilsvarende Truyen (2005) s. 391–392.

En forutsetning for at problemstillingen skal komme på spissen er at det er sammenheng mellom aksjebesittelsen og tegningsretten som tildeles nøkkelpersonen eller den ansatte.<sup>136</sup> I store allmennaksjeselskap er det en presumsjon for at likhetsprinsippet ikke er krenket dersom aksjonæren etter emisjonen fremdeles eier en beskjedent andel av det samlede antall aksjer i selskapet.<sup>137</sup> En slik presumsjon er velbegrunnet ettersom utvanningseffekten vil være beskjedent. Emisjonen kan dermed ikke anses som en usaklig krenkelse av likhetsprinsippet.

Rettede emisjoner mot ansatte og nøkkelpersoner har ofte til formål å knytte vedkommende nærmere til selskapet. Videre fungerer rettede emisjoner som en incentivordning for å sikre motivasjon, økt innsats og lojalitet til selskapet.<sup>138</sup> På denne bakgrunn følger det av juridisk teori at det i saklighetsvurderingen har betydning hvor sentral tegneren er for virksomheten, samt hvor attraktiv vedkommende er på arbeidsmarkedet.<sup>139</sup> Dette forstås slik at det har betydning hvorvidt vedkommende kan erstattes, altså hvorvidt vedkommende er en nøkkelperson.

Begrunnelsen for det overnevnte momentet synes å være at det er mer nærliggende at vedkommende har en verdi for selskapet og dermed kan bidra til fremtidig inntjening dersom han har egenskaper som ikke uten videre kan erstattes. Et eksempel på dette er en gründer som har vært med å etablere selskapet. At vinningsformålet fremmes gjør det mer forsvarlig å gjennomføre emisjonen selv om minoriteten utvannes. I tilfeller der den ansatte ikke har slike særegne egenskaper vil det være et bedre alternativ å premiere vedkommende gjennom alminnelige lønnsutbetalinger.<sup>140</sup> Terskelen for saklighet må slik sett anses høyere i sistnevnt tilfeller.

I juridisk teori er det uenighet om hvorvidt det er et generelt krav om at aksjonæren må være nøkkelansatt for at saklighetsvilkåret skal være oppfylt.<sup>141</sup> Hvilket synspunkt som fremstår som mest korrekt må vurderes i lys av likhetsprinsippet.

Lagmannsretten berører problematikken indirekte i RG. 2001 s. 841. Spørsmålet i dommen var om likhetsprinsippet i aksjeloven § 5-21 var krenket som følge av en rettet emisjon mot

---

<sup>136</sup> Truyen (2005) s. 395; Bråthen (2014) s. 225.

<sup>137</sup> Truyen (2005) s. 395.

<sup>138</sup> Truyen (2005) s. 392; Bråthen (2014) s. 222.

<sup>139</sup> Truyen (2005) s. 392.

<sup>140</sup> Truyen (2005) s. 393.

<sup>141</sup> Se Truyen (2005) s. 394 som mener at tegneren i hovedsak må være nøkkelansatt for å oppfylle saklighetskravet. Bråthen mener at det neppe kan oppstilles et generelt krav om dette, jf. Bråthen (2014) s. 222.

selskapets ansatte. De ansatte var aksjonærer i selskapet. Formålet med emisjonen var å føre de ansatte inn på eiersiden i selskapet. Dette ble ansett som en fordel for selskapet, og likhetsprinsippet var dermed ikke krenket. I saken er det ikke holdepunkter for at de ansatte hadde spesielle nøkkelkvalifikasjoner. Resultatet kan dermed tas til inntekt for at tegneren ikke må være nøkkelansatt for at saklighetsvilkåret skal være oppfylt.

På den andre siden må det ses hen til at den overnevnte dommen gjaldt aksjeloven. Som nevnt er terskelen for saklig grunn høyere i børsnoterte allmennaksjeselskap enn i aksjeselskap. Dette innebærer et skjerpet krav til emisjonens forventede økonomisk gevinst. Sett i lys av det som er sagt ovenfor om at det er mer plausibelt at en nøkkelperson kan bidra til fremtidig gevinstmaksimering, er det nærliggende å legge til grunn at vedkommende som utgangspunkt må være en nøkkelansatt eller annen nøkkelperson for at saklighetsvilkåret skal være oppfylt. Spørsmålet må imidlertid vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle og på bakgrunn av utvanningseffekten. Dersom det for eksempel er tale om en rettet emisjon til en ansatt på for eksempel under 1 % er det vanskelig å se at kravet til sammenheng mellom tegningsretten og aksjebesittelsen er oppfylt. Emisjonen er dermed saklig.

For å oppnå fremtidig gevinstmaksimering har det videre betydning om emisjonen er utformet på en måte som sikrer langsiktig tilknytning til selskapet. Bråthen mener at aksjene som hovedregel må være båndlagt for at en emisjon rettet mot ansatte skal være forholdsmessig.<sup>142</sup> Dette hindrer aksjonæren fra å selge, pantsette eller råde over aksjene på annen måte i løpet av den fastsatte bindingstiden.<sup>143</sup> Truyen nevner bindingstid som en mulighet, men gir uttrykk for at det sentrale er at emisjonen sikrer langsiktig tilknytning til selskapet. Som alternativ nevner han emisjonsfullmakt til styret for å inngå opsjonsavtaler.<sup>144</sup>

Basert på den foreløpige analysen synes det sentrale å være at det er proporsjonalitet mellom krenkelsen av likhetsprinsippet og den langsiktige gevinstmaksimering. Om vinningsformålet er sikret gjennom båndlegging av aksjene eller på annet vis er dermed uten betydning. Det avgjørende er at man forhindrer at den ansatte misbruker tegningsretten til å oppnå en rask gevinst.

---

<sup>142</sup> Bråthen (2014) s. 224.

<sup>143</sup> Bråthen (2014) s. 223–224.

<sup>144</sup> Truyen (2005) s. 393.

En rettet emisjon mot ansatte gis ofte til favørkurs for å skape ekstra motivasjon til tegning.<sup>145</sup> Dette øker terskelen for saklighet.<sup>146</sup> Det kan imidlertid argumenteres for at terskelen senkes dersom emisjonen er utformet på en måte som sikrer langsiktig tilknytning. Forutsetningen må imidlertid være at det er forholdsmessighet mellom vinningsformålet og likhetsprinsippet. I vurderingen må det ses hen til vedkommende egenskaper og forventet arbeidsinnsats.<sup>147</sup>

Videre må det ses hen til hvorvidt den rettede emisjonen påvirker maktbalansen i selskapet. Dersom den ansatte etter emisjonen for eksempel kommer i en posisjon der vedkommende eier mer enn 5 % av aksjene i selskapet blir vedkommende tilkjent minoritetsrettigheter som aksjonærene som eier mindre enn 5 % ikke har.<sup>148</sup> Dette er en krenkelse av likhetsprinsippet. Krenkelsen må imidlertid anses beskjeden ettersom det er tale om rettigheter i et snevert omfang. Det kan imidlertid tenkes at terskelen for saklighet er høyere dersom emisjonen utvanner aksjeminoriteten slik at de går under 5 %. I et slik tilfelle mister aksjonærene mulighet til å utøve minoritetsrettigheter, noe som må anses som en mer alvorlig krenkelse av likhetsprinsippet. Spørsmålet kommer imidlertid sjeldent på spissen i praksis. Dette følger av at den forholdsmessige andelen av aksjer som eies av de ansatte ofte er beskjeden.<sup>149</sup>

Samlet sett kan det være sakgrunn grunn til å rette en emisjon mot en ansatt eller nøkkelperson i selskapet. Formålet må imidlertid være å knytte vedkommende nærmere selskapet.

## 5.4.2 Akutt kapitalbehov

I dette kapitlet skal vi se på hvorvidt finanssituasjonen i selskapet kan gjøre en rettet emisjon saklig begrunnet. Fokuset vil være på tilfeller der formålet med emisjonen er å berge selskapet fra en reell eller potensiell insolvenssituasjon, og der formålet er å finansiere nye forretningsmuligheter.

Selskap som befinner seg i en reell eller potensiell insolvenssituasjon har behov for rask tilførsel av kapital for å sikre videre drift. En rettet emisjon kan i slike tilfeller være avgjørende for at selskapet skal overleve likviditetskrisen. Dersom selskapet går konkurs,

---

<sup>145</sup> Bråthen (2014) s. 222.

<sup>146</sup> Jf. kapittel 5.3.

<sup>147</sup> Jf. at det er holdepunkter for at aksjonæren som hovedregel må være nøkkelsatt for at saklighetsvilkåret kan anses oppfylt.

<sup>148</sup> Truyen (2005) s. 394–395.

<sup>149</sup> Bender (2013): <https://www.selmer.no/no/nyhet/ansatt-og-aksjonaer>



taper aksjonærene innskuddet de har gjort i selskapet samt mister muligheten for fremtidig gevinst. Vinningsformålet aktualiseres dermed med full styrke. Samlet sett tilsier dette at rettede emisjoner som utgangspunkt må anses som saklig i en reell eller potensiell insolvenssituasjon. Dette til tross for at likhetsprinsippet krenkes og aksjonærrettigheter utvannes.<sup>150</sup>

Standpunktet støttes av RG. 1996 s. 491. I saken besluttet generalforsamlingen å nedskrive aksjekapitalen til 0 kroner. Videre ble det tegnet en ny egenkapital på 1,5 millioner kroner gjennom en rettet emisjon til en tidligere aksjonær og tre nye investorer. Dette var en del av en restruktureringsprosess som skulle hindre oppbud. En av de ekskluderte aksjonærene gikk til søksmål om at vedtaket om å fravike fortrinnsretten var ugyldig, jf. asal. § 9-16 (nå § 5-21), men vant ikke frem. I vurderingen ble det blant annet sett hen til at egenkapitalen var tapt, noe som tilsa at selskapets økonomiske situasjon var prekær. Det forelå dessuten ingen andre reelle handlingsalternativer for å berge selskapet på det aktuelle tidspunktet. Selv om lagmannsrettsdommer han liten rettskildemessig vekt, illustrerer dommen at adgangen til å fravike likhetsprinsippet er mer fleksibelt i økonomiske krisetilfeller.

Det overnevnte utgangspunktet må modifieres i lys av forholdsmessighetsvilkåret. Generalforsamlingen og styret står ikke fritt til å vektlegge hensynet til selskapets finansieringsbehov på bekostning av aksjonærene. Andre handlingsalternativer må være tilstrekkelig vurdert.

Dersom det er klart at selskapet innen kort tid vil bli insolvent dersom en rettet emisjon ikke gjennomføres, må emisjonen anses saklig.<sup>151</sup> Selskapets eksistens er en forutsetning for å kunne genere økonomisk overskudd. Vinningsformålet tilsier dermed at hensynet til å redde selskapet fra konkurs må veie tyngre enn krenkelsen av likhetsprinsippet. Forutsatt at en fortrinnsrettsemisjon er utelukket, kan kravet til å vurdere andre handlingsalternativer ikke anses som strengt.

I tilfeller der det derimot er usikkert om selskapet vil gå konkurs, må selskapet vurdere handlingsalternativene grundigere. Terskelen for saklighet må dermed anses å være noe høyere sammenlignet med tilfellet der insolvens er et faktum.<sup>152</sup> I juridisk teori tar Truyen og

---

<sup>150</sup> Se Bråthen (2014) s. 225; Truyen (2005) s. 398.

<sup>151</sup> Se tilsvarende Bråthen (2014) s. 227.

<sup>152</sup> Bråthen (2014) s. 229.

Bråthen til orde for at en rettet emisjon kan foretas selv om alternative handlinger kan tenkes, men er for kostbart eller utelukket.<sup>153</sup> Dette oppfattes slik at det avgjørende er om det finnes lempelige finansieringsalternativer som er realistiske. Ettersom en rettet emisjon også i tilfeller av potensiell insolvens kan være avgjørende for fortsatt drift, må terskelen for saklighet anses som lavere enn ved rettede emisjoner til ansatte eller selskapets nøkkelpersoner.

At terskelen for forholdsmessighet ved reell og potensiell insolvens er lavere enn ellers, må også ses i lys av tidsmomentet. Selskap i en akutt likviditetskrise vil ofte ikke ha tid til å foreta en fortrinnsrettsemisjon. Videre er det dessuten nærliggende at investeringsviljen til aksjonærene er lav, sett i lys av risikoen som foreligger ved å tegne aksjer i et selskap som er på randen til konkurs. Av hensyn til aksjonærene som utvannes i den rettede emisjonen, er det imidlertid rimelig å kreve at situasjonen må være tilstrekkelig prekær for at tidsmomentet skal få tungtveiende vekt. Det må altså foretas en konkret vurdering av hvor akutt likviditetsbehovet er.<sup>154</sup>

Risikoen som følger ved å investere i et selskap som går dårlig medfører videre at det er forsvarlig at de emitterende aksjenes utstedes til favørkurs. Aksjonærene må tåle større utvanning av rettighetene sine sammenlignet med andre tilfeller.<sup>155</sup> Som ellers vil imidlertid en rettet emisjon til favørkurs ikke kunne anses som saklig dersom det er holdepunkter for at markedet hadde akseptert en høyere kurs.<sup>156</sup>

Rem Offshore ASA-saken fra Børsstyret, er et praktisk eksempel på betydningen av selskapets finansieringsbehov i saklighetsvurderingen.<sup>157</sup> Saken gjaldt overtredelse av løpende forpliktelser 2.1 (nå Oslo Regelbok II punkt 2.1) og verdipapirhandelloven § 5-14 i forbindelse med en restrukturering. Som ledd i restruktureringen ble det foretatt en fusjon og en rettet emisjon til den majoritetsaksjonæren i selskapet. Konsekvensen av dette var at majoritetsaksjonæren beholdt en kontrollerende eierposisjon på bekostning av de øvrige aksjonærene som opplevde en betydelig utvanning. Børsen foretok en grundig vurdering av om det var saklig grunn til å forskjellsbehandle i saken.<sup>158</sup>

---

<sup>153</sup> Truyen (2005) s. 398; Bråthen (2014) s. 229

<sup>154</sup> Bråthen (2014) s. 229–230.

<sup>155</sup> Bråthen (2014) s. 230.

<sup>156</sup> Truyen (2005) s. 398.

<sup>157</sup> Se OBS-2016-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017 s. 28–72.

<sup>158</sup> OBS-2016-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017 s. 59–66.

På tidspunktet for vedtaket om restrukturering befant REM Offshore ASA seg i en kritisk økonomisk situasjon, og konkurs var nærliggende. Dette talte for at styret hadde et betydelig handlingsrom med hensyn til å redde selskapet.<sup>159</sup> Videre var det også et poeng at tidspresset og gjennomføringsrisikoen begrenset handlingsalternativene.<sup>160</sup> Til tross for dette kom børsen til at styret ikke hadde vært tilstrekkelig aktsom med hensyn til alternativet tiltak. Selv om omstendighetene tilsa at det var gode grunner til å forskjellsbehandle i saken, hadde styret gått for langt med hensyn til hva som var nødvendig i det konkrete tilfellet. Børsstyret presiserte at der en av majoritetsaksjonærene kommer vesentlig bedre ut av situasjonen enn minoritetsaksjonærene, gjelder det et særskilt aktsomhetskrav med tanke på å vurdere handlingsalternativer.<sup>161</sup> Som følge av at det i saken var tale om en betydelig utvanning, var aktsomhetskravet ikke oppfylt.<sup>162</sup>

Selv om børspraksis har liten rettskildemessig vekt, er saken et praktisk eksempel på at selskapets organer plikter å vurdere andre handlingsalternativer til tross for et akutt likviditetsbehov.

Et annet tilfelle der selskapet kan ha et akutt likviditetsbehov er der det foreligger en forretningsmulighet. Dersom selskapet ikke har tilstrekkelig kapital til å finansiere en ny forretningsmulighet vil det kunne gå glipp av en fremtidig gevinstmaksimering.

Vinningsformålet taler dermed for å godta rettede emisjoner i slike tilfeller. Sammenlignet med et insolvenstilfelle er situasjonen derimot ikke like prekær.<sup>163</sup> Dette tilsier at det må mer til for å oppfylle saklighetsvilkåret der formålet med emisjonen er å sikre en forretningsmulighet.<sup>164</sup>

Dersom den rettede emisjonen ikke kan knyttes til et konkret finansieringsformål er det uforutsigbart om emisjonen får positive virkninger på vinningsformålet. Det er dermed nærliggende å kreve at forretningsmuligheten må være konkret for et emisjonens skal kunne anses som saklig.<sup>165</sup>

---

<sup>159</sup> OBS-2016-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017 s. 60.

<sup>160</sup> OBS-2016-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017 s. 60.

<sup>161</sup> OBS-2016-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017 s. 70.

<sup>162</sup> OBS-2016-3, Oslo Børs Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017 s. 70–71.

<sup>163</sup> Se tilsvarende Truyen (2005) s. 398.

<sup>164</sup> Truyen (2005) s. 398.

<sup>165</sup> Se tilsvarende Truyen (2005) s. 399.

Når terskelen for saklig er høy, er kravet til å vurdere handlingsalternativ også strengere. I den anledning er det et poeng at det er mer attraktivt å investere i et selskap som er i utvikling. Det er dermed sannsynlig at tegningsviljen til aksjonærene er større der selskapet trenger kapital til en konkret forretningsmulighet sammenlignet med en reell eller potensiell insolvenssituasjon. Dersom fortrinnsrettsemisjon er utelukket og annen fremmedfinansiering er for kostbart og tidkrevende, kan det tenkes at en rettet emisjon etter omstendighetene kan aksepteres selv om likhetsprinsippet krenkes.

Hvorvidt favørkurs kan aksepteres må ses i lys av at det er mer forutsigbart å tegne aksjer i selskap som er i vekst enn i selskap som leverer dårlige tall. Dette tilsier at det skal mye til for å godta tegning til favørkurs i førstnevnt tilfelle. Som følge av den høye terskelen er det holdepunkter for å legge til grunn at saklighetsvilkåret som oftest ikke vil være oppfylt i tilfeller av rettede emisjonen med formål om å sikre fremtidige forretningsmuligheter. Dette gjelder særlig dersom utvanningen og krenkelsen av likhetsprinsippet er stor, ettersom vinningsformålet ikke vil kunne veie opp for krenkelsen.<sup>166</sup>

Samlet sett viser analysen rettede emisjoner med formål om å dekke et akutt kapitalbehov kan være relevant i saklighetsvurderingen. Vekten av momentet beror på hvor prekær selskapets finansielle situasjon er. Terskelen for saklig grunn synker i tråd med hvor presserende behovet for kapital er, tidspresset og hvorvidt det er realistisk med handlingsalternativer.

## **5.5 Reparasjonsemisjon**

### **5.5.1 Reparasjonsemisjonens betydning for saklighetsvurderingen**

For å reparere krenkelsen av likhetsprinsippet, herunder den økonomiske og organisatoriske utvanningseffekten, er det vanlig at selskapet gjennomfører en reparasjonsemisjon i etterkant av en rettet emisjon.<sup>167</sup> Adgangen til reparasjonsemisjon følger ikke av loven. Ifølge markedspraksis må imidlertid selskapet følge de alminnelige reglene om emisjon i allmennaksjeloven kapittel 10. Spørsmålet i det følgende er hvorvidt det i saklighetsvurderingen har betydning at selskapet har besluttet en etterfølgende reparasjonsemisjon.

---

<sup>166</sup> Truyen (2005) s. 399.

<sup>167</sup> Børssirkulære nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 17.

Det kan for det første påpekes at det ikke vil utgjøre et brudd på likhetsprinsippet om en aksjonær ikke har økonomisk mulighet til å delta i reparasjonsemisjonen. Likhetsprinsippet krever kun at aksjonærene får en reell mulighet til å delta i reparasjonsemisjonen.

Videre er det en forutsetning for at reparasjonsemisjonen skal ha reparerende effekt er at de ekskluderte aksjonærene blir tilbudt å tegne aksjer på tilsvarende vilkår som aksjonærene i den rettede emisjonen.<sup>168</sup> På denne måten får aksjonærene mulighet til å opprettholde den forholdsmessige andelen de eide før emisjonen, og blir stilt som om den rettede emisjonen ikke fant sted. Krenkelsen av likhetsprinsippet blir dermed reparert.

Som eksempel kan vi tenke oss et selskap med en million aksjer. Aksjonæren Peder eier 50 000 aksjer i selskapet, altså 5 % av selskapet. I en rettet emisjon får en utvalgt aksjonær tegne 50 000 aksjer. Peder blir imidlertid ikke invitert til å tegne seg i emisjonen. Dette medfører at Peder sin selskapsandel reduseres til 4,75 % etter emisjonen.<sup>169</sup> For å reparere utvanningen må Peder tegne 2500 aksjer i en reparasjonsemisjon.<sup>170</sup>

Et første spørsmål som oppstår, er på hvilket tidspunkt reparasjonsemisjonen må være besluttet for å ha betydning i saklighetsvurderingen. Ordlyden av asal. §§ 5-21 og 6-28 samt vphl. § 5-14 tilsier at det avgjørende for saklighetsvurderingen er hvilke virkninger en beslutning om rettet emisjon er egnet til å medføre på beslutningstidspunktet.<sup>171</sup> Basert på ordlyden må reparasjonsemisjonen være besluttet samtidig som den rettede emisjonen for å kunne vektlegges i saklighetsvurderingen.

I juridisk teori skiller Bråthen mellom parallellemisjoner og reparasjonsemisjoner. Med førstnevnt mener hun en emisjon som foretas samtidig med den rettede emisjonen. Reparasjonsemisjoner er etter hennes syn derimot emisjoner som besluttet og gjennomføres i etterkant av den rettede emisjonen, og faller utenfor saklighetsvurderingen.<sup>172</sup> I Børssirkulære nr. 2/ 2014 tar børsen imidlertid til orde for at en etterfølgende reparasjonsemisjon som besluttet samtidig med den rettede emisjon, vil kunne ha betydning i forholdsmessighetsvurderingen.<sup>173</sup>

---

<sup>168</sup> Bråthen (2014) s. 211.

<sup>169</sup> 50 000 er 4,75 % av 1 050 000.

<sup>170</sup> 52 500 er 5 % av 1 050 000.

<sup>171</sup> Se kapittel 3.5 og 3.6 for ordlyden av henholdsvis asal. §§ 5-21 og 6-28 og vphl § 5-14.

<sup>172</sup> Bråthen (2014) s. 212–213.

<sup>173</sup> Børssirkulære nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 18.

Bråthen synes å overse at generalforsamlingen eller styret samtidig beslutningen om å gjennomføre den rettede emisjonen, også kan forplikte seg til å gjennomføre en reparasjonsemisjon. Standpunktet hennes mangler dermed en viktig nyanse. Dette støttes av ordlyden i generalklausulene og vphl. § 5-14 tilsier at det sentrale er at emisjonene besluttes på likt. Bråthen nevner imidlertid at parallelemisjonen «kan ha lengre tegningsfrist enn den rettede emisjonen»,<sup>174</sup> slik sett er nok realiteten mellom parallelemisjoner og det å forplikte seg til å gjennomføre en reparasjonsemisjon tilsvarende lik. Etter dette legges det til grunn at selv om reparasjonsemisjonen fullføres på et senere tidspunkt enn den rettede emisjonen, kan den likevel få betydning i saklighetsvurderingen så lenge de to emisjonene ble vedtatt samtidig.

Hvilken vekt en reparasjonsemisjon vil ha i saklighetsvurdering må vurderes konkret i det enkelte tilfellet.<sup>175</sup> Ifølge Børssirkulære nr. 2/2014 må «reparasjonsøvelsen da gjennomføres så raskt som mulig etter den rettede emisjonen, til samme kurs og tilby et antall aksjer som medfører at øvrige aksjonærer ikke utvannes i forhold til de aksjonærene som ikke fikk delta i den rettede emisjonen».<sup>176</sup> Ved å reparere forskjellsbehandlingen innen kort tid etter den rettede emisjonen er det mindre sannsynlig at aksjonærene opplever konsekvenser av forskjellsbehandlingen. Utgangspunktet børsen oppstiller er dermed velbegrunnet.

Selv om en reparasjonsemisjon blir vedtatt på samme vilkår som den rettede emisjonen, er det ikke alltid at tiltaket er egnet til å sikre likhet mellom aksjonærene i selskapet.<sup>177</sup> Det kan for eksempel tenkes at prisen på aksjene synker etter kapitalinnhenting. Når prisen synker vil aksjonærene kunne kjøpe aksjer i det åpne markedet til en lavere tegningskurs enn den som er fastsatt for reparasjonsemisjonen. Aksjonærene kan med andre ord reparere krenkelsen av likhetsprinsippet og redusere utvanningseffekten på en rimeligere måten enn å delta i reparasjonsemisjonen. Dette tilsier at det er mer risikabelt å tegne seg i den rettede emisjonen. For å sikre like tegningsvilkår underbygger dette viktigheten av å gjennomføre reparasjonsemisjonen så fort som mulig etter den rettede emisjonen.

---

<sup>174</sup> Bråthen (2014) s. 212.

<sup>175</sup> Se også Børssirkulære nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 18.

<sup>176</sup> Børssirkulærer nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 18.

<sup>177</sup> Se Børssirkulærer nr. 2/2014, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014 s. 18, hvor det uttales at «[d]et at de to emisjonene gjennomføres på forskjellige tidspunkter, og etter forskjellige metoder vil etter de konkrete omstendighetene kunne medføre at det ene tilbudet har fordeler eller ulemper det andre ikke har utover pris og antall aksjer».

Videre er det et poeng at reparasjonsemisjonen ikke alene kan medføre at en rettet emisjon er saklig begrunnet.<sup>178</sup> Det må også i slike tilfeller vurderes hvorvidt finansieringsalternativer foreligger. Dersom handlingsalternativer ikke foreligger, vil det imidlertid være et argument for å gjennomføre den rettede emisjonen at en reparasjonsemisjon er vedtatt.

I 2017 utformet børsen et veiledningsskriv med tanke på bruken av reparasjonsemisjoner sett opp mot likhetsprinsippet.<sup>179</sup> Veiledningen må ses på bakgrunn av at børsen ikke er tilfreds med at det i markedet er tendenser til selskap bruker kriterier og metoder som ekskluderer visse aksjonærgrupper fra å delta i reparasjonsemisjonen. Dette er etter børsens syn ikke i samsvar med likhetsprinsippet. Uttalelsen viser at vedtaket om reparasjonsemisjon, i likhet med vedtaket om rettet emisjon, må være saklig. Dette er en naturlig følge av at det er tale om to individuelle beslutninger.

Samlet sett vil det i saklighetsvurderingen ha betydning om det er vedtatt en reparasjonsemisjon. Vekten av momentet beror på den reparerende effekten av tiltaket.

### **5.5.2 Børsklagenemdens sak 3/2015 Sparebank 1 Østfold Akershus<sup>180</sup>**

Sparebank 1 Østfold Akershus-saken fra Børsklagenemden er et illustrerende eksempel på reparasjonsemisjonens betydning i saklighetsvurderingen.<sup>181</sup> I saken ble fem av bankens største egenkapitalbevisiere invitert til å tegne seg for til sammen (ca.) 175 millioner kroner i en rettet emisjon. På samme tidspunkt ble det også vedtatt en etterfølgende reparasjonsemisjon. Ettersom en av egenkapitalbevisierne ikke tegnet seg, ble to av de andre (heretter: A og B) tildelt en andel som var henholdsvis 22,8 og 8,9 ganger større enn hva deres relative eierskap tilsa.<sup>182</sup> De ekskluderte egenkapitalbevisierne fikk ikke tilbud om en tilsvarende overtegning i reparasjonsemisjonen. Dette ble ansett som et moment for at det forelå usaklig forskjellsbehandling i strid med løpende forpliktelser punkt 2.1 (nå Oslo Regelbok II punkt 2.1).<sup>183</sup>

---

<sup>178</sup> Truyen (2005) s. 401–402.

<sup>179</sup> Se OB-2017-3.

<sup>180</sup> OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 102–123.

<sup>181</sup> Se kapittel 4.3.

<sup>182</sup> OBKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 119.

<sup>183</sup> OKKN-2015-3, Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 119.

Børsklagenemden er knapp i uttalelsene sine, og det ses derfor hen til børsens vedtak for å illustrere reparasjonsemisjonens betydning.<sup>184</sup> I saken var det klart at reparasjonsemisjonen var tegnet i kort tid etter den rettede emisjonen og til samme kurs. Reparasjonsemisjonen var også av en slik størrelse at egenkapitalbeviserne fikk opprettholdt den forholdsmessige andelen de eide før emisjonen.<sup>185</sup> Til tross for dette påpekte børsen at «kravet til likebehandling tilsier at de øvrige aksjonærer ikke utvannes *i forhold til de aksjonærer som fikk delta i den rettede emisjonen*». Poenget var at overtildelingen medførte at utvanning av de øvrige egenkapitalbeviserne ble ekstra sterk. A og B hadde etter «Børsens syn fått en slik økonomisk fordel, at det må legges til grunn at Reparasjonsemisjonen ikke har hatt en full reparerende effekt for minoritetsegenkapitalbeviserne».<sup>186</sup>

Børsens uttalelser forstås slik at det ved vurderingen av om reparasjonsemisjonen har tilstrekkelig reparerende effekt må tas til betraktning at majoritetsaksjonærene har overtegnet seg i den rettede emisjonen. Argumentasjonen til børsen og Børsklagenemden er imidlertid knapp. Hvorvidt standpunktet er rettslig holdbart, må dermed vurderes i lys av likhetsprinsippet.

På den ene siden tilsier likhetsprinsippet at det er tilstrekkelig at aksjonærene får mulighet til å opprettholde den forholdsmessige andelen de eide før selskapet gjennomførte den rettede emisjonen. Fra et slikt perspektiv kan det argumenteres for at overtegningen ikke skal tas til betraktning ved vurderingen av om reparasjonsemisjonen har tilstrekkelig reparerende effekt.

Det overnevnte argumentet forutsetter imidlertid en snever forståelse av likhetsprinsippet, og er ikke i samsvar med det som tidligere er sagt om prinsippet.<sup>187</sup>

Saklighetsvurderingen er som nevnt konkret, noe som tilsier at man må se hen til hva som særpreger den konkrete situasjonen. At utvanningseffekten fortsatt er et faktum til tross for at egenkapitalbeviserne får tegne seg i tråd med sin forholdsmessige eierandel innebærer at det kreves mer for å sikre kravet til likebehandling i tilfellet.

Videre er det et poeng at overtegningen resulterer i at A og B øker sin eierandel i selskapet, noe minoritetsegenkapitalbeviserne ikke får mulighet til. A og B blir dermed satt i en bedre stilling sammenlignet med minoriteten som opplever en sterkere utvanning som følge av

---

<sup>184</sup> Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 105–109.

<sup>185</sup> Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 108.

<sup>186</sup> Oslo Børs, Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015 s. 108.

<sup>187</sup> Se Kapittel 3.2.



overtegningen. Dette strider mot kravet til formell likhet som tilsier at alle aksjer skal behandles likt i ethvert tilfelle, uavhengig av om man er en majoritetsaksjonær eller minoritetsaksjonær. For at alle aksjene i selskapet skal ha de samme rettighetene må samtlige egenkapitalbevisiere få mulighet til overtegning i den konkrete saken.

Etter dette må børsen og Børsklagenemdens standpunkt i saken anses å være i tråd med likebehandlingsprinsippet, og dermed rettslig holdbart. Selv om saken har begrenset rettskildemessig vekt, illustrerer den et sentralt poeng; hvorvidt reparasjonsemisjonen har tilstrekkelig reparerende effekt må vurderes konkret i det enkelte tilfellet.

## 6 Avsluttende refleksjoner

Etter en analyse kan det fastslås at lovens hovedregel er klar; selskapets aksjonærer skal likebehandles ved emisjoner. Dette er også i tråd med hovedregelen i EU- /EØS-retten,<sup>188</sup> noe som skaper rettsenhet for aksjonærer over landegrensene. Som analysen viser kan rettede emisjoner likevel aksepteres dersom emisjonen er saklig begrunnet i selskapets interesse.

Rettskildetilfanget er snevert, og det er dermed vanskelig å gi noen konkrete retningslinjer for likhetsprinsippets innhold og rekkevidde i relasjon til rettede emisjoner i børsnoterte allmennaksjeselskap. Analysen viser imidlertid at det legges opp til en konkret helhetsvurdering i det enkelte tilfellet, og at det kreves god grunner for å fravike likhetsprinsippet. Vi har sett at sentrale faktorer kan være graden av organisatoriske og økonomisk utvanning, tegningskursen, formålet med emisjonen, virkningen på vinningsformålet, hvorvidt det er vedtatt en reparasjonsemisjon og om det foreligger lempelige handlingsalternativer.

Videre viser analysen at terskelen for rettede emisjoner er høy i børsnoterte allmennaksjeselskap, og forhøyes ytterligere ved krenkelsen av likhetsprinsippet. Basert på dette synes loven å oppstille en høyere terskel for å vedta rettede emisjoner enn det markedspraksis gir uttrykk for. Det er dermed betenkelig at rettede emisjoner synes å være hovedregelen i praksis, og innebærer etter mitt syn en viss undergraving av likhetsprinsippet. Dette er uheldig, og det kan dermed spørres om det er behov for en innstramming av regelen om rettede emisjoner i allmennaksjeloven § 10-5.

På den ene siden er likebehandling essensielt for at det skal være forutberegnelig å investere i et selskap. Herunder må aksjonærene kunne forvente at den forholdsmessige eierandelen forholder seg stabil. På den andre siden vil en innstramming kunne hindre vekst og utvikling av selskap. Markedet er dynamisk, noe som tilsier at det i enkelte tilfeller kan være tjenlig for selskapet å forskjellsbehandle aksjonærene.

Samlet sett mener jeg at likhetsprinsippet i allmennaksjeloven og verdipapirhandelloven i tilstrekkelig grad verner mot forskjellsbehandling, og at det ikke er behov for å stramme inn regelen om rettede emisjoner i § 10-5. Problemet etter mitt syn er ikke lovreguleringen, men

---

<sup>188</sup> Direktiv 2012/30/EU artikkel 33.

at reglene ikke i tilstrekkelig grad respekteres i markedet. Det sentrale vil dermed være å iverksette tiltak for å påminne og opplyse selskapets organer om hva likhetsprinsippet innebærer ved rettede emisjoner.

Som analysen indikerer, synes ikke børsen å ha lyktes i å bevisstgjøre allmennaksjeselskap om kravet til likebehandling ved Børssirkulær nr. 2/2014. Et mer effektivt tiltak kan være at domstolene og særlig børsen foretar en mer intensiv prøving av om rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling i allmennaksjeloven §§ 5-21 og 6-28 og verdipapirhandelloven § 5-14. På bakgrunn av at rettede emisjoner bygger på selskapsstrategiske vurderinger, er det imidlertid etter mitt syn usikkert om et slikt tiltak vil være effektivt. Forutsetningen må da være at domstolene og børsen setter seg nærmere inn i selskapsstrategien til det enkelte selskap, noe som kan være krevende uten nødvendig kompetanse.

En annen løsning kan være at enten lovgiver eller Høyesterett uttaler seg mer konkret om retningslinjene for likebehandling. Det er imidlertid få saker som omhandler børs- og verdipapirrett som ender opp i domstolssystemet. På denne bakgrunn kan det tenkes at det mest effektive vil være om Oslo Børs setter klarere rammer for saklighetsvurderingen. Frem til dette eventuelt skjer, vil markedssanksjoner etter mitt skjønn være det mest effektive tiltaket for å forhindre usaklige krenkelser av likhetsprinsippet ved rettede emisjoner i børsnoterte allmennaksjeselskap.

# Kilderegister

## Lover, forskrifter og direktiv

### Lover

1976	Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (opphevet)
1997	Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven – asl.)
1997	Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven – asal.)
2007	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – vphl.)

### Forskrifter

2007	Forskrift 29. juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder (børsforskriften)
2007	Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)

### Direktiv

1976	Annet rådsdirektiv 77/91/ EØF av 13. desember 1976 om samordning av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper som definert i traktatens artikkel 58 annet ledd for å verne selskapsdeltakeres og tredjemanns interesser når det gjelder stiftelsen av åpne aksjeselskaper og sikring og endring av deres kapital, med det formål å gjøre slike garantier likeverdige (Ikke lenger i kraft)
------	--

2012 Europaparlaments- og rådsdirektiv 2012/30/EU av 25. oktober 2012 om samordning av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper som definert i artikkel 54 annet ledd i traktaten om Den europeiske unions virkemåte for å verne selskapsdeltakeres og tredjemanns interesser når det gjelder stiftelsen av allmennaksjeselskaper og sikring og endring av deres kapital, med det formål å gjøre slike garantier likeverdige (omarbeiding)

## **Forarbeider og andre offentlige dokumenter**

NUT 1970:1	Innstilling til lov om aksjeselskaper
Ot.prp. nr. 19 (1974–1975)	Om lov om aksjeselskaper
NOU 1992: 29	Lov om aksjeselskaper
NOU 1995: 30	Ny regnskapslov
NOU 1996: 3	Ny aksjelovgivning
Ot.prp. nr. 23 (1996–1997)	Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
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.
NOU 2002: 6	Lov om samvirkeforetak

## **Rettspraksis**

### Høyesterett

Rt. 1896 s 141

Rt. 1919 s. 550

Rt. 1991 s. 892

Rt. 1999 s. 1682

Østlendingen

Rt. 2000 s. 1792

Montel

Rt. 2003 s. 335

HR-2012-2006-U

Rt. 2013 s. 241

Stangeskovene

### Lagmannsretten

RG. 1996 s. 491

(Frostating lagmannsrett) (Skorge Fiskeoppdrett)

RG 2001 s. 841

(Gulating lagmannsrett)

LF-2009-120317

LF-2010-160231

## **Juridisk litteratur**

### Bøker

Aarbakke mfl. (2017)

Aarbakke, Magnus, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, *Aksjeloven og allmennaksjeloven: lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper og lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper: lovkommentar*, 4. utgave, Universitetsforlaget, 2017.

Andenæs (2016)

Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 3. utgave ved Ole Andenæs, Stig

- Berge og Margrethe Buskerud Christoffersen, Mads Henry Andenæs 2016/ Calax AS, 2016.
- Bechmann mfl. (2002) Bechmann, Tor, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tøgard Trøbråten, *Verdipapirhandelloven: lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79: kommentarutgave*, 1. utgave, Universitetsforlaget, 2002.
- Bergo (2021) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 5. utgave, Cappelen Damm AS, 2021.
- Bråthen (2014) Bråthen, Gina, *Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt*, Gyldendal Norsk Forlag AS, 2014.
- Bråthen (1996) Bråthen, Tore, *Personklausuler i aksjeselskaper: Om vedtektsmessig regulering av aksjonærenes disposisjons- og forvaltningsrettigheter ved krav til deres egenskaper m.v.*, Ad Notam Gyldendal, 1996.
- Gjein (2020) Gjein, Erlend Eriksen, *Aksjeklasser: Adgangen til å regulere aksjeeiers rettigheter og forpliktelser i aksjeklasser*, Universitetsforlaget, 2020.
- T. Bråthen (2019) Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 6. utgave, Gyldendal/ Focus Forlag AS, 2019.
- Truyen (2005) Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asl. Asal § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, J.W. Cappelens Forlag AS, 2005.

### Tidsskrifter

- Maldan mfl. (2016) Maldan, Nikolai, Joachim Midttun, Rikke Jordbræk, «Børsnotering eller ikke?», *Praktisk økonomi & Finans*, 32 (2016) nr. 1 s. 90-96.

- Sandbekk (2002) Sandbekk, Håkon, «Misbruk av generalforsamlingens myndighet», *Tidsskrift for forretningsjus*, 8 (2002) nr. 3 s. 437-472.
- Sunby (2003) Sundby, Anne Cathrine, «Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett», *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2003 nr. 2, s. 230-250.
- Truyen TfR (2005) Truyen, Filip, «Likhetsprinsippet i artikkel 42 i det annet selskapsdirektiv, særlig ved aksjeemisjoner og ved utdeling», *Tidsskrift for Rettsvitenskap*, 117 (2005) nr. 4-05, s. 580-592.
- Truyen JV (2004) Truyen, Filip, «Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper», *Jussens venner*, 39 (2004) nr. 5-06, s. 305-328.

### Nettartikler/ Blogginlegg

*Alle nettsider er kontrollert 9. mai 2022.*

- Bender (2013) Bender, Hans Jørgen, «Ansatt og aksjonær – eierbasert lønn», *Selmer*, 27. mars 2013, <https://www.selmer.no/no/nyhet/ansatt-og-aksjonaer>.
- Intunor (2020) Intunor, «Markant økning i antallet emisjoner», 3. april. 2020, <https://www.intunor.com/nyheter/%C3%B8kning-i-emisjoner>.
- PwC (2019) PwC, «Fortrinnsrettsemisjon – hvordan sette tegningskursen?», 16. april 2019, <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fortrinnsrettsemisjon-hvordan-sette-tegningskursen.html>.



- PwC (2020) PwC, «Står kriseemisjoner for døren?», 31. mars 2020, <https://blogg.pwc.no/finansbloggen/staar-kriseemisjoner-for-doren>.
- Skaug (2020) Skaug, Kristin, «Dyre kriser for småsparere», AksjeNorge, 10. juni 2020, <https://aksjenorge.no/aktuelt/2020/06/10/dyre-kriser/>.

## **Oslo Børs (regelverk, praksis, vedtak og uttalelser)**

### Regelverk, vedtak og uttalelser

Oslo Børs, *Euronext Regelbok, Bok I: Harmoniserte regler*, 9. november 2020, <https://www.euronext.com/nb/regelverk/euronexts-regulerte-markeder>.

Oslo Børs, *Oslo Regelbok II – Utstederregler*, 1. mars. 2022, <https://www.euronext.com/nb/regelverk/euronexts-regulerte-markeder>.

Oslo Børs, «Vedtak og Uttalelser 2003», Børsrettsdagene 2. og 3. februar 2004, <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>.

Oslo Børs, «Vedtak og uttalelser 2005», Børsrettsdagene 30. og 31. januar 2006, <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>.

Oslo Børs, «Vedtak og Uttalelser 2006», Børsrettsdagene 29. og 30. januar 2007, <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>.

Oslo Børs, «Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014.», 20. januar 2015, <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>.

Oslo Børs, «Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015», 18. januar 2016, <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>.

OB-2017-3 Veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner 19. april 2017.

Oslo Børs, «Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017», 29. januar 2018,  
<https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>.

#### Avgjørelser fra Børsklagenemden og Børsstyret

OBKN-2006-2

OBKN-2015-3

OBS-2003-2

OBS-2016-3

#### **Nettsider**

Euronext, «Oslo Børs», 2022, <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES), «Norsk Anbefaling – Eierstyring og selskapsledelse», 14.10.2021, <https://nues.no/eierstyring-og-selskapsledelse/>