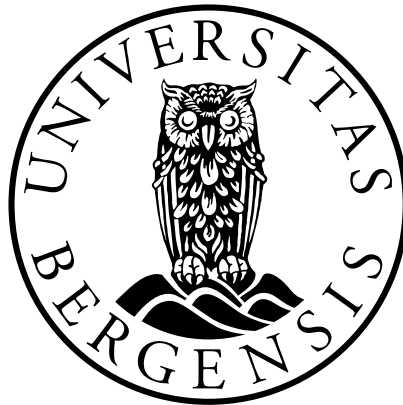


Rettede emisjoner i noterte selskaper

En vurdering av om den vidtgående praksisen med gjennomføring av rettede emisjoner i noterte selskaper utfordrer likebehandlingskravet i aksje- og verdipapirlovgivningen, med fokus på gjennomføring av reparasjonsemisjon som element i vurderingen

Kandidatnummer: 90

Antall ord: 14 993



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10.05.2022

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	2
1.1	Introduksjon og bakgrunn	2
1.2	Problemstilling og avgrensninger	4
2	NÆRMERE OM DET GRUNNLEGGENDE LIKHETSPRINSIPPET OG EMISJONER	6
2.1	Innledning	6
2.2	Det grunnleggende likhetsprinsippet	6
2.3	Økonomisk og organisatorisk utvanning	7
2.4	Gjennomgang av de ulike emisjonstypene	8
2.4.1	Formelle lovfestede utgangspunkt	8
2.4.2	Fortrinnrettsemisjon	8
2.4.3	Rettet emisjon	9
2.4.4	Reparasjonsemisjon	10
3	RETTSLIGE UTGANGSPUNKTER	12
3.1	Innledning	12
3.2	Aksjelovgivningen	12
3.2.1	Særlig om metode og rettskilder	12
3.2.2	Det materielle likhetsprinsippet	13
3.2.3	Plikt- og rettighetssubjekt etter asl./asal. §§ 5-21 og 6-28	13
3.2.4	Forholdet mellom asl./asal. §§ 5-21 og 6-28	14
3.2.5	Det materielle innholdet i asl./asal. §§ 5-21 og 6-28	15
3.3	Verdipapirhandelloven	17
3.3.1	Særlig om metode og rettskilder	17
3.3.2	Vilkårene etter vphl. § 5-14	18
3.4	Forholdet mellom asl./asal §§ 5-21/6-28 og vphl. § 5-14	19
4	MOMENTER OG RETNINGSLINJER FOR DEN RETTSLIGE VURDERINGEN	21
4.1	Innledning	21
4.2	Saklighetsvilkåret	21
4.2.1	Innledning	21
4.2.2	Rettet emisjon på bakgrunn av et kapitalbehov	21
4.2.3	Rettet emisjon mot aksjonær med aksjonærkvalitet	22
4.3	Forholdsmessighetsvilkåret	22
4.3.1	Innledning	22
4.3.2	Graden av finansieringsbehov	23
4.3.3	Kretsen emisjonen rettes mot	25
4.3.4	Emisjonens utvanningspotensial	28
4.3.5	Endring av maktbalansen	32
4.3.6	Reparasjonsemisjon	33
5	SØKSMÅLSADGANG OG KONTROLL	38
5.1	Ugyldighetssøksmål mot beslutning om rettet emisjon	38
5.2	Oslo Børs' kontroll med beslutninger om rettet emisjon	39
6	NÅR ER RETTEDE EMISJONER I STRID MED LIKEBEHANDLINGSKRAVET?	41
6.1	Oppsummering	41
6.2	Betraktninger	42
	LITTERATURLISTE	44
	VEDLEGG	48

1 Innledning

1.1 Introduksjon og bakgrunn

Temaet for masteroppgaven er rettede emisjoner i selskap notert på Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth.

Selskapsfinansiering av aksje- og allmennaksjeselskaper kan skje gjennom både fremmedkapital og egenkapital. For en rekke noterte selskaper, særlig de som er notert på Euronext Growth, er det finansiering gjennom egenkapital som er eneste reelle finansieringsform. Selskapet er gjerne i en tidlig fase hvor kontantstrøm, med tilhørende betjeningsevne av fremmedkapital, ligger langt frem i tid. Tilstrekkelig finansiering er generelt helt avgjørende for at et selskap skal kunne finansiere operasjonell drift og videre vekst.

Finansiering ved egenkapital skjer i hovedsak gjennom nyteging av aksjer mot kapitalinnskudd etter reglene i aksjeloven (asl.)¹ og allmennaksjeloven (asal.)² §§ 10-1 til 10-19. Aksjelovgivningen omtaler dette som en «kapitalforhøyelse». I det daglige benyttes gjerne begrepet «emisjon» om denne prosessen fordi det emitteres aksjer. Det er dette begrepet som vil benyttes i oppgaven.

Ved emisjon i et aksje- og allmennaksjeselskap er selskapets eksisterende aksjonærer gitt en lovbestemt fortrinnsrett til de nye aksjene jf. asl./asal. § 10-4. Dette er et utslag av det grunnleggende likhetsprinsippet i aksjelovgivningen.³ En emisjon i henhold til § 10-4 kalles fortrinnsrettsemisjon, og innebærer at hver aksjonær har rett, men ikke plikt, til å tegne nye aksjer i det samme forhold som man fra før av eier aksjer i selskapet.⁴

Imidlertid oppstiller asl./asal. § 10-5 et unntak fra denne hovedregelen, og åpner for såkalte rettede emisjoner. En rettet emisjon innebærer at emisjonen rettes direkte mot en eller flere bestemte investorer.⁵ Dette medfører at de eksisterende aksjonærene i selskapet forskjellsbehandles, og/eller at en eller flere investorer prioriteres foran de eksisterende aksjonærene. I alle tilfeller vil en rettet emisjon medføre at visse eksisterende aksjonærer utvannes.⁶

Ved gjennomføring av rettede emisjoner oppstår det dermed en interessekonflikt mellom hensynet til selskapets behov for kapital gjennom et tidsbesparende og fleksibelt

¹ Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven).

² Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

³ Det grunnleggende likhetsprinsippet er nærmere beskrevet i pkt. 2.2.

⁴ Fortrinnsrettsemisjon er nærmere beskrevet i pkt. 2.4.2.

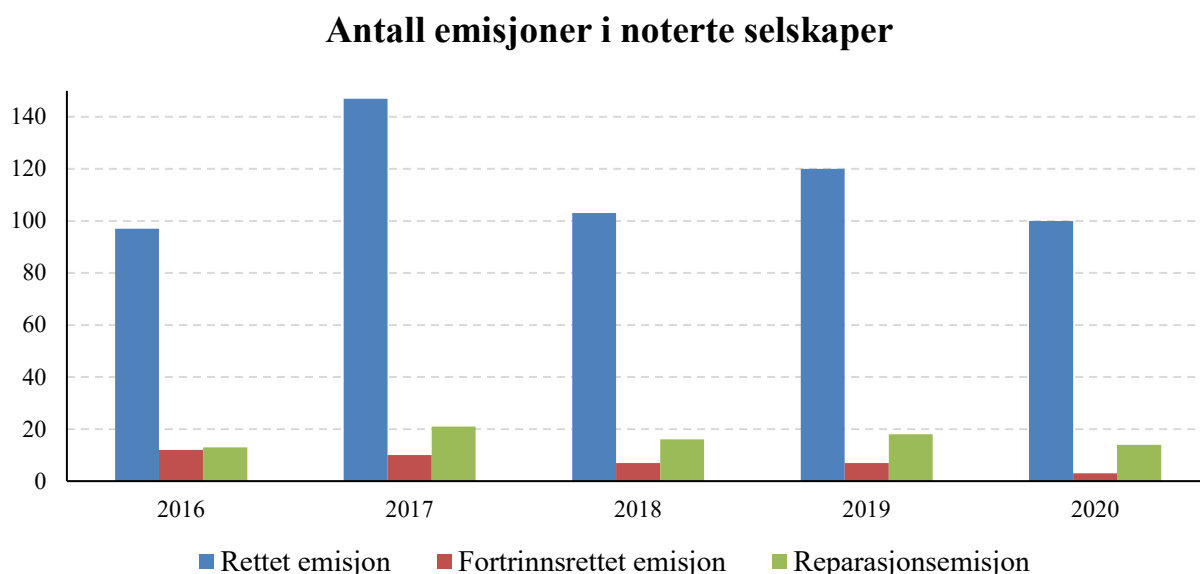
⁵ Rettet emisjon er nærmere beskrevet i pkt. 2.4.3.

⁶ Utvanning er nærmere beskrevet i pkt. 2.3.

finansieringsalternativ på den ene siden, og hensynet til aksjonærenes sitt behov for beskyttelse mot utvanning på den andre siden.⁷ Bestemmelsene i asl./asal. § 10-1 til § 10-19 regulerer ikke denne interessekonflikten direkte. Avveiningen av de to motstridende overordnede hensyn blir imidlertid ivaretatt gjennom reglene om myndighetsmisbruk i §§ 5-21 og 6-28. For selskap notert på et «regulert marked» regulerer også verdipapirhandelloven (vphl.)⁸ § 5-14 denne vurderingen.

Rettede emisjoner har i lang tid vært en foretrukken finansieringsmåte for noterte selskaper. Det er et paradoks at aksjelovgivningens hovedregel om fortrinnsrettsemisjoner i praksis har blitt en sjeldenhet, og at de aller fleste emisjoner i noterte selskaper gjennomføres som rettede emisjoner. Figuren nedenfor illustrerer dominansen til rettede emisjoner i noterte selskaper.

Figur 1: Oversikt over antall emisjoner i noterte selskaper fra 2016-2020⁹



Den utstrakte bruken av rettede emisjoner, kombinert med det betydelige antallet som eier enkeltaksjer, innebærer at det lovfestede utgangspunkt om fortrinnsrett regelmessig fravikes for et høyt antall norske aksjonærer.¹⁰

⁷ Bråthen (2014) s. 46.

⁸ Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).

⁹ Figuren viser antall rettede-, fortrinnsrettede- og reparasjonsemisjoner. Figuren gjelder perioden 2016 – oktober 2020 og samler data for både Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth. Rettede emisjoner mot ansatte er ekskludert fra tallgrunnlaget. Tidsavgrensningen skyldes at Oslo Børs ikke førte statistikk over reparasjonsemisjoner før 2016. Videre ble denne praksisen avskaffet i oktober 2020, som en konsekvens av Euronext sitt oppkjøp av Oslo Børs. Perioden anses imidlertid å gi et godt tallgrunnlag, og det er ingenting som tyder på at omfanget av praksisen har endret seg det siste halvannet året. Se vedlegg 1 for tilsvarende figur som viser total innhentet kapital. Bakgrunnstall hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk> og sammenstilt av forfatter.

¹⁰ Ved utgangen av 2021 var det 544 403 norske privatpersoner som eide enkeltaksjer på Oslo Børs. En økning på 41,42 % fra utløpet av 2019 jf. AksjeNorge (2021).

1.2 Problemstilling og avgrensninger

Oppgavens problemstilling er i hvilke tilfeller aksje- og verdipapirlovgivningen åpner for rettede emisjoner, og om dagens praksis for noterte selskaper strider med gjeldende regelverk. Det vil ses særskilt på hvilken betydning gjennomføring av reparasjonsemisjon har i den juridiske vurderingen.¹¹ Et spørsmål er om dagens praksis med rettede emisjoner i visse tilfeller går utenfor lovgivningens rammer på grunn av at det enten gjennomføres en for liten reparasjonsemisjon, eller at det ikke gjennomføres en reparasjonsemisjon i det hele tatt.

Oppgaven avgrenses mot emisjoner i aksje- og allmennaksjeselskaper som ikke er notert på et «regulert marked», jf. vphl. § 2-7 (4), eller en «multilateral handelsfasilitet» jf. verdipapirhandelloven § 2-7 (5). Selv om aksjelovgivningens likebehandlingsprinsipp gjelder uavhengig av om et selskap er notert eller ikke, gjør særskilte hensyn seg gjeldende for noterte selskaper, som har tatt et aktivt grep for å tilby sine aksjer til allmennheten gjennom noteringsprosessen.

I Norge er det to markedsplasser som tilfredsstillter kravene til å være «regulert marked». Dette er Oslo Børs og Euronext Expand. Videre er det én norsk «multilateral handelsfasilitet», nemlig Euronext Growth. En vesentlig forskjell mellom markedsplassene er at det kun er allmennaksjeselskap som kan noteres på Oslo Børs og Euronext Expand, mens både allmennaksjeselskap og aksjeselskap kan noteres på Euronext Growth.¹²

Oppgaven avgrenses videre mot rettede emisjoner mot ansatte. Slike emisjoner innebærer som regel minimal utvanning og begrunnes i særskilte hensyn. Det avgrenses også mot rettede emisjoner mot tingsinnskudd etter asl./asal. § 10-2. Dette begrunnes i at det også her gjør seg gjeldende særskilte hensyn, noe som illustreres ved at den lovbestemte fortrinnsretten etter asl./asal. § 10-4 kun gjelder ved «aksjeinnskudd i penger».

Oppgaven omfatter dermed rettede emisjoner mot pengeinnskudd i norske kroner¹³, som rettes mot andre enn ansatte, i selskap notert på Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth. Dette vil i oppgaven omtales som noterte selskaper.

Både emisjoner i unoterte selskaper, emisjoner mot ansatte og emisjoner mot tingsinnskudd er imidlertid også omfattet av reglene om myndighetsmisbruk. Det som fremkommer i oppgaven vil dermed ha en viss relevans også for disse emisjonene, men må ikke ukritisk overføres.

¹¹ Reparasjonsemisjon er nærmere beskrevet i pkt. 2.4.4.

¹² Oslo Regelbok II pkt. 3.1.1 og Euronext Growth Oslo Regelbok II pkt. 2.1.2.1. For aksjeselskaper gjelder det imidlertid et krav om at det må vedtektsfestes at samtykkekrav og forkjøpsrett etter asl. § 4-15 (2) og (3) ikke skal komme til anvendelse jf. Euronext Growth Oslo Regelbok Del II pkt. 2.1.5.4.

¹³ Innskudd i utenlandsk valuta kan ikke uten videre anses som pengeinnskudd jf. NOU 2016:22 s. 90.

I det videre vil det i del 2 gis en kort gjennomgang av det grunnleggende likhetsprinsippet, samt en oversikt over ulike emisjoner og deres påvirkning på aksjonærene . I del 3 vil det foretas en gjennomgang av det materielle innholdet i rettskildene tilknyttet oppgavens problemstilling. I del 4 vil det redegjøres for ulike momenter som påvirker den rettslige vurderingen av om en rettet emisjon er lovlig, herunder gjennomføring av reparasjonsemisjon. I del 5 vil det ses på søksmålsadgang og i hvilken grad Oslo Børs fører kontroll med de noterte selskapenes praksis. Avslutningsvis, i del 6, vil det oppsummeres og diskuteres i hvilken grad dagens praksis med gjennomføring av rettede emisjoner er i tråd med gjeldende regelverk.

2 Nærmere om det grunnleggende likhetsprinsippet og emisjoner

2.1 Innledning

I forkant av behandlingen av oppgavens problemstilling er det nødvendig med en gjennomgang av utvanning, som er årsaken til at likebehandling ved emisjoner er sentralt. Det er også hensiktsmessig med en kort gjennomgang av de vanligste emisjonstypene. Som det vil fremkomme er tegningskursen av vesentlig betydning for emisjonens utvanningspotensial, og dermed også den rettslige vurderingen. Prosedyren for fastsettelse av tegningskursen i de ulike emisjonstypene vil derfor belyses særskilt. Først vil det imidlertid gjøres kort rede for det grunnleggende likhetsprinsippet i aksjelovgivningen, ettersom dette er den juridiske grunnsetningen bak oppgavens problemstilling.

2.2 Det grunnleggende likhetsprinsippet

Likebehandling av et selskaps aksjer er et prinsipp som strekker seg tilbake til de tidligste former for aksjeselskapslignende foretak.¹⁴ Likhetsprinsippet er også et grunnleggende utgangspunkt i dagens aksjelovgivning.¹⁵ Prinsippet fremgår av asl./asal. § 4-1 (1), som slår fast at «alle aksjer gir lik rett i selskapet».

Som det fremgår av ordlyden er likhetsprinsippet knyttet til aksjene, ikke aksjonærene. Dette er naturlig ettersom alle aksjonærrettigheter er knyttet til de enkelte aksjer, og at aksjene i et selskap er like store jf. asl./asal. § 3-1 (2) 2. pkt. Bestemmelsen må altså forstås dit hen at prinsippet som et utgangspunkt innebærer likhet justert for aksjeinnehav.¹⁶ Størrelsen på de ulike aksjeeiernes aksjeinnehav vil dermed innebære at de ikke vil være likestilte i selskapsdeltakelsen.

For emisjoner innebærer likhetsprinsippet at de eksisterende aksjonærene skal ha rett til å delta forholdsmessig, noe som gir seg utslag i fortrinnsretten i asl./asal. § 10-4. En aksjonær som eier 10 % av aksjene i selskapet skal ha rett til å tegne seg for 10 % av de nye aksjene, og en aksjonær som eier 50 % av aksjene i selskapet skal ha rett til å tegne seg for 50 % av de nye aksjene. På denne måten vil de eksisterende aksjonærene kunne beholde sin relative eierandel og unngå utvanning.

¹⁴ Truyen (2005) s. 99, med videre henvisning til artikkel 23 i den danske oktojen av 1616 hvor det om forvalterne het at de ikke måtte «giøre den ehne [participant] meehre till fordeel endh denn anndenn».

¹⁵ Truyen (2005) s. 97.

¹⁶ Tilsvarende Andenæs (2016) s. 128.

2.3 Økonomisk og organisatorisk utvanning

Grunnen til at deltakelse og likebehandling ved emisjon er sentralt, er at en emisjon medfører utvanning for eksisterende aksjonærer dersom de ikke får delta forholdsmessig. Utvanning skjer både økonomisk og organisatorisk.

Økonomisk utvanning oppstår ettersom det blir flere aksjer som verdiene i selskapet skal deles på. Dette medfører at verdien per aksje blir lavere. Imidlertid innebærer en emisjon at selskapet tilføres kapital. Hvor mye kapital som tilføres per nye aksje – tegningskursen – blir dermed av vesentlig betydning for den økonomiske utvanningen. Dersom tegningskursen tilsvarer verdien på de eksisterende aksjene forut for emisjonen, vil verdiene i selskapet per aksje teoretisk sett være uendret som følge av emisjonen, og det vil dermed ikke finne sted noen økonomisk utvanning. Imidlertid vil en større del av selskapsverdien etter emisjonen være kontanter. I alle tilfeller vil derfor eierskapet til selskapets underliggende aktiva bli redusert, noe som vil ha betydning for eksponeringen mot selskapets fremtidige inntjeningspotensial.

Organisatorisk utvanning oppstår også ettersom det totale aksjeantallet i selskapet blir høyere. De eksisterende aksjonærenes prosentvise beholdning av selskapets utstedte aksjer vil da reduseres. Dette medfører at aksjonærens kontroll med selskapet gjennom generalforsamlingen reduseres, ettersom hver aksje i selskapet gir én stemme jf. asal. § 5-4 og asl. § 5-3. Organisatorisk utvanning vil forekomme uavhengig av tegningskursen i emisjonen.¹⁷

I noterte selskaper med bred aksjonærspredning vil ofte den økonomiske utvanningen være mer sentral enn den organisatoriske utvanning. Dette fordi aksjonærene hver for seg vil ha liten påvirkningskraft på selskapets avgjørelser. Følgelig vil innflytelsen på selskapet gjennom utøvelse av aksjonærrettigheter være marginal både forut for og etter en emisjon. Dette utgangspunkt gjelder imidlertid ikke uten unntak, og i visse tilfeller kan også den organisatoriske utvanningen være av vesentlig betydning for den rettslige vurderingen. Dette gjelder særlig der den rettede emisjonen medfører at noen aksjonærer går over eller under flertallstersklene i aksjeloven.¹⁸

For de aller fleste aksjonærer i noterte selskaper består den vesentlige interessen i selskapsdeltakelsen av økonomisk vinning. Den økonomiske utvanningen vil derfor være sentral for den rettslige vurderingen.¹⁹

¹⁷ Organisatorisk utvanning kan unngås dersom det utstedes aksjer i en aksjeklasse med vedtektsfestet stemmerettsbegrensning jf. asl./asal. § 4-1 (1) 2. pkt. Dette er lite vanlig ved emisjoner i noterte selskap og vil ikke omtales nærmere i det videre.

¹⁸ Dette er omtalt nærmere i pkt. 4.3.5.

¹⁹ Dette er omtalt nærmere i pkt. 4.3.4.

2.4 Gjennomgang av de ulike emisjonstypene

2.4.1 Formelle lovfestede utgangspunkt

Beslutning om gjennomføring av emisjon, uavhengig av emisjonstype, må i utgangspunktet treffes av generalforsamlingen jf. asl./asal. § 10-1 (1). Ettersom vedtektene skal angi aksjekapitalens størrelse jf. asl. § 2-2 (1) nr. 3 og asal. § 2-2 (1) nr. 5 kreves det flertall som for vedtektsendring for vedtakelse av alle emisjoner. Beslutningen er videre betinget av et forutgående forslag fra styret jf. asl./asal. § 10-3 (1). At beslutningen må treffes av generalforsamlingen, aktualiserer innkallingsfristen på én uke for aksjeselskaper jf. asl. § 5-10, to uker for allmennaksjeselskaper jf. asal. § 5-10 og tre uker for allmennaksjeselskaper notert på «regulert marked» jf. asal. § 5-11 b nr. 1.

Imidlertid er det mulig, og også vanlig, at generalforsamlingen gir styret fullmakt til gjennomføring av emisjon etter reglene i asl./asal. § 10-14. En slik styrefullmakt er også betinget av et forutgående forslag fra styret jf. asl./asal. § 10-15, og krever også flertall som for vedtektsendring jf. asl./asal. § 10-14.

2.4.2 Fortrinnsrettsemisjon

En fortrinnsrettsemisjon følger utgangspunktet i asl./asal. § 10-4 om at de eksisterende aksjonærene har fortrinnsrett. Bestemmelsen fastslår at:

«Ved forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning mot innskudd i penger har aksjeeierne fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet.»

Dette innebærer at emisjonen vil være i tråd med det grunnleggende likhetsprinsippet, ved at eksisterende aksjonærer får delta pro-rata og dermed beholde sin relative eierandel.

En fortrinnsrettsemisjon er imidlertid en prosess som tar noe tid. Uavhengig av om generalforsamlingen har gitt styret fullmakt, kan en fortrinnsrettsemisjon tidligst gjennomføres to uker etter at aksjonærene i selskapet har fått skriftlig underretning om retten til å tegne aksjer jf. asl./asal. § 10-1 (3) jf. § 10-1 (2) nr. 5.

Prospektreglene etter prospektforordningen²⁰ har videre en innvirkning på tidsforløpet ved en fortrinnsrettsemisjon, ettersom prospektforordningen artikkel 3 nr. 1 fastslår at verdipapirer kun skal tilbys allmenheten etter en forutgående offentliggjøring av et tilbudsprospekt.

Unntak fra plikten til å utarbeide et tilbudsprospekt etter artikkel 3 nr. 1 er inntatt i artikkel 1 nr. 4 bokstav a til j. To praktisk viktige unntak er inntatt i bokstav b og c. Her oppstilles det

²⁰ Forordning (EU) 2017/1129.

unntak fra kravet til tilbudsprospekt dersom tegningen rettes mot maksimalt 150 ikke-profesjonelle investorer, eller at tilbudet om tegning er på minst EUR 100 000.

I noterte selskaper vil en fortrinnsrettsemisjon som den klare hovedregel innebære at tilbudet om tegning rettes mot flere enn 150 ikke-profesjonelle investorer, og det vil tilbys tegning av aksjer for mindre enn EUR 100 000. Følgelig gjør ingen av unntakene i prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 bokstav a til j seg gjeldende, og det stilles derfor krav til utarbeidelse av tilbudsprospekt.

Når det gjelder fastsettelsen av tegningskursen, så er utgangspunktet at generalforsamlingen beslutter tegningskursen etter et forutgående forslag fra styret, jf. asl./asal. § 10-1 (2) nr. 3 jf. asl./asal. § 10-3 (1). Imidlertid vil det ofte være styret som fastsetter denne etter styrefullmakt jf. asl./asal. § 10-14 (1). En absolutt skranke for tegningskursen er at denne ikke kan være lavere enn de eksisterende aksjenes pålydende, jf. asl./asal § 2-12 (1) jf. asl./asal. § 3-1.²¹

Den nærmere fastsettelsen av tegningskursen i en fortrinnsrettsemisjon avhenger av omstendighetene rundt emisjonen og finanstekniske forhold. Som et utgangspunkt vil kursen i emisjonen settes betydelig lavere enn den forutgående børskursen i markedet.²² Dette for å unngå at børskursen faller under tegningskursen i den to uker lange lovbestemte tegningsperioden. I et slikt tilfelle vil investorer heller kjøpe aksjer i markedet enn å tegne seg i emisjonen, noe som vil medføre at selskapet ikke får innhentet kapital.

2.4.3 Rettet emisjon

Aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett til aksjer i en emisjon jf. asl./asal. § 10-4 (1) kan som nevnt tilsidesettes av generalforsamlingen ved flertall som for vedtektsendring jf. asl./asal. § 10-5. En beslutning om å tilsidesette fortrinnsretten er betinget av et forutgående forslag om nettopp dette fra styret jf. asl./asal. § 10-3 (3).

Ved beslutning om styrefullmakt til rettet emisjon må generalforsamlingens vedtak angi at aksjonærene sin fortrinnsrett etter asl./asal. § 10-4 kan fravikes jf. § 10-14 (2) nr. 3. For å gi styret ønskelig fleksibilitet er det ikke uvanlig at et slikt vedtakspunkt behandles og vedtas på ordinær generalforsamling i noterte selskaper.

Prospektforordningen åpner for at en rettet emisjon kan gjennomføres uten tilbudsprospekt. Dersom den rettede emisjonen for eksempel tilbys med en betingelse om minstetegning på EUR 100 000, vil unntaket fra plikten til tilbudsprospekt i artikkel 1 nr. 4 bokstav c være oppfylt. For

²¹ Dersom selskapet er i en situasjon hvor tegningskursen må settes lavere enn aksjens pålydende muliggjøres dette gjennom en nedsettelse av aksjekapitalen etter reglene i asl./asal. kapittel 12. Dette kan ikke delegeres til styret gjennom fullmakt, og en slik tegningskurs forutsetter dermed generalforsamling jf. asl./asal. § 12-1.

²² Tilsvarende Bergo (2021) s. 208.

selskap notert på et «regulert marked» oppstiller imidlertid prospektforordningen også plikt til utarbeidelse av noteringsprospekt jf. art 3 nr. 3. Unntak fra plikten til noteringsprospekt er inntatt i artikkel 1 nr. 5. Et praktisk viktig unntak er at noteringsprospekt ikke kreves dersom antall aksjer som skal noteres utgjør mindre enn 20 % av de utestående aksjene som allerede er tatt opp til handel på markedsplassen beregnet over en periode på 12 måneder jf. artikkel 1 nr. 5 bokstav a. For selskap notert på Oslo Børs og Euronext Expand må derfor en rettet emisjon også innebære mindre enn 20 % forhøyelse av aksjekapitalen for å unngå krav om noteringsprospekt, og dermed kunne gjennomføres uten prospektkrav overhodet.

Forutsatt at styret har sikret seg nødvendig fullmakter, kan en rettet emisjon med minstetegning på EUR 100 000 (på inntil 20 % av aksjekapitalen for selskap notert på Oslo Børs og Euronext Expand) gjennomføres raskt og smidig uten prospektkrav. Emisjonen kan videre rettes etter styrets ønske. Vanlig praksis for noterte selskaper er at intensjon om gjennomføring av rettet emisjon annonseres rett etter børsens stengetid, for deretter å fullføres i løpet av noen timer, slik at selskapet kan annonsere en vellykket emisjon før børsen åpner neste dag.²³

Prosessen for fastsettelse av tegningskursen i en rettet emisjon er i utgangspunktet tilsvarende som for en fortrinnsrettsemisjon. Imidlertid vil det i enda større grad enn for fortrinnsrettsemisjoner være styret som fastsetter denne etter fullmakt jf. asl./asal. § 10-14 (1), nettopp for å muliggjøre en rask og smidig emisjonsprosess.

I noterte selskaper fastsetter styret ofte tegningskursen gjennom en «accelerated bookbuilding process».²⁴ I normaltilfellene innebærer dette kort sagt at selskapets finansielle rådgivere oppstiller et prisintervall som kommuniseres til interesserte investorer. Etter hvert som de finansielle rådgiverne er i dialog med investorer, vil de komme frem til en tegningskurs som er tilstrekkelig lav til at de vil motta tegning for alle aksjene i emisjonen. Denne tegningskursen fastsettes deretter formelt av styret. Følgelig innebærer praksisen at tegningskursen settes etter en prosess med investorer, men det korte tidsvinduet gjør at det ikke kan regnes som en bred auksjon hvor absolutt beste markedspris oppnås.

2.4.4 Reparasjonsemisjon

I praksis bruker man begrepet reparasjonsemisjon om en emisjon som etterfølger en forutgående rettet emisjon, med formål om å reparere deler av den utvanningen som den rettede emisjonen medførte. Reparasjonsemisjonen rettes typisk mot eksisterende aksjonærene som ikke fikk delta i den opprinnelige rettede emisjonen. Juridisk sett behandles dermed en

²³ Eksempel på typisk kommunikasjon gjennom børsen sitt meldingssystem hvor intensjon om rettet emisjon annonseres 16:30, og vellykket rettet emisjon annonseres 23:35 samme dag, se NewsWeb MeldingsID 548785 og 548806.

²⁴ Se eksempelvis NewsWeb MeldingsID 548806.

reparasjonsemisjon som en rettet emisjon, ettersom begge emisjonstypene innebærer et unntak fra utgangspunktet om fortrinnsrett i asl./asal. § 10-4.

Fordelingen av aksjene i en reparasjonsemisjon har derimot stor likhet med fortrinnsrettsemisjoner. Denne gjennomføres normalt med fortrinnsretter, slik at aksjonærene som ikke fikk tegne i den rettede emisjonen, får tegne seg i reparasjonsemisjonen pro-rata utfra sitt eksisterende aksjeinnehav i forkant av den rettede emisjonen.²⁵ En reparasjonsemisjon har videre likhet med fortrinnsrettsemisjoner ved at en reparasjonsemisjon som den klare hovedregel vil utløse krav om tilbudsprospekt, ettersom ingen av unntakene i prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 bokstav a til j gjør seg gjeldende.

Tegningskursen i en reparasjonsemisjon er i praksis satt etter gjennomføringen av den forutgående rettede emisjonen. En lavere tegningskurs enn i den rettede emisjonen vil medføre særskilte problemstillinger tilknyttet likebehandling for reparasjonsemisjonen isolert sett, mens en høyere tegningskurs klart vil uthule emisjonens reparasjonsformål.

²⁵ Se eksempelvis NewsWeb MeldingsID 551639.

3 Rettslige utgangspunkter

3.1 Innledning

Likhetsprinsippet er som nevnt et grunnleggende prinsipp i aksjelovgivningen, og det oppstilles også krav til likebehandling i vphl. § 5-14.

Som vist vil gjennomføring av en rettet emisjon utfordre likebehandlingsprinsippet. En nærmere analyse av likebehandlingsprinsippetets rettslige innhold og regulering i de ulike regelsettene er derfor avgjørende som bakgrunn for en nærmere drøftelse av oppgavens spørsmål.

3.2 Aksjelovgivningen

3.2.1 Særlig om metode og rettskilder

Hovedkilden ved en gjennomgang av aksjelovgivningens likhetsprinsipp er aksje- og allmennaksjeloven, men som det vil vises gir lovtekstens ordlyd lite veiledning om prinsippetets nærmere innhold. Aksjelovgivningen har videre felles forarbeider som har begrensede drøftelser rundt likhetsprinsippet. Det er likevel grunn til å si noe nærmere om forarbeidenes tilblivelsesprosess.

Det ble først utarbeidet et lovutkast med tilhørende forarbeider²⁶, men disse ble av Odelstinget sendt tilbake til Regjeringen med en anmodning om et nytt forslag som inneholdt nødvendige tilpasninger til EØS-avtalen.²⁷ Deretter ble det utarbeidet to nye lovutkast som resulterte i vedtakelse av dagens lovgivning.²⁸

Det rettskildemessige poenget er at lovforarbeidene til det tilbakesendte lovutkastet er vesentlig mer utførlige enn forarbeidene til de vedtatte lovene. Andenæs har imidlertid lagt til grunn at det reelt sett ikke er tvilsomt at de vedtatte lovene på mange punkter forutsetter tolkninger som er omtalt i det første sett av lovforarbeider, og at uttalelsenes «rettskildemessige betydning er neppe vesentlig forskjellig» avhengig av i hvilke forarbeider de forekommer.²⁹ Følgelig anses det som forsvarlig å benytte uttalelser fra forarbeidene til det tilbakesendte lovutkastet, forutsatt at disse ikke er i strid med uttalelser i forarbeidene til de vedtatte lovene.

²⁶ NOU 1992:29, Ot.prp.nr.36 (1993-1994) og Innst.O.nr.45 (1994-1995).

²⁷ Andenæs (2016) s. 6.

²⁸ Forarbeidene til det nye lovutkastet NOU 1996:3, Ot.prp.nr.23 (1996-1997), Ot.prp.nr.39 (1996-1997) og Innst.O.nr.80 (1996-1997).

²⁹ Andenæs (2016) s. 6.

Høyesterett har videre ikke uttalt noe substansielt om likhetsprinsippets innhold, og man er derfor på et rettsområde hvor de «tyngre» rettskildene gir lite veiledning. Prinsippets nærmere innhold må dermed i stor grad klarlegges gjennom formålsbetraktninger og praksis fra næringslivet.³⁰

3.2.2 Det materielle likhetsprinsippet

Det er tidligere redegjort for det grunnleggende likhetsprinsippet jf. asl./asal. § 4-1. I forarbeidene til aksjelovgivningen er det imidlertid uttalt at likhetsprinsippet i asl./asal. § 4-1 gir uttrykk for et «formelt likhetsprinsipp», men at det må sees i sammenheng med generalklausulene i asl./asal. §§ 5-21 og 6-28, som gir uttrykk for et «materielt likhetsprinsipp».³¹ Dette synspunktet er tilsluttet av samstemt juridisk teori, som antar at likhetsgrunnsetningen i asl./asal. § 4-1 ikke har selvstendig betydning ved siden av generalklausulene i §§ 5-21 og 6-28 om myndighetsmisbruk.³² Likhetsprinsippets materielle innhold må dermed utledes av de nevnte generalklausulene.

3.2.3 Plikt- og rettighetssubjekt etter asl./asal. §§ 5-21 og 6-28

Asl./asal. § 5-21 fastslår at «generalforsamlingen» ikke kan treffe en beslutning som er «egnet» til å gi «visse aksjeeiere» eller «andre» en «urimelig fordel» på «andre aksjeeieres» eller «selskapets» «bekostning».

Pliktsubjektet er «generalforsamlingen», og bestemmelsen retter seg dermed mot aksjemajoritetens adferd på selskapets generalforsamling.

Asl./asal. § 6-28 er tilnærmet likelydende, men pliktsubjektet er «styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet». Ved emisjoner er det imidlertid kun «styret» som er gitt beslutningsmyndighet jf. asl./asal. §§ 10-3, § 10-14 og § 10-15. Denne beslutningsmyndigheten er eksklusiv og kan ikke delegeres.³³ Ved rettede emisjoner er pliktsubjektet etter § 6-28 dermed kun «styret».

Rettighetssubjektene etter asl./asal. §§ 5-21 og 6-28 er identiske. Begge bestemmelser fastslår at henholdsvis «generalforsamlingen» og «styret» ikke må foreta noe som er egnet til å gi «visse aksjeeiere» eller «andre» en urimelig fordel på «andre aksjeeieres» eller «selskapets» «bekostning».

³⁰ Mer om praksis fra Oslo Børs som rettskilde i pkt. 3.3.1.

³¹ NOU 1992:29 s. 92.

³² Truyen (2005) s. 104 med videre henvisning til Endresen i Tff 1996:3 s. 54, som drøfter forholdet etter aksjeloven av 1976 og kommer til samme konklusjon.

³³ Bråthen (2014) s. 145.

Følgelig regulerer bestemmelsene to typetilfeller ved rettet emisjon.³⁴ Typetilfelle 1 er dersom emisjonen rettes mot utvalgte eksisterende aksjonærer. Da vil vurderingstemaet være om «visse aksjeeiere» oppnår en urimelig fordel på bekostningen av «andre aksjeeiere». Typetilfelle 2 er dersom emisjonen rettes mot en tredjepart. Da vil vurderingstemaet være om «andre» oppnår en urimelig fordel på bekostning av «selskapet». «Selskapet» må leses som en henvisning til aksjeeiernes felles interesser, ettersom det er aksjeeierne som er rettighetssubjekt etter bestemmelsen.³⁵

Dette innebærer at likebehandlingsregelen retter seg både mot tiltak som er egnet til å gi en urimelig fordel til eksisterende aksjonærer sammenlignet med andre eksisterende aksjonærer, og tiltak som medfører at alle eksisterende aksjonærer blir skadelidende ettersom tredjepersoner gis en urimelig fordel.³⁶

Oppsummert gjelder §§ 5-21 og 6-28 henholdsvis generalforsamlingens og styrets myndighet opp mot den enkelte aksjonærer, og kan sies å oppstille grensene for generalforsamlingens / styrets adgang til å ivareta aksjonærenes fellesinteresser, på bekostning av den enkelte aksjonærs individualrettigheter.³⁷ Et vedtak av generalforsamlingen om å tilsidesette fortrinnsretten etter asl./asal. § 10-5 må derfor vurderes opp mot § 5-21, og styrets vedtak om å gjennomføre en rettet emisjon, jf. asl./asal. § 10-17 må vurderes opp mot § 6-28.

3.2.4 Forholdet mellom asl./asal. §§ 5-21 og 6-28

Det materielle innholdet i §§ 5-21 og 6-28 er i stor grad er sammenfallende. I forarbeidene til aksjeloven av 1976, som hadde tilsvarende likelydende bestemmelser mot de to ulike pliktsubjektene, påpekes det at bestemmelsene må «ses i sammenheng» og at de to generalklausulene er «tilsvarende».³⁸ I juridisk teori er det lagt til grunn at begge generalklausulene er «utslag av alminnelige misbruksprinsipper», og det foretas ofte en felles drøftelse for begge generalklausuler.³⁹ Det er imidlertid også lagt til grunn at misbruksvurderingen etter asl./asal. § 6-28 kan være strengere enn etter § 5-21.⁴⁰ Årsaken til dette er at styret har en alminnelig plikt til å ivareta selskapets interesse.⁴¹ Pliktsubjektet etter § 5-21, aksjeeierne, handler derimot i større grad på egne vegne.

Som en følge av dette vil det som utgjør myndighetsmisbruk i relasjon til § 5-21 som den klare hovedregel også være misbruk i relasjon til § 6-28. Videre vil det i større grad være forsvarlig

³⁴ Bråthen (2014) s. 156.

³⁵ Bråthen (2014) s. 156.

³⁶ Tilsvarende er lagt til grunn av Oslo Børs i Børssirkulære nr. 2 2014 s. 8.

³⁷ Bråthen (2014) s. 156.

³⁸ Ot.prp.nr. 19 (1974-75) s. 111 og s. 136.

³⁹ Truyen (2005) s. 122.

⁴⁰ Bråthen (2014) s. 158 og Truyen (2005) s. 123.

⁴¹ Bråthen (2014) s. 159 med videre henvisning til Rt-1996-742 s. 759.

å benytte rettskilder tilknyttet § 5-21 i drøftelsen av innholdet i § 6-28, enn motsatt.⁴² Ettersom enhver emisjon som nevnt i pkt. 2.4.1 er betinget av et forslag eller en behandling i styret, jf. asl./asal. §§ 10-3 (1) og 10-14, vil terskelen etter § 6-28 i praksis virke begrensende for rettede emisjoner. Det er dermed ikke nødvendig å nyansere og distansere innholdet i bestemmelsene ytterligere.

3.2.5 Det materielle innholdet i asl./asal. §§ 5-21 og 6-28

Asl./asal. §§ 5-21 og 6-28 fastslår som nevnt at generalforsamlingen og styret ikke må utsette aksjonærene for noe som er «egnet til» å gi noen en «urimelig» fordel.

Ordlyden «egnet til» gir anvisning på et svakere årsakskrav, og innebærer at det ikke kreves en klar kausalitet. Det kreves ikke at beslutningen faktisk medfører at visse aksjeeiere eller andre får en urimelig fordel. Det er tilstrekkelig at det foreligger en mulighet for at en slik fordel vil inntre.⁴³

Ordlyden «urimelig» er vag og sier ikke noe nevneverdig utover at det skal foretas en helhetlig skjønnsmessig vurdering av om beslutningen/handlingen innebærer et visst avvik fra det rimelige. I innstillingen som senere førte til lovfestingen av generalklausulene i aksjeloven av 1976, var vurderingstemaet sammenfattet i begrepet «utilbørlig».⁴⁴ Under departementets behandling av lovforslaget ble det imidlertid uttalt at valget mellom «urimelig» og «utilbørlig» har «neppe stor praktisk betydning».⁴⁵ Dette gir uttrykk for at en nærmere begrepstolkning av ordlyden «urimelig» er av begrenset interesse, og at urimelighetsvilkåret i all hovedsak er et uttrykk for at det skal foretas en totalvurdering.⁴⁶

I samvirke mellom praksis og teori har det utpenslet seg to nærmere kriterier/vilkår innad i urimelighetsvilkåret. Terminologien er noe ulik i juridisk teori. I *Aksjonærenes myndighetsmisbruk* oppstiller Filip Truyen to kumulative kriterier opp mot asl./asal. § 5-21: en inngrepsterskel og et saklighetskrav.⁴⁷ I *Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt* oppstiller Gina Bråthen to kumulative elementer opp mot asl./asal. § 6-28: et saklighetsvilkår og et forholdsmessighetsvilkår.⁴⁸ Truyens fremstilling er en generell gjennomgang av myndighetsmisbruk, mens Bråthens fremstilling dreier seg om rettede emisjoner isolert. På avhandlingens område, rettede emisjoner, virker det mer nærliggende og pedagogisk og ta

⁴² Truyen. *Aksjonærens myndighetsmisbruk*, 2005, omhandler asl./asal. § 5-21, men kan altså i hovedsak forsvarlig benyttes også for asl./asal. § 6-28.

⁴³ Truyen (2005) s. 372.

⁴⁴ NUT 1970:1.

⁴⁵ Ot.prp.nr.19 (1974-75) s. 111.

⁴⁶ Tilsvarende Truyen (2005) s. 261.

⁴⁷ Truyen (2005) s. 263.

⁴⁸ Bråthen (2014) s. 160.

utgangspunkt i de samme vilkårene som Bråthen.⁴⁹ Det påpekes imidlertid at differansen mellom struktureringene i all hovedsak er av terminologisk karakter.⁵⁰

3.2.5.1 Saklighetsvilkåret

I forarbeidene til aksjeloven av 1976 fremgår det at en beslutning som gir en aksjeeier eller tredjemann en fordel, må bygge på et «saklig forsvarlig grunnlag».⁵¹ Dette er i juridisk teori tatt til inntekt som grunnlag for å si at en beslutning om rettet emisjon må være saklig begrunnet i selskapets interesse for å ikke rammes av asl./asal. §§ 5-21 og 6-28.⁵² At et selskap kan ha en selvstendig selskapsinteresse er klart, og det er også lagt til grunn av Høyesterett.⁵³ Det aktuelle spørsmålet blir dermed hva som må sies å utgjøre selskapets interesse, altså hvilke interesser en beslutning om rettet emisjon kan begrunnes i.

Aksjelovgivningen oppstiller ingen definisjon av selskapets interesse, men det følger implisitt av asl. § 1-1 (3) nr. 2 og § 2-2 (2) at lovgiver har forutsatt at aksjeselskaper som hovedregel skal ha et grunnleggende økonomisk formål, og at overskuddet fra driften som utgangspunkt skal tilfalle aksjonærene. Dette utgangspunktet må sies å gjelde tilnærmet unntaksfritt for noterte selskaper. Den grunnleggende selskapsinteressen må dermed kunne sies å være selskapets interesse i egen økonomisk vinning. Dette kan også omtales som vinningsformålet, og i juridisk teori er vinningsformålet lagt til grunn som et grunnleggende selskapsrettslig prinsipp.⁵⁴ Selskapets egeninteresse kan blant annet også bestå av hensynet til medarbeidere og samfunnets interesse i selskapet.⁵⁵

Saklighetsvilkåret avgrenser følgelig mot at beslutningen om rettet emisjon begrunnes i andre utenforliggende forhold enn selskapets interesse i økonomisk vinning. Eksempler på slike utenforliggende forhold kan være styremedlemmers eller individuelle aksjonærers personlige interesse i beslutningen.

3.2.5.2 Forholdsmessighetsvilkåret

I forarbeidene til aksjelovgivningen uttales det generelt om den vurderingen som må foretas i tilknytning til minoritetsvernet at:

«Aksjelovgivningens regler om minoritetsvern må utformes på bakgrunn av en avveining mellom to hensyn. På den ene siden må man ta i betraktning den enkelte aksjeeiers interesse i å

⁴⁹ Oslo Børs bruker også disse begrepene, eksempelvis i brev av 19. april 2017 – *Veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner*.

⁵⁰ Tilsvarende Bråthen (2014) s. 167.

⁵¹ Ot.prp.nr.19 (1974-1975) s. 112.

⁵² Bråthen (2014) s. 161 med en rekke videre henvisninger.

⁵³ Eksempelvis Rt-2008-385 avsnitt 74 og Rt-1995-1026 s. 1034.

⁵⁴ Bråthen (2014) s. 174 og Truyen (2005) s. 105.

⁵⁵ Bråthen (2014) s. 174.

kunne ivareta sine interesser i selskapet. På den annen side står hensynet til en effektiv ledelse og drift av selskapet.»⁵⁶

Uttalelsen gir uttrykk for den grunnleggende avveiningen som må foretas under forholdsmessighetsvilkåret ved beslutning om rettet emisjon.⁵⁷ Styret må ved beslutningen foreta en skjønsmessig vurdering av om de fordeler selskapet oppnår gjennom den rettede emisjonen veier tyngre enn de ulemper den påfører aksjonærene som får sin fortrinnsrett tilsidesatt.⁵⁸ Forholdsmessighetsvilkåret innebærer følgelig et krav om at selskapets interesse i den rettede emisjonen må avveies mot aksjonærenes interesse. På samme måte som for selskapets interesse omtalt under saklighetsvilkåret, blir et aktuelt spørsmål dermed hva som må sies å utgjøre aksjonærenes interesse.

Aksjonærgruppen i et noterte selskaper er en lite homogen gruppe. Det er blant annet både fysiske og juridiske personer, og profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. I noterte selskaper har imidlertid (tilnærmet) alle aksjonærene det til felles at den overordnede interessen med eierskapet er avkastning på investeringen. Den sentrale aksjonærinteressen er altså å oppnå økonomisk vinning på sin investering.⁵⁹

Etter dette kan forholdsmessighetsvilkåret oppsummeres relativt kort. Vilkåret forutsetter at ivaretagelsen av selskapets interesse gjennom den rettede emisjonen ikke kunne vært oppnådd i like stor grad, samtidig som aksjonærenes interesse ble krenket i mindre grad.⁶⁰ Dette innebærer at vilkåret er relativt. Dersom den rettede emisjonen medfører store ulemper for aksjonærene, må emisjonen være egnet til å medføre desto større fordeler for selskapet.

3.3 Verdipapirhandelloven

3.3.1 Særlig om metode og rettskilder

Vphl. § 5-14 ble inntatt i verdipapirhandelloven som en gjennomføring av rapporteringsdirektiv 2004/109/EF art. 17 nr.1 og 18 nr. 1.⁶¹ Det finnes ingen norske forarbeider som gir nærmere beskrivelse og veiledning rundt bestemmelsens innhold.

At bestemmelsen gjennomfører et rapporteringsdirektiv, innebærer generelt sett at man må være særlig oppmerksom på implikasjonen dette har på den juridiske metoden. Bestemmelsen er imidlertid ikke en inkorporert forordning, noe som i tilfelle ville medført at den skulle tolkes etter EU-domstolens metodelære. Ved implementering av et direktiv som norsk lov ved

⁵⁶ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 106.

⁵⁷ Tilsvarende Bråthen (2014) s. 165.

⁵⁸ Bråthen (2014), s. 165.

⁵⁹ Tilsvarende Bråthen (2014) s. 187.

⁶⁰ Bråthen (2014) s. 212.

⁶¹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 425.

transformasjon er det den norske lovteksten som er gjeldende norsk rett, og denne skal tolkes etter norsk juridisk metode, men direktivet vil være en svært viktig tolkningsfaktor ved fastleggelsen av innholdet.⁶² For denne bestemmelsen spesielt får imidlertid ikke dette metodiske poenget noen fremtredende rolle, ettersom lovteksten i rapporteringsdirektiv 2004/109/EF er langt fra like utfyllende som den norske bestemmelsen. Det foreligger heller ikke noen utdypende uttalelser fra EU-domstolen om temaet.

Bestemmelsen omfatter ikke selskap notert på Euronext Growth ettersom Euronext Growth ikke er et «regulert marked» jf. vphl. § 2-7 (4) jf. § 5-14. Oslo Børs har imidlertid inntatt en likelydende bestemmelse i sin regelbok for alle de tre handelsplassene, inkludert den som gjelder for Euronext Growth.⁶³

Rettskildemessig er det stor vektforskjell mellom rettspraksis rundt et lovfestet krav og praksis fra et organs håndhevelse av eget internt regelverk. Oslo Børs' uttalelser og vedtak rundt likhetsprinsippet må imidlertid anses for å være en rettskilde på lik linje med offentlig forvaltningspraksis. På et rettsområde som det foreliggende, som ikke er beskrevet særlig inngående av lovgiver eller behandlet i nevneverdig grad av domstolene, vil langvarig og konsekvent forvaltningspraksis kunne tillegges betydelig vekt som en presiserende rettskilde.⁶⁴ Dette må i særlig grad gjelde for Oslo Børs som er markedsoperatør og dermed har delegert myndighet til å treffe en rekke beslutninger jf. vphl. § 12-10 jf. § 12-5.⁶⁵

3.3.2 Vilkårene etter vphl. § 5-14

Vphl. § 5-14 (1) 1. pkt. fastslår at «utstederne av finansielle instrumenter» opptatt til handel på et norsk «regulert marked» «skal likebehandle» innehaverne av deres finansielle instrumenter. Dette absolutte kravet til likebehandling blir imidlertid presisert i andre punktum, som fastslår at dette likevel kan fravikes dersom forskjellsbehandlingen er «saklig begrunnet ut fra utstederens og innehavernes felles interesse».

Vphl. § 5-14 (2) oppstiller videre et forbud mot at selskapets «styrende organer» i forbindelse med en emisjon treffer tiltak som er «egnet til» å gi dem selv, «enkelte innehavere» eller «tredjemenn» en «urimelig» fordel på bekostning av «andre innehavere» eller «utsteder».

Pliktsubjektet etter bestemmelsen er «styrende organer», og rettighetssubjektet er «andre innehavere» eller «utsteder». Vilkåret «egnet til» gir anvisning på et svakt kausalitetskrav.

⁶² Bergo (2021) s. 41 og 49.

⁶³ Oslo Regelbok II pkt. 2.1 og Euronext Growth Oslo Regelbok Del II pkt. 3.1.

⁶⁴ Rt-1995-54 s. 60-61.

⁶⁵ Eksempler på slike beslutninger er suspensjon og strykning jf. vphl. § 12-3 og overtredelsesgebyr jf. § 12-9.

Videre må det sies at vilkåret «urimelig» gir anvisning på en helhetsvurdering mellom selskapets og aksjonærenes interesse. Urimelighetsvilkåret kan i likhet med urimelighetsvilkåret i aksjelovgivningen deles inn i et saklighetsvilkår og et forholdsmessighetsvilkår.⁶⁶

Verdipapirhandelloven gjelder imidlertid som påpekt kun selskap notert på et «regulert marked». Det kan begrunne en strengere vurdering enn etter aksjelovgivningen generelt, ettersom det foreligger særlig hensyn for slike selskap. Forholdet til aksjelovgivningen vil gjennomgås nærmere nedenfor.

3.4 Forholdet mellom asl./asal §§ 5-21/6-28 og vphl. § 5-14

Etter det som er sagt er det klart at asl./asal. §§ 5-21 og § 6-28 har likhetstrekk med vphl. § 5-14.

Plikt- og rettighetssubjekt er tilsvarende i begge regelsett. Som pliktsubjekt må «styrende organer» i vphl. § 5-14 sies å tilsvare «generalforsamlingen» og «styret» i asl./asal. §§ 5-21 og 6-28. Som rettighetssubjekt må «andre innehavere» eller «utsteder» i vphl. § 5-14 sies å tilsvare «andre aksjeeiere» eller «selskapet» i asl./asal. §§ 5-21 og 6-28. Videre gir det likelydende vilkåret «egnet til» anvisning på det samme svake kausalitetskravet.

Når det gjelder urimelighetsvilkåret, altså bestemmelsenes materielle innhold, er det grunn til å foreta en noe nærmere vurdering.

En notering av et selskap innebærer at selskapet får tilgang til risikokapital i et fungerende marked. Oslo Børs har uttalt at nettopp dette medfører en «forpliktelse til å behandle alle selskapets aksjonærer likt.» og at det derfor er «særlig viktig at de noterte selskapene ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser.»⁶⁷ Børsen konkluderer med at noterte selskaper kan ha en «strengere plikt til likebehandling» av selskapets aksjonærer enn det som følger av allmennaksjeloven.⁶⁸

I børssirkulære om likebehandling er dette noe nyansert, og Børsen legger der til grunn at det rettslige innholdet i asal. §§ 6-28 og 5-21 «langt på vei er sammenfallende» med det rettslige innholdet i vphl. § 5-14.⁶⁹

Forholdet mellom de to bestemmelsene er videre belyst gjennom to avgjørelser fra Frostating lagmannsrett. Begge avgjørelsene omhandlet vedtak på generalforsamling og gjaldt dermed

⁶⁶ Børssirkulære nr. 2-2014 s. 2-3.

⁶⁷ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2005 pkt. 5.6.1 s. 58.

⁶⁸ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2005 pkt. 5.6.1 s. 59.

⁶⁹ Børssirkulære nr. 2-2014 s. 3.

asal. § 5-21. I forkant av begge avgjørelsen hadde imidlertid Oslo Børs vurdert styrets behandling opp mot asal. § 6-28 og vphl. § 5-14.

I LF-2009-120317 viste lagmannsretten til Oslo Børs' behandling og uttalte at selv om det rettslige grunnlaget for vurderingene fra Oslo Børs var verdipapirhandelloven § 5-14, allmennaksjeloven § 6-28 og børsforskriftens bestemmelse om god børsskikk, var det «rettslige vurderingstema sammenfallende» med allmennaksjeloven § 5-21. I LF-2010-160231 uttalte lagmannsretten at de momenter som er relevante i relasjon til verdipapirhandelloven § 5-14 «ligger nært opp» til de som er relevante i forhold til asal. § 5-21.

Knut Bergo har uttalt at en vanlig oppfatning er at «generalklausulene har et strammere innhold i noterte selskaper». Bergo mener dette kan begrunnes med en henvisning til nettopp ordlyden i vphl. § 5-14 og regelverket for Oslo Børs, ettersom disse gjelder særskilt for noterte selskaper.⁷⁰

Oppsummert må det kunne legges til grunn at innholdet i de ulike bestemmelsene langt på vei er sammenfallende, men at vphl. § 5-14 nok oppstiller en noe strengere plikt til likebehandling enn det aksjelovgivningen gjør generelt, ettersom noterte selskaper står i en særstilling ved at de får tilgang på risikokapital i et fungerende marked.

⁷⁰ Bergo (2021) s. 207.

4 Momenter og retningslinjer for den rettslige vurderingen

4.1 Innledning

Som nevnt gir urimelighetsvilkåret i asl./asal §§ 5-21, 6-28 og vphl. § 5-14 anvisning på en skjønnsmessig helhetsvurdering. Videre er det nevnt at urimelighetsvilkåret kan inndeles i et saklighetsvilkår og et forholdsmessighetsvilkår. Ettersom enhver rettet emisjon er unik (ulike selskaper, ulikt kapitalbehov, ulik sammensetning av tegnere, ulik utvanning, og en rekke andre særtrekk), kan det ikke oppstilles faste krav til forholdene rundt og egenskapene til en rettet emisjon for at den må anses å være saklig og forholdsmessig.

Derimot kan det redegjøres for momenter som *generelt* sett vil påvirke vurderingen av om en rettet emisjon er saklig og forholdsmessig, og dermed ikke «urimelig» jf. asl./asal. §§ 5-21, 6-28 og vphl. § 5-14.

4.2 Saklighetsvilkåret

4.2.1 Innledning

Saklighetsvilkåret innebærer som nevnt i pkt. 3.2.5.1 at en rettet emisjon må være begrunnet i selskapets interesse. I hovedsak er det to formål en rettet emisjon vil begrunnes i for å oppfylle vilkåret: et kapitalbehov, eller et ønske om å få en spesifikk aksjonær på eiersiden. Det vil her ses nærmere på disse to formålene.

4.2.2 Rettet emisjon på bakgrunn av et kapitalbehov

Som hovedregel er den grunnleggende begrunnelsen for at styret beslutter en rettet emisjon at selskapet har et kapitalbehov. Bakgrunnen for behovet kan være at selskapet er i økonomiske vanskeligheter eller planlegger å utvide virksomheten. En rettet emisjon som begrunnes i selskapets kapitalbehov, vil i utgangspunktet alltid oppfylle saklighetsvilkåret ettersom dekning av et slikt kapitalbehov er i selskapets interesse. Det er imidlertid en klar forutsetning at kapitalbehovet er reelt, og styret må kunne vise det.⁷¹

I insolvenssituasjoner kan det innvendes at en rettet emisjon må sies å være begrunnet i kreditorenes interesse, ikke i selskapets interesse. I slike situasjoner må det imidlertid sies at selskapets primære interesse blir sammenfallende med kreditorenes interesse, nemlig å ha

⁷¹ Bråthen (2014) s. 183.

kapital for å dekke sine løpende forpliktelser og på den måten hindre konkurs.⁷² Aksjonærenes vinningsinteresse blir følgelig noe sekundær, men er likevel ivaretatt gjennom at det også er i deres interesse at selskapet ikke blir slått konkurs. Saklighetsvilkåret vil følgelig være oppfylt dersom grunnlaget for emisjonen er begrunnet i selskapets interesse i å unngå konkurs.⁷³

4.2.3 Rettet emisjon mot aksjonær med aksjonærkvalitet

Dersom saklighetsvilkåret ikke oppfylles gjennom at selskapet allerede i utgangspunktet har et kapitalbehov, kan det oppfylles gjennom at emisjonen rettes mot en tredjepart som innehar en «aksjonærkvalitet».⁷⁴ En aksjonærkvalitet kan for eksempel være at tredjeparten har finansiell styrke som kan bidra til å løfte selskapet på lengre sikt ved å bidra i fremtidige emisjoner. Dette vil man imidlertid ikke ha en garanti for med mindre det inngås en særskilt avtale om ytterligere innskuddsplikt, ettersom aksjonærer ikke har en generell innskuddsplikt utover den aktuelle aksjetegningen.⁷⁵ Det kan også være at tredjeparten representerer en mulig strategisk allianse, eller besitter særlig kompetanse og nyter høy anerkjennelse innenfor selskapets forretningsområde.

Poenget med den rettede emisjonen vil følgelig være å knytte tredjepersonen tettere til selskapet, slik at man senere kan nyte godt av forbindelsen. Eierskapet vil i sin natur føre til at tredjepersonen får økt egeninteresse i selskapets gevinstmaksimering.⁷⁶ Denne egeninteressen vil kunne ha potensial for å komme selskapet som helhet til gode, og dermed kunne sies å være i selskapets interesse.

4.3 Forholdsmessighetsvilkåret

4.3.1 Innledning

Urimelighetskriteriet innebærer som nevnt at en rettet emisjon i tillegg til å være saklig også må være forholdsmessig. Forholdsmessighetsvilkåret forutsetter som nevnt i pkt. 3.2.5.2 at ivaretagelsen av selskapets interesse gjennom den rettede emisjonen ikke kunne vært oppnådd i like stor grad, samtidig som aksjonærenes interesse ble krenket i mindre grad.

Videre vil det sees på fem momenter som på generelt grunnlag påvirker forholdsmessighetsvurderingen. Disse er graden av finansieringsbehov, kretsen emisjonen rettes mot, emisjonens utvanningspotensial, endring av maktbalansen og gjennomføring av reparasjonsemisjon.

⁷² Bråthen (2014) s. 226.

⁷³ Bråthen (2014) s. 227.

⁷⁴ Termen «aksjonærkvalitet» er hentet fra Truyen (2005) s. 406.

⁷⁵ Tilsvarende Truyen (2005) s. 413.

⁷⁶ Truyen (2005) s. 406.

4.3.2 Graden av finansieringsbehov

Det overordnede hensyn for at man kan sette aksjonærenes behov for beskyttelse mot utvanning til side, er som nevnt innledningsvis hensynet til selskapets behov for kapital gjennom et tidsbesparende og fleksibelt finansieringsalternativ. I normaltillfellene, der den rettede emisjonen gjennomføres for å dekke et finansieringsbehov, må dermed finansieringsbehovets art sies å innebære et naturlig utgangspunkt for den rettslige vurderingen av forholdsmessighetsvilkåret.

4.3.2.1 Selskapet er insolvent

Dersom selskapet på tidspunktet for beslutningen om den rettede emisjonen er insolvent og eksisterende aksjonærer ikke har mulighet til å stille med nødvendig kapital, vil rammene i forholdsmessighetsvilkåret være veldig vide. Den åpenbare begrunnelsen for dette er at det i et slikt tilfelle ikke vil være mulig å følge likhetsprinsippets utgangspunkt dersom selskapet skal unngå konkurs. Det har i juridisk teori blitt diskutert om rammene i slike tilfeller er så vide at til og med en full nedskrivning av aksjekapitalen med tilhørende nulling av eksisterende aksjonærer må aksepteres. Bråthen argumenterer for at forholdsmessighetsvilkåret i slike tilfeller «ikke innebærer noen begrensinger i styrets adgang til å foreta en rettet emisjon».⁷⁷ Truyen mener derimot at det «alltid vil være et krav om at eksisterende aksjonærer gis anledning til å tegne en symbolsk eierandel».⁷⁸

Bråthen begrunner sitt syn med at dersom selskapet er insolvent, vil aksjonærene «allerede [ha] tapt sine innskudd».⁷⁹ Denne argumentasjonen har imidlertid en viss svakhet. Aksjonærene har riktignok tapt sine økonomiske verdier, men de er fortsatt aksjonærer med de rettslige rettigheter det medfører. Aksjonærinteressen som sådan kan dermed ikke sies å være bortfalt selv om selskapet er insolvent. Dette taler for å legge til grunn Truyens forståelse om at en restrukturering som har til følge at eksisterende aksjonærer nulles, uten at de får mulighet til å tegne nye aksjer, vil stride med forholdsmessighetsvilkåret.

Dersom eksisterende aksjonærer har mulighet til å stille med nødvendig kapital, endres forutsetningen i vesentlig grad. I slike tilfeller er forholdsmessighetsvilkåret som et utgangspunkt langt fra like vidt som dersom de ikke har mulighet til å stille med nødvendig kapital. Det er nettopp mangelen på dette som er den avgjørende betingelsen for at man aksepterer at eksisterende aksjonærers eierskap blir marginalisert.⁸⁰

⁷⁷ Bråthen (2014) s. 227.

⁷⁸ Truyen (2005) s. 404.

⁷⁹ Bråthen (2014) s. 228.

⁸⁰ Truyen (2005) s. 404.

4.3.2.2 Selskapet står i fare for å bli insolvent

I de tilfeller hvor selskapet bare står i fare for å bli insolvent, vil forholdsmessighetsvilkåret naturligvis være smalere enn dersom selskapet er insolvent. Forholdsmessighetsvilkåret pålegger imidlertid også i slike tilfeller styret å vurdere øvrige finansieringsmetoder enn en rettet emisjon.

Dersom kapitalbehovet ikke er akutt, vil det kunne eksistere andre aktuelle finansieringsmetoder. Det nærliggende alternativet er en ordinær fortrinnsrettsemisjon. En fortrinnsrettsemisjon innebærer imidlertid som nevnt i pkt. 2.4.2 at kapitalinnhenting vil ta betydelig lengre tid enn en rettet emisjon. Dette kan medføre at en rettet emisjon vil være forholdsmessig.

Selv om tidsmomentet aktualiseres, mener Truyen at det må «vurderes om det er mulig å mellomfinansiere likviditetsbehovet i den tiden det tar å få gjennomført en alminnelig fortrinnsrettsemisjon».⁸¹ I praksis vil nok en slik mellomfinansiering være vanskelig å få på plass i insolvenssituasjoner, men dersom styret får denne muligheten, kan de ha plikt til å nyttiggjøre seg av den.

4.3.2.3 Akutt finansieringsbehov ved nye forretningsmuligheter

Et akutt kapitalbehov trenger ikke skyldes at selskapet står i fare for å bli insolvent. Årsaken kan også ha motsatt fortegn ved at det åpner seg en potensiell forretningsmulighet, eksempelvis oppkjøp av andre selskaper eller kjøp av eiendeler til en god pris. At en manglende likviditetstilgang vil medføre at selskapet går glipp av en god investeringsmulighet, må anses for å være et tungtveiende argument i en forholdsmessighetsvurdering.⁸²

Ofte vil det imidlertid være høy etterspørsel blant eksisterende aksjonærer for å bidra med kapital gjennom en fortrinnsrettsemisjon ved en slik mulighet. Tidsmomentet ved en fortrinnsrettsemisjon kan riktignok også her medføre at denne finansieringsformen ikke tilfredsstillende selskapets behov for kapital raskt. Derimot vil det i slike tilfeller ofte være vesentlig lettere med mellomfinansiering slik det er omtalt i punktet ovenfor.

Generelt sett vil rammene etter forholdsmessighetsvilkåret være smalere i slike tilfeller enn der selskapet er i, eller nærmer seg, en insolvenssituasjon. Dette kan begrunnes i at selskapet som regel vil ha flere mulige finansieringsalternativer og at kapitalbehovet sjelden vil være like akutt.⁸³ Videre vil det økonomiske utfallet også være vesentlig mer usikkert for investeringsmuligheter enn hva som er tilfelle ved insolvenssituasjoner.⁸⁴

⁸¹ Truyen (2005) s. 400.

⁸² Truyen (2005) s. 398.

⁸³ Truyen (2005) s. 398 og Børssirkulære nr. 2 2014 s. 10.

⁸⁴ Truyen (2005) s. 398 og Børssirkulære nr. 2 2014 s. 10.

4.3.2.4 Løpende og forutsigbart kapitalbehov

Dersom den rettede emisjonen ikke er forårsaket av et konkret finanseringsformål, men gjennomføres for å dekke et løpende og forutsigbart kapitalbehov, vil rammene etter forholdsmessighetsvilkåret være enda smalere.⁸⁵ Dette gjøres gjerne i et godt marked og når det er et positivt sentiment rundt selskapets aksjer. I slike tilfeller vil fordelene selskapet oppnår med en rettet emisjon kun være at kapitalen innhentes effektivt til en gunstig kurs og med lave transaksjonskostnader.

De fleste rettede emisjoner i noterte selskap gjennomføres nettopp for å innhente kapital til et løpende og forutsigbart kapitalbehov.⁸⁶ At styringsrommet i disse tilfellene er smalt, begrunnes i at det grunnleggende overordnede hensyn om selskapets behov for kapital gjennom et tidsbesparende og fleksibelt finansieringsalternativ ikke aktualiseres i nevneverdig grad. Truyen skriver at en rettet emisjon hvis formål kun er å styrke egenkapitalen med tanke på videre forretningsutviklingen «som hovedregel vil utgjøre et myndighetsmisbruk» dersom emisjonen er rettet helt eller delvis mot eksisterende aksjonærer og/eller emisjonen medfører vesentlige endringer i maktbalansen.⁸⁷

Et positivt sentiment rundt selskapets aksjer kan ikke utnyttes på samme måte ved en fortrinnsrettsemisjon, på grunn av den tidligere nevnte lovbestemte to uker lange tegningsperioden, jf. asl./asal. § 10-1 (3) jf. § 10-1 (2) nr. 5. Dersom selskapet kan utnytte et slik sentiment til å gjennomføre den rettede emisjon med en høy tegningskurs, vil det kunne begrunne en rettet emisjon, selv om kapitalbehovet er løpende og forutsigbart.⁸⁸

4.3.3 Kretsen emisjonen rettes mot

En rettet emisjon kan rettes mot kun nye investorer, et utvalg eksisterende aksjonærer eller en kombinasjon av både nye investorer og eksisterende aksjonærer. Som tidligere nevnt, retter likebehandlingsregelen seg både mot tiltak som egnet til å gi en urimelig fordel til eksisterende aksjonærer sammenlignet med andre eksisterende aksjonærer, og tiltak som medfører at alle eksisterende aksjonærer blir skadelidende ettersom tredjepersoner gis en urimelig fordel.

4.3.3.1 Emisjon rettet mot eksisterende aksjonær(er)

Selv om likebehandlingsreglene også gjelder situasjonen hvor en rettet emisjon rettes mot tredjepersoner, er kjerneområdet for bestemmelsen der eksisterende aksjonærer forskjellsbehandles. Dette underbygges av at det var først ved aksjeloven av 1976 at det ble gitt adgang til å rette en emisjon mot eksisterende aksjonær(er). Før dette ble det generelt ansett

⁸⁵ Børssirkulære nr. 2 2014 s. 10.

⁸⁶ Se vedlegg 2.

⁸⁷ Truyen (2005) s. 399.

⁸⁸ Tegningskursen sin betydning i forholdsmessighetsvurderingen er nærmere drøftet i pkt. 4.3.4.2.

som et urimelig brudd på likhetsprinsippet om enkelte aksjonærer ble tilgodesett på andre sin bekostning.⁸⁹

Når det gjelder den konkrete følgen dette har for forholdsmessighetsvilkåret, skriver Oslo Børs at kravene «skjerpes» der «emisjonen helt eller delvis rettes mot enkelte utvalgte eksisterende aksjonærer».⁹⁰ Bergo formulerer dette som at det er «særlig grunn til å reagere om aksjonærer utsettes for forskjellsbehandling».⁹¹

En god illustrasjon på problemstillingene som aktualiseres ved emisjon rettet mot eksisterende aksjonærer, gir den rettede emisjonen gjennomført av Sparebank1 Østfold Akershus i mai 2015. Emisjonen ble påklaget av en minoritetsaksjonær og deretter behandlet av Børsstyret og Børsklagenemda.

Tegningskursen i emisjonen var NOK 105 og siste sluttkurs før offentliggjøringen av emisjonen var NOK 146,5. Emisjonen ble rettet mot fire innehavere av egenkapitalbevis.⁹² Ettersom de to største aksjonærene ikke ønsket å tegne seg for et beløp som ville opprettholdt deres eierandel, ble resultatet at de to resterende deltakerne i den rettede emisjonen økte sin eierandel fra henholdsvis 0,74 % og 0,99 % til 3,11 % og 2,13 %. Dette tilsvarte en tildeling som var henholdsvis 22,8 og 8,9 ganger større enn deres forholdsmessige andel i den rettede emisjonen basert på eierandel før emisjonen.⁹³

Saklighetsvilkåret var ikke omtvistet i saken. Formålet med emisjonen var å tilfredsstillende kommende regulatoriske krav til kjernekapitaldekning, noe som klart må anses for å være et saklig formål.⁹⁴ Forholdsmessighetsvilkåret var derimot omtvistet. Børsklagenemda viste til at banken la opp til en vesentlig forskjellsbehandling mellom eierne, og at banken hadde mulighet til å «tilby emisjonen til flere aksjonærer for å avklare om det forelå alternative løsninger som sikret selskapets kapitalbehov med en forbedret likebehandling».⁹⁵ Følgelig var det ikke godtgjort at ivaretagelsen av selskapets interesse gjennom den rettede emisjonen ikke kunne vært oppnådd i like stor grad samtidig som aksjonærenes rettigheter ble krenket i mindre grad.⁹⁶ Børsklagenemda la videre til grunn at en gjennomført etterfølgende reparasjonsemisjon som ga aksjonærene mulighet til å tegne ut fra sin forholdsmessige andel, ikke hadde tilstrekkelig reparasjonspotensial til å utligne den vesentlige innvanningen som de to deltakende

⁸⁹ Bråthen (2014) s. 194.

⁹⁰ Børssirkulære nr. 2 2014 s. 8.

⁹¹ Bergo (2021) s. 206.

⁹² At saken gjelder utsteder av egenkapitalbevis og ikke et allmennaksjeselskap har i denne sammenheng ingen betydning. Eierne av egenkapitalbevis har fortrinnsrett ved forhøyelse av eierandelskapitalen på samme måte aksjonærer i AS/ASA jf. finansforetaksloven § 10-10 (3). Utstedere av egenkapitalbevis er videre direkte omfattet av vphl. § 5-14.

⁹³ Børsklagenemdens avgjørelse 3-2015 s. 3 og 5.

⁹⁴ Dette ble også lagt til grunn av Børsstyret jf. Børsklagenemdas avgjørelse 3-2015 s. 6.

⁹⁵ Børsklagenemdas avgjørelse 3-2015 s. 22.

⁹⁶ Dette er det oppsummerte vurderingstemaet etter forholdsmessighetsvilkåret, se punkt 3.2.5.

aksjonærene oppnådde gjennom deltakelse i en rettede emisjonen.⁹⁷ Børsklagenemda fant dermed grunnlag for å ilegge overtredelsesgebyr.⁹⁸

Saken illustrerer at en rettet emisjon hvor visse eksisterende aksjonærer får tegne til en gunstig kurs på bekostning av de øvrige aksjonærene, klart må anses for å krenke likhetsprinsippet dersom ivaretagelsen av selskapets interesse kunne vært oppnådd i like stor grad samtidig som aksjonærenes rettigheter ble krenket i mindre grad.

4.3.3.2 Emisjon mot kombinasjon av nye og eksisterende aksjonærer

En typisk rettet emisjon i noterte selskaper er rettet mot en kombinasjon av nye og eksisterende aksjonærer som er innenfor gjeldende og relevante unntakskrav fra prospektplikten.⁹⁹ I praksis innebærer dette at minstetegningen i emisjonen blir EUR 100 000 for å oppfylle unntaksvilkåret fra tilbudsprospekt i prospektforordningen.¹⁰⁰ Dette medfører at eksisterende aksjonærer som ikke kan tegne seg for minst EUR 100 000 er utelukket fra deltakelse i emisjonen.

At rettede emisjoner i noterte selskaper som hovedregel rettes også mot utvalgte eksisterende aksjonærer, innebærer at man ofte er innenfor likhetsprinsippets kjerneområde. Dette medfører at rammene for forholdsmessighetsvurderingen er smale.¹⁰¹

4.3.3.3 Emisjon rettet mot bestemt ny investor

Selv om en emisjon rettes mot en bestemt ny investor/investorallianse på bakgrunn av spesifikke aksjonærkvaliteter (finansiell styrke, særlig kompetanse mv.), oppstiller likevel forholdsmessighetsvilkåret visse grenser. Emisjonen kan som et utgangspunkt ikke gis med en betydelig rabatt og/eller være av en størrelse som samlet sett vil innebære stor utvanning.¹⁰² At forholdsmessighetsvilkåret i slike tilfeller vil være relativt vidt, underbygges av at en slik innlemmelse av en aksjonær i aksjonærfellesskapet ikke kan oppnås gjennom en fortrinnsrettsemisjon.

Utgangspunktet om at emisjonen ikke kan medføre stor utvanning for de eksisterende aksjonærene, gjelder også for rettede emisjoner mot en bestemt ny investor på bakgrunn av et kapitalbehov. Her vil imidlertid vurderingen påvirkes i vesentlig grad dersom emisjonen kombineres med andre forhold, eksempelvis et akutt finansieringsbehov.

En rettet emisjon i Funcom ASA i mai 2016 illustrerer dette:

⁹⁷ Børsklagenemdas avgjørelse 3-2015 s. 22.

⁹⁸ Børsklagenemdas avgjørelse 3-2015 s. 23.

⁹⁹ Se vedlegg 2.

¹⁰⁰ Forordning (EU) 2017/1129 art. 1 nr. 4c. Se nærmere om dette i pkt. 2.4.3.

¹⁰¹ Børssirkulære nr. 2 2014 s. 8 med videre henvisninger til Truyen (2005) s. 388.

¹⁰² Børssirkulære nr. 2 2014 s. 8.

Som ledd i en restruktureringsprosess gjennomførte selskapet en rettet emisjon mot nye investorer etter at investorgruppen hadde kontaktet selskapet og tilbudt seg å tegne aksjer på bestemte vilkår. Emisjonens størrelse tilsvarte 104,8 % av selskapets totale antall utestående aksjer på emisjonstidspunktet, og medførte dermed en betydelig utvanning av de eksisterende aksjonærene. Videre utgjorde emisjonskursen en rabatt på 77,55 % mot sluttkursen dagen før emisjonen.

Oslo Børs foretok en vurdering av emisjonen, men kom til at det ikke var grunnlag for å overprøve selskapets vurderinger.¹⁰³ Oslo Børs virker tilsynelatende å legge stor vekt på selskapets forklaring om at transaksjonen var «den beste løsningen som var tilgjengelig for selskapet» da det var den «eneste aktuelle løsning sett bort fra en full restrukturering hvor dagens kreditor(er) ville overta hele eller nesten hele selskapet».¹⁰⁴ Børsen legger basert på dette til grunn at «det tilsynelatende ikke forelå andre mindre inngripende alternativer for selskapet i den foreliggende situasjon».¹⁰⁵ Emisjonen illustrerer dermed også godt hvordan Børsen (og antageligvis også domstolene dersom saken hadde blitt behandlet der) tar utgangspunkt i styrets vurderinger og er varsomme med å overprøve deres skjønnsmessige vurderinger ved prøvelsen.

4.3.4 Emisjonens utvanningspotensial

Som nevnt i pkt. 2.3 er den grunnleggende innsigelsen mot rettede emisjoner at de medfører utvanning for visse eller alle eksisterende aksjonærer. Størrelsen på emisjonen har direkte sammenhengen med graden av utvanning og påvirker både den økonomiske og organisatoriske utvanningen. Emisjonens tegningskurs er videre av avgjørende betydning for graden av økonomisk utvanning.

Forholdsmessighetsvilkåret vil dermed generelt påvirkes av disse to momentene. Det grunnleggende utgangspunktet må være at vurderingen vil skjerpes dersom emisjonen innebærer stor grad av direkte utvanning eller det gis en betydelig emisjonsrabatt.¹⁰⁶

4.3.4.1 Størrelsen på den rettede emisjonen

Størrelsen på den rettede emisjonen vil være et viktig moment i vurdering av forholdsmessighet.¹⁰⁷ Størrelsen varierer betydelig fra emisjon til emisjon og har gjerne sammenheng med finansieringsbehovet til selskapet. Dersom selskapet står overfor en insolvenssituasjon, vil den rettede emisjonen ofte medføre en utvanning på mer enn 100 %.¹⁰⁸ Årsaken er at de nye aksjonærene vil kreve å få overta store deler av selskapet dersom de skal

¹⁰³ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2016 s. 75.

¹⁰⁴ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2016 s. 73.

¹⁰⁵ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2016 s. 74.

¹⁰⁶ Tilsvarende er lagt til grunn av Oslo Børs i Børssirkulære nr. 2 2014 s. 8.

¹⁰⁷ Bråthen (2014) s. 209.

¹⁰⁸ Eksempelvis emisjon i Havila Shipping ASA, inntatt i henholdsvis Vedtak og Uttalelser 2017 s. 82.

stille med kapital. Slike emisjoner vil imidlertid gjerne kombineres med en omfattende restrukturering av gjeld og dermed ofte fremstå som et tvungent alternativ for selskapet, noe som vil ha vesentlig betydning i forholdsmessighetsvurderingen.

De mer ordinære emisjonene i noterte selskaper, som gjennomføres for å hente kapital til et løpende og forutsigbart kapitalbehov, medfører som den klare hovedregel mindre enn 20 % utvanning. Dette har sammenheng med at en emisjonen med større utvanning enn 20 % som tidligere nevnt ikke har unntak fra plikten til å utarbeide et noteringsprospekt.¹⁰⁹ I praksis begrunner gjerne noterte selskaper som henter kapital til et løpende kapitalbehov fravikelsen av likebehandlingsprinsippet med at en rettet emisjon medfører at selskapet kan hente kapital effektivt, billigere og med lavere risiko enn ved en fortrinnsrettsemisjon.¹¹⁰ Mye av grunnlaget for denne argumentasjonen forsvinner dersom emisjonen innebærer mer enn 20 % forhøyelse av aksjekapitalen og dermed medfører krav om noteringsprospekt. Da vil prosessen med den rettede emisjonen ta vesentlig lenger tid og innebære høyere kostnader. Her er det imidlertid viktig å minne om at ettersom Euronext Growth ikke anses som et «regulert marked», så er selskap notert på denne handelsplassen i alle tilfeller unntatt fra kravet til noteringsprospekt. Følgelig vil ikke argumentasjonsverdien om effektiv, billig og rask tilgang på kapital svekkes for selskap notert på Euronext Growth selv om emisjonen innebærer høyere utvanning enn 20 %.

Før innføringen av prospektforordningen, forutsatte unntaket for utarbeidelse av noteringsprospekt at utvanningen måtte være mindre enn 10 %.¹¹¹ Innføringen av prospektforordningen medførte altså at utvanningen en rettet emisjon kunne medføre uten at det ble stilt krav til noteringsprospekt ble doblet. Endringen har ingen direkte påvirkning på forholdsmessighetsvurderingen, men den påvirker vurderingen indirekte ettersom argumentasjonsverdien av rask og billig tilgang på kapital i større grad nå også gjør seg gjeldende for emisjoner med utvanningseffekt mellom 10 og 20 %.

4.3.4.2 Tegningskursen

Årsaken til at tegningskursen påvirker den økonomiske utvanningen, er at tegningene i en rettet emisjon naturligvis medfører at selskapet tilføres kapital. Denne tilførte kapitalen påvirker videre verdien på aksjene til de eksisterende aksjonærer som ikke deltar i den rettede emisjonen. Dette kan illustreres med et tenkt eksempel:

¹⁰⁹ Forordning (EU) 2017/1129 art. 1 nr. 5a jf. art. 3 nr. 3.

¹¹⁰ Eksempelvis NewsWeb MeldingsID 552129.

¹¹¹ Verdipapirhandelloven av 15.10.2018 § 7-5 nr. 1.

Et selskap har formål om å kjøpe og leie ut eiendom, men har foreløpig kun NOK 10 millioner i bankinnskudd. Videre har selskapet 10 aksjonærer som hver eier 1 aksje. Dette gir 1 million i nåverdi per aksje.

Dersom det gjennomføres en rettet emisjon mot to nye aksjonærer som hver får tegne seg for én aksje i bytte mot et aksjeinnskudd på 1 million, vil selskapet ha 12 millioner i bankinnskudd som skal deles på 12 aksjer. Aksjenes verdi vil fortsatt være 1 million, og de eksisterende aksjonærene vil ikke ha blitt utsatt for økonomisk utvanning. Dersom de to nye aksjonærene derimot hadde fått tegne aksjene for NOK 500 000, ville det etter emisjonen vært 11 millioner i bankinnskudd som skulle fordeles på de 12 aksjene. Følgelig ville verdien per aksje vært ca. NOK 916 000. Dette innebærer en utvanning av de eksisterende aksjonærene på ca. 8,3 %. De to nye aksjonærene ville dessuten i et slikt tilfelle ha betalt NOK 500 000 for en aksje med verdi på NOK 916 000. Dette illustrerer godt hvordan tegningskursen i stor grad påvirker omfordelingen av selskapsformuen ved en rettet emisjon. Nettopp omfordeling av selskapsformuen er et grunnleggende vurderingsobjekt ved anvendelse av likebehandlingsreglene.¹¹²

En slik enkel beregning av aksjenes verdi forut for den rettede emisjonen kan imidlertid ikke anvendes for noterte selskaper. For selskaper med pågående forretninger må verdien av selskapets aksjer fastslås ved å estimere nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrøm og dele denne på antall aksjer.¹¹³ Det eksisterer en rekke finansielle verdsettelsesmetoder for å gjøre slike beregninger, men en slik beregning vil alltid være beheftet med en viss usikkerhet.

For noterte selskaper vil man imidlertid kunne ta utgangspunkt i børskursen på selskapets aksjer. Børskursen vil reflektere løpende handler mellom kjøpere og selger som hver for seg har gjort sine antagelser om aksjenes verdi. I et tilstrekkelig effisient marked vil dermed børskursen uttrykke markedets estimering av aksjenes verdi, noe som må anses for å være det beste anslaget.¹¹⁴ Følgelig vil det være aksjenes børskurs i forkant av annonsering av den rettede emisjonen som må sammenlignes med tegningskursen for å finne den reelle utvanningseffekten for de eksisterende aksjonærene.¹¹⁵

¹¹² Truyen (2005) s. 383.

¹¹³ NOU 1995:30 Ny regnskapslov s. 195 som i tilknytning til «det universelle verdibegrepet» uttrykker at «verdi uttrykkes ved nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente».

¹¹⁴ Nedrelid (2013) s. 220 med videre henvisninger til NOU 1995:30 s. 197 som sier at «for finansielle eiendeler som omsettes i et perfekt eller et effisient marked, er markedsverdien i dag beste anslag på nåverdien [...]».

¹¹⁵ Det vil ofte være naturlig og supplere en observasjon av sluttkursen i forkant av den rettede emisjonen med den volumvektede gjennomsnittsprisen over eksempelvis de siste 10 handelsdagene. Dette gjelder spesielt i de tilfeller selskapets børskurs har vært volatil i forkant av den rettede emisjonen.

Oslo Børs har gitt uttrykk for at tegningskursen bør settes til det maksimale beløp som det er mulig å oppnå sett i lys av omstendighetene ved emisjonen.¹¹⁶ Videre har Børsen gitt uttrykk for at det vil være av betydning for deres prøving hvordan emisjonskursen er fastsatt, og at en emisjonskurs som avviker fra markedsverdi lettere vil aksepteres dersom den er fastsatt gjennom en «forsvarlig og bred bookbuilding som reflekterer det markedsaktørene er villig til å tegne seg for i emisjonen».¹¹⁷

Formuleringen synes å være noe unyansert. Som tidligere fremholdt, er vurderingstemaet under forholdsmessighetsvilkåret om ivaretagelsen av selskapets interesse gjennom den rettede emisjonen ikke kunne vært oppnådd i like stor grad, samtidig som aksjonærenes rettigheter ble krenket i mindre grad. Forholdsmessighetsvilkåret forutsetter dermed at det konkret valgte middelet – den rettede emisjonen – vurderes i forhold til andre hypotetiske virkemidler, altså andre finansieringsalternativer.¹¹⁸ Følgelig er det tegningskursen i den rettede emisjonen opp mot den forventede tegningskursen i en fortrinnsrettsemisjon som bør være avgjørende, ikke hva «markedsaktørene er villig til å tegne seg for» i en rettet emisjon. Som nevnt i pkt. 2.4.2, vil ofte tegningskursen i en fortrinnsrettsemisjon måtte settes med en betydelig rabatt til børskurs for å sikre tilstrekkelig tegning. Dersom tegningskursen i en rettet emisjon er så lav at den må antas å være i nærheten av mulig tegningskurs i en fortrinnsrettsemisjon, vil dette tale for at ivaretagelsen av selskapets interesse kunne vært ivaretatt i like stor grad gjennom en fortrinnsrettsemisjon. I en slik vurdering må det anses å ha liten betydning hva de aktuelle investorene i den rettede emisjonen var villig til å ha som emisjonskurs.

Selv om Børsens formulering kan virke noe unyansert, må det sies å være helt korrekt av Børsen å legge stor vekt på emisjonskursen ved prøvingen av den rettede emisjonen, da denne som vist er av stor betydning for den økonomiske utvanningen.

Det kan imidlertid spørres om Oslo Børs i sin kontrollpraksis legger for stor vekt på gjennomføringen av en bookbuilding. Basert på en analyse av Børsens publiserte uttalelser om konkrete rettede emisjoner fremstår gjennomføring av en bookbuilding for å finne tegningskursen i den rettede emisjoner tilnærmet som en garanti for at Oslo Børs ikke vil sanksjonere selskapet. De rettede emisjonene som har sanksjonert med overtredelsesgebyr eller medført kritikk fra Oslo Børs i nyere tid har nemlig den fellesnevneren at det ikke ble gjennomført en bookbuilding for å finne tegningskursen.¹¹⁹ I alle tilfellene viste Børsen til

¹¹⁶ Børssirkulære nr. 2 2014 s. 9.

¹¹⁷ Børssirkulære nr. 2 2014 s. 9.

¹¹⁸ Bråthen (2014) s. 189 og 190.

¹¹⁹ Rettet emisjon i Sparebank 1 Østfold Akershus, Birdstep Technology ASA, Badger Explorer ASA og Petrolia SE.

manglende bookbulding som et viktig moment i vurderingen av om emisjonen krenker likebehandlingskravet.¹²⁰

4.3.5 Endring av maktbalansen

Som nevnt innledningsvis, vil den organisatoriske utvanningen ved rettet emisjon i noterte selskaper ofte være av noe underordnet betydning sammenlignet med den økonomiske utvanningen, ettersom aksjonærene i noterte selskaper hver for seg vil ha liten påvirkningskraft på selskapets avgjørelser. Dette utgangspunktet gjelder imidlertid ikke uten unntak.

Aksjelovgivningen inneholder særskilte bestemmelser om flertallskrav, noe som innebærer at en liten endring i det prosentmessige eierskapet kan få vesentlige konsekvenser for kontrollen over selskapet. De viktigste tersklene for maktbalanse er eierskap på mer enn 1/3, eierskap på mer enn 50 %, eierskap på 2/3, og eierskap på 90 % av selskapets utestående aksjer. Dette fordi en alminnelig beslutning på generalforsamlingen krever flertall av de avgitte stemmer jf. asl/asal. § 5-17 (1), beslutning om vedtektsendring krever støtte fra minst 2/3 av de avgitte stemmer jf. asl./asal. § 5-18 (1), og at eierskap på 90 % av aksjene gir rett til tvangsinnløsning av øvrige aksjonærer, jf. asl. § 4-26 og asal. § 4-25. Det er flere eksempler på enkeltaksjonærer i noterte selskaper som har et eierskap som ligger rett over disse tersklene.¹²¹

I praksis vil det sjelden være slik at enkeltaksjonærer med mer enn 1/3 eierandel blir utsatt for ufrivillig utvanning gjennom en rettet emisjon. Dette skyldes at aksjonæren kan sikre seg mot dette ved å ikke gi styrefullmakt til emisjon, ettersom dette krever flertall som for vedtektsendring jf. asl./asal. § 10-14 (1).

Derimot er det mer praktisk at en aksjonær, eller en aksjonærallianse samlet, får et eierskap som overgår en av tersklene på bakgrunn av en emisjon rettet mot seg. Videre kan det også i noterte selskaper oppstå maktkamper hvor det kan være avgjørende for en enkelt investor, eller gjerne en felles aksjonærallianse, å være i besittelse av mer enn 50 %, 2/3 eller 90% av selskapets totalt utestående aksjer. Eksempelvis kan en majoritetsaksjonær ønske å få en emisjon rettet mot seg, for å på den måten overstige 90 % eierskap, og dermed ha krav på tvangsinnløsning av øvrige aksjonærer. Dersom den rettede emisjonen medfører vesentlig endringer i maktbalansen, må dette anses for å være et viktig moment i forholdsmessighetsvurderingen. Dette er også lagt til grunn av Oslo Børs som skriver at «det stilles særlig skjerpede krav ved endring av maktbalansen».¹²²

¹²⁰ Se henholdsvis Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2015 s. 121, Vedtak og Uttalelser 2016 s. 70, Vedtak og Uttalelser 2017 s. 79, Vedtak og Uttalelser 2018 s. 70.

¹²¹ Eksempelvis Nærings- og fiskeridepartementet sitt eierskap i Equinor ASA (67 %) og Telenor ASA (53,97 %), og Kverva Industrier sitt eierskap i SalMar ASA (50,88 %).

¹²² Børssirkulære nr. 2 2014. s. 1.

4.3.6 Reparasjonsemisjon

Som nevnt i pkt. 2.4.4 er en reparasjonsemisjon teknisk og juridisk sett en selvstendig rettet emisjon, som gjennomføres med formål om å reparere iallfall noe av den forskjellsbehandlingen som den opprinnelige rettede emisjonen medførte.

I det følgende vil enkelte momenter knyttet til en reparasjonsemisjon gjennomgås, før det vil ses på reparasjonsemisjonens reparasjonspotensial mer helhetlig. Først vil det imidlertid sies noe om reparasjonsemisjonens rettslige plassering.

4.3.6.1 Reparasjonsemisjonens rettslige plassering

Vurderingstidspunktet for om beslutningen om å gjennomføre en rettet emisjon er forholdsmessig, og dermed ikke «urimelig», vil være tidspunktet for styret eller generalforsamlingen sin beslutning om å gjennomføre en rettet emisjon.¹²³ Dersom reparasjonsemisjonen besluttes og offentliggjøres i etterkant av den rettede emisjonen, vil den dermed klart nok ikke kunne inngå i forholdsmessighetsvurderingen av den rettede emisjonen. Det er imidlertid klart, og også lagt til grunn i juridisk teori, at reparasjonsemisjonen i slike tilfeller vil ha relevans i en etterfølgende ugyldighetsvurdering.¹²⁴

I praksis offentliggjør gjerne selskapet en intensjon om å gjennomføre en reparasjonsemisjon på et bestemt antall aksjer samtidig med offentliggjøringen av besluttet rettet emisjon.¹²⁵ Et aktuelt spørsmål er derfor om en slik intensjon om å gjennomføre en reparasjonsemisjon er tilstrekkelig til at reparasjonsemisjonen kan inntas i forholdsmessighetsvurderingen, eller om den også i disse tilfellene kun vil ha relevans i en etterfølgende ugyldighetsvurdering.

Det har i juridisk teori blitt gitt uttrykk for at dersom reparasjonsemisjonen besluttes i etterkant av den rettede emisjonen, inngår den ikke i forholdsmessighetsvurderingen.¹²⁶ Teorien har imidlertid ikke behandlet situasjonen der det fremmes en intensjon om gjennomføring av en reparasjonsemisjon samtidig med beslutningen av den rettede emisjonen.

Oslo Børs har derimot uttalt seg om denne situasjonen. De legger til grunn at dersom det samtidig med forslaget eller beslutningen om å gjennomføre en rettet emisjon, «legge[s] frem et forslag» om en reparasjonsemisjon med formål å reparere effekten av den rettede emisjonen, vil det kunne ha «betydning for forholdsmessighetsvurderingen».¹²⁷

¹²³ Truyen (2005) s. 148. Uttalelsen referer seg til asl./asal. § 5-21, men tilsvarende må gjelde for § 6-28 jf. Bråthen (2014) s. 212.

¹²⁴ Truyen (2005) s. 375 og Bråthen (2014) s. 212.

¹²⁵ Eksempelvis NewsWeb Meldings ID 551638 med typisk formulering om at «the Board will consider carrying out a subsequent share offering» med videre konkretisering av nøyaktig antall aksjer.

¹²⁶ Bråthen (2014) s. 212 med videre henvisninger til Truyen (2005) s. 375.

¹²⁷ Børssirkulære nr. 2 2014 s. 11.

Hvilken rettslig plassering som er korrekt er ikke åpenbart. Det kan imidlertid være grunn til å legge vekt på det svake kausalitetskravet som gjelder etter både asl./asal. § 6-28 og vphl. § 5-14 jf. vilkåret «egnet til», som kun uttrykker et krav om potensiell kausalitet. En intensjon om å gjennomføre en reparasjonsemisjon på et bestemt antall aksjer må sies å påvirke vurderingen av i hvilken grad den rettede emisjonen er «egnet til» å omfordele selskapsformuen på beslutningstidspunktet for den rettede emisjonen.

Basert på dette legges det til grunn at dersom selskapet offentliggjør en intensjon om å gjennomføre en reparasjonsemisjon på et konkret antall aksjer samtidig med offentliggjøring av beslutning om en rettet emisjon, vil reparasjonsemisjonen inngå i forholdsmessighetsvurderingen av den rettede emisjonen.

4.3.6.2 Avgrensning av deltakere i reparasjonsemisjonen

Ettersom reparasjonsemisjonen er en selvstendig rettet emisjon, kan denne rettes etter retningslinjer foreslått av styret og vedtatt av generalforsamlingen eller vedtatt av styret etter fullmakt. Det typiske er som nevnt i pkt. 2.4.4 at en reparasjonsemisjon rettes mot de aksjonærer som ikke ble tildelt aksjer i den rettede emisjonen. En slik avgrensning er helt avgjørende for at reparasjonsemisjonen skal kunne tjene som et reparerende tiltak. Dersom emisjonen rettes mot alle aksjonærer, også de som deltok i den rettede emisjonen, vil reparasjonsemisjonens reparerende effekt bli betydelig redusert.

For å oppnå en slik avgrensning, er det nødvendig at selskapet i tilknytning til børsmeldingen om intensjon om å gjennomføre en reparasjonsemisjon, informerer om «ex-dato», altså fra hvilken dato aksjen vil handles uten tilhørende rett til å tegne seg i en reparasjonsemisjon.¹²⁸ Oslo Børs har uttalt at det ikke er anledning til å børsmelde en ex-dato med tilbakevirkende kraft, da det vil medføre at aksjen har blitt handlet på feil premisser i den mellomværende perioden.¹²⁹

Det er vanskelig å tenke seg at andre avgrensninger enn overnevnte vil være saklig. En avgrensning som kan synes å være aktuell, og som har blitt gjennomført i praksis, er en utelukkelse fra reparasjonsemisjonen dersom aksjonærene har blitt invitert til å delta i den rettede emisjonen. Oslo Børs har imidlertid gitt klart uttrykk for at de ikke anser dette for å være et akseptabelt utvelgelseskriterium.¹³⁰

¹²⁸ Plikten til å børsmelde ex-dato ved reparasjonsemisjon følger av Oslo Børs Regelbok II pkt. 4.2.4 (3) og Euronext Growth Oslo Regelbok II pkt. 3.10 (3).

¹²⁹ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2016 s. 76.

¹³⁰ Oslo Børs brev av 19. april 2017 – *Veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner*.

At reparasjonsemisjonen rettes mot alle aksjonærer som ikke fikk delta i den rettede emisjonen, vil som den klare hovedregel medføre at det stilles krav til tilbudsprospekt, ettersom ingen av unntakene i prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 bokstav a til j gjør seg gjeldende.

4.3.6.3 Størrelsen på reparasjonsemisjonen

Størrelsen på reparasjonsemisjonen vil naturligvis ha vesentlig betydning for reparasjonsemisjonens reparasjonspotensial. For å maksimere reparasjonspotensialet, må reparasjonsemisjonen være av en slik størrelse at tegnerne tilbys et antall aksjer som gjør at deres eierandel ikke utvannes sammenlignet med noen av deltakerne i den rettede emisjonen.¹³¹ Dette omtales av Oslo Børs som en «full reparasjonsemisjon».¹³² Det må imidlertid påpekes at dersom den rettede emisjonen rettes helt eller delvis mot nye aksjonærer, vil en organisatorisk utvanning for gjennomsnittet av de eksisterende aksjonærene være uunngåelig.

Videre veiledning om hvilken størrelse som anses å ha vesentlig reparasjonspotensial kan utledes fra Oslo Børs' behandling av en rettet emisjon i Badger Explorer ASA våren 2017.

Emisjonen ble gjennomført på bakgrunn av et løpende og forutsigbart kapitalbehov og ble rettet mot eksisterende og nye investorer. Emisjonen innebar en utvanning på ca. 135 %. Tegningskursen ble videre ikke ble fastsatt gjennom en bookbuildingsprosess og innebar en rabatt på 74 % mot sluttkurs dagen før offentliggjøring av emisjonen

Oslo Børs mente at selskapets fremgangsmåte var kritikkverdig, men valgte å ikke ilegge overtredelsesgebyr. Børsen uttalte at de la «særlig vekt» på at eksisterende aksjonærer som ikke deltok i den rettede emisjonen, gjennom reparasjonsemisjonen hadde mulighet til å opprettholde en «tilsvarende eierandel som eksisterende aksjonærer totalt sett opprettholdt gjennom deltakelse i den rettede emisjonen».¹³³ Dette indikerer at en reparasjonsemisjon som innebærer at gjennomsnittet av de som får anledning til å delta ikke utvannes mer enn utvanningen til gjennomsnittet av de eksisterende aksjonærene som deltok i den rettede emisjonen, vil tillegges et vesentlig reparasjonspotensial av Børsen.

En gjennomsnittsberegning av reparasjonspotensialet til en reparasjonsemisjon vil imidlertid ikke i alle tilfeller være tilstrekkelig nyansert. Det kan være store individuelle forskjeller i utvanningen mellom de enkelte aksjonærer basert på den nærmere fordelingen av aksjene i den rettede emisjonen. Et godt eksempel på dette er den tidligere nevnte emisjon i Sparebank 1 Østfold-Akershus hvor to større aksjonærer fikk en tildeling som var henholdsvis 22,8 og 8,9 ganger større enn deres forholdsmessige andel i den rettede emisjonen, basert på eierandel før emisjonen. Selv om det ble gjennomført en reparasjonsemisjon som ga deltakerne mulighet til

¹³¹ Tilsvarende Bråthen (2014) s. 212 som skriver at «reparasjon» forutsetter en slik størrelse på reparasjonsemisjonen.

¹³² Børssirkulære nr.2 2014. s. 11.

¹³³ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2017 s. 82.

å beholde sin forholdsmessige eierandel, var Børsklagenemda tydelig på at denne ikke hadde tilstrekkelig reparasjonspotensial til å utligne den vesentlige innvanningen som de to deltakende aksjonærene oppnådde gjennom den rettede emisjonen. Avgjørelsen illustrerer dermed en iboende begrensning ved reparasjonsemisjoner, ved at deltakerne i stor grad er bundet til en pro-rata fordeling av de nye aksjene utfra eksisterende aksjeinnehav. Dette i motsetning til deltakerne i rettet emisjon, som i stor grad kan sette premisser for størrelsen på egen tegning uavhengig av eksisterende aksjeinnehav.¹³⁴

Et moment som taler for at muligheten til å tegne i reparasjonsemisjonen har en høyere verdi enn å tegne seg i den rettede emisjonen, og som dermed styrket reparasjonsemisjonens reparasjonspotensial selv om den ikke åpner for full reparasjon, er opsjonselementet i reparasjonsemisjonen. Aksjonærene som ikke deltok i den rettede emisjonen får en rett, men ingen plikt til å tegne i reparasjonsemisjonen. Følgelig vil en rasjonell investor kun tegne aksjer i reparasjonsemisjonen dersom børskursen til den underliggende aksjen handles høyere enn tegningskursen ved utløpet av tegningsperioden.¹³⁵ Deltakerne i reparasjonsemisjonen får dermed en fordel ved at de kan se an selskapets utvikling i perioden mellom den rettede emisjonen og siste tegningsdag i reparasjonsemisjonen, før de bestemmer seg for om de vil delta i emisjonen eller ikke.

4.3.6.4 Reparasjonsemisjonens reparasjonspotensial

Som det er vist, vil størrelsen på reparasjonsemisjonen ha vesentlig betydning for reparasjonsemisjonens reparasjonspotensial. I hvilken grad gjennomføringen av en reparasjonsemisjon er avgjørende for om en rettet emisjon vil være i strid med forholdsmessighetsvilkåret, beror imidlertid i stor grad også på en vurdering av de nærmere omstendighetene ved den rettede emisjonen.

Det grunnleggende utgangspunktet er at spørsmålet om en reparasjonsemisjon vil ha tilstrekkelig reparerende effekt må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Imidlertid kan det også her oppstilles noen retningslinjer.

I de tilfeller hvor eksisterende aksjonærer får tegne i den rettede emisjonen er man innenfor kjerneområdet til likhetsprinsippet og rammene i den rettslige vurderingen er i utgangspunktet smale. Knut Bergo har for slike tilfeller uttalt at «etter mitt syn er det i dag vanskelig å se at man kan komme unna reparasjonsemisjon dersom noen, men ikke alle aksjonærer får tegne i en rettet emisjon».¹³⁶ Uttalelsen gir anvisning på at gjennomføring av reparasjonsemisjon er

¹³⁴ Denne forskjellen er omtalt som «viktig» av Oslo Børs i Vedtak og Uttalelser 2007. s. 81.

¹³⁵ I praksis vil gjerne selskapene avlyse reparasjonsemisjonen dersom selskapets aksje har handlet under tegningskursen med et vesentlig volum. Dette fordi aksjonærer som ønsker å redusere utvanningseffekten av den rettede emisjonen har hatt mulighet til å handle aksjer i markedet til en kurs lavere enn tegningskursen i reparasjonsemisjonen. Se eksempelvis NewsWeb MeldingsID 558408.

¹³⁶ Bergo (2021) s. 208.

særlig viktig der eksisterende aksjonærer får tegne aksjer i den rettede emisjonen.¹³⁷ Dette synspunktet underbygges av at utvanningstap som følge av eksisterende aksjonærers deltakelse i en rettet emisjon er noe en reparasjonsemisjon er godt egnet til å reparere.

Dersom den rettede emisjonen innebærer en vesentlig endring av maktbalansen, vil dette være et forhold som en reparasjonsemisjon vanskelig vil kunne reparere. Dersom en aksjonærallianse får en eierandel som overstiger 50 % på bakgrunn av en rettet emisjon, vil de ha mulighet til å innkalle til ekstraordinær generalforsamling for deretter å gjennomføre en rekke beslutninger i selskapet før reparasjonsemisjonen blir fullført. En aksjonærallianse som får et eierskap som overstiger 1/3 vil også i visse tilfeller ha mulighet til å avlyse hele reparasjonsemisjonen, ettersom styrets fullmakt gjerne uttømmes gjennom den rettede emisjonen, slik at gjennomføringen av reparasjonsemisjon forutsetter godkjennelse av generalforsamlingen jf. asl./asal. § 10-1. At en slik fremgangsmåte trolig strider med generalklausulen for myndighetsmisbruk i asl./asal. § 5-21, kan ikke stå i veien for at også den rettede emisjonen som muliggjorde et slikt misbruk må anses å stride med likhetsprinsippet i asl./asal. § 6-28 og vphl. § 5-14.

Etter det som er sagt, er det viktig å understreke at gjennomføring av en reparasjonsemisjon ikke i alle tilfeller vil medføre at en rettet emisjon må anses forholdsmessig. Dersom det eksisterer tilfredsstillende finansieringsmåter, eksempelvis en fortrinnsrettsemisjon, som totalt sett vil medføre en mindre grad av forskjellsbehandling av aksjonærene, enn hva som er tilfelle for en rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon, vil uansett ikke forholdsmessighetsvilkåret være oppfylt.¹³⁸

¹³⁷ Tilsvarende er også lagt til grunn av Oslo Børs i Børssirkulære nr. 2 2014 s. 11.

¹³⁸ Tilsvarende Oslo Børs i Børssirkulære nr. 2 2014 s. 11.

5 Søksmålsadgang og kontroll

5.1 Ugyldighetssøksmål mot beslutning om rettet emisjon

En rettet emisjon medfører varige endringer i selskapsforholdet ved at den innebærer utvanning av både økonomisk og organisatorisk art. Truyen mener dermed at man er innenfor «kjerneområdet for domstolsprøvelsen».¹³⁹

Et søksmål om brudd på asl./asal. §§ 5-21/6-28 og vphl. § 5-14 kan reises med påstand om brudd på enten saklighetsvilkåret eller forholdsmessighetsvilkåret, eller begge. Ved påstand om brudd på saklighetsvilkåret vil domstolene kunne prøve om den rettede emisjonen kan sies å være begrunnet i selskapets interesse eller ikke. Domstolene vil da foreta en vurdering av om styret i realiteten har lagt vekt på utenforliggende hensyn.¹⁴⁰ Dette må sies å være en konkret vurdering som egner seg godt for domstolsprøving. I praksis er det imidlertid som nevnt forholdsmessighetsvilkåret som ofte strekkes ved gjennomføringen av en rettet emisjon. Dette er en vurdering som bygger på en mer skjønsmessig hensiktsmessighetsvurdering som domstolene gjerne ikke har tilstrekkelig kunnskap til å prøve inngående. Prøvelsesretten er altså ikke avskåret, men det utvises generelt sett varsomhet med å overprøve slike kommersielle beslutninger.¹⁴¹

Søksmål for domstolene innebærer videre høye kostnader og lang tidsbruk. De høye kostnadene medfører at et søksmål på bakgrunn av en rettet emisjon blir lite aktuelt, spesielt for mindre investorer. Adgangen til gruppesøksmål etter tvisteloven kapittel 35 avhjelper kostnadsproblematikken noe, men slike søksmål er ikke nødvendigvis enkelt å organisere på vegne av en gruppe mindre aksjonærer i et notert selskap. Den lange tidsbruken er videre problematisk ettersom en tvist om lovligheten av en rettet emisjon griper direkte inn i et selskaps løpende drift og kapitaldisponering. I perioden mellom den rettede emisjonen og søksmålet vil aksjene videre være registrert, utstedt og i visse tilfeller videresolgt. Det praktiske vil dermed ofte være erstatningssøksmål mot styremedlemmene etter asl./asal. § 17-1.

Basert på det som er sagt, fremstår ikke domstolsprøving av rettede emisjoner som en velfungerende hindringsmekanisme. Dette er også synlig gjennom det lave antall rettsavgjørelser om temaet.

¹³⁹ Truyen (2005) s. 387. Uttalelsen referer seg til asl./asal. § 5-21, men tilsvarende må gjelde for § 6-28 jf. Bråthen (2014) s. 287.

¹⁴⁰ Bråthen (2014) s. 170.

¹⁴¹ Truyen (2005) s. 321.

5.2 Oslo Børs' kontroll med beslutninger om rettet emisjon

Som følge av begrensningene ved domstolsprøvingen av rettede emisjoner, er det grunn til å se nærmere på andre kontrollmuligheter av noterte selskapers beslutninger om rettede emisjoner. Som markedsoperatør er Oslo Børs en nærliggende kontrollmyndighet, og Børsen har som nevnt delegert myndighet til å treffe en rekke beslutninger jf. vphl. § 12-10 jf. § 12-5.¹⁴² Oslo Børs har myndighet til å føre tilsyn av likhetsprinsippet i vphl. § 5-14 gjennom den tidligere nevnte likelydende bestemmelsen i børsens løpende forpliktelser for noterte selskaper.¹⁴³

Det følger av Oslo Børs sitt regelverk at Børsen kan vedta å ilegge overtredelsesgebyr ved «vesentlig» brudd.¹⁴⁴ Børsens avgjørelse kan videre påklages til Børsklagenemden for selskap notert på Oslo Børs og Euronext Expand, og Euronext Growth Oslo klagenemd for selskap notert på Euronext Growth.¹⁴⁵

Ordlyden «vesentlig» gir anvisning på at det må foreligge et markert avvik fra regelverket for at det kan bli aktuelt med en sanksjon fra børsen. Dette må anses som et uttrykk for at Børsen mener man står overfor vurderinger som i stor grad er skjønnsmessige og som beror på momenter som Børsen anser at selskapene selv er best til å vurdere, og at det derfor foreligger en vid skjønnsmargin.

Oslo Børs har videre uttalt at de ved håndhevelsen av bestemmelsen vil «være forsiktig med å sette sitt skjønn over det forretningsmessige skjønn og den bransjekunnskap som ligger til grunn for utstedernes finansielle og operative mål».¹⁴⁶ Dette er retningslinjer som minner om det som gjelder for domstolenes prøvelse av forvaltningsskjønn, og det har vært fremmet synspunkter om at børsens adgang til å overprøve skjønnsmessige beslutninger av et selskapsorgan bør være begrenset på samme måte.¹⁴⁷

Det er flere argumenter mot å trekke en slik sammenligning og dermed oppstille begrensninger i prøvingsretten til Børsen. Reglene om domstolsprøving av forvaltningsskjønn tar utgangspunkt i situasjoner der forvaltningen bevisst er gitt et fritt skjønn og rom til å selv velge. Ved brudd på likebehandlingsreglene skal det derimot gjennomføres en vurdering av om et regelbundet krav til likebehandling er oppfylt. Videre har lovgiver forutsatt at Børsen har høy

¹⁴² Eksempler på slike beslutninger er suspensjon og strykning jf. vphl. § 12-3 og overtredelsesgebyr jf. § 12-9.

¹⁴³ Børssirkulære nr.2 2014 s. 5.

¹⁴⁴ Oslo Regelbok II pkt. 2.11.3 og Euronext Growth Oslo Regelbok pkt. 3.17.4.

¹⁴⁵ Oslo Regelbok II pkt. 2.13 og Euronext Growth Oslo Regelbok pkt. 3.20.

¹⁴⁶ Børssirkulære nr. 2 2014.

¹⁴⁷ Marius Ryel gir i «Børsens kontroll av aksjerettslige forhold» i Tidsskrift for Forretningsjus nr. 1 1995 s. 63 uttrykk for «en hel del sympati» for en slik løsning. Også anført av klager i Børsklagenemdens avgjørelse nr. 3 2015 (Sparebank 1 Østfold Akershus).

faglig kompetanse og en nærhet til markedet gjennom en overvåkingsfunksjon.¹⁴⁸ Dette innebærer også et markert avvik fra prøvingen av forvaltningsskjønn, hvor den sentrale begrunnelsen for den innskrenkede prøvingen er at domstolene mangler tilstrekkelig kompetanse. Følgelig kan det ikke være tvilsomt at børsen har kompetanse til en inngående prøving av om likhetsprinsippet er krenket.

At Børsen selv velger å overlate store deler av vurderingen til selskapene, og er forsiktig med å overprøve selskapenes skjønn slik at prøvingsintensiteten i realiteten er svak, er en annen sak. Sett i lys av den omfattende praksisen med rettede emisjoner, børsens mulighet til en inngående prøving jf. ovenfor, og børsens egne uttalelser om å sikre at «slike grunnleggende prinsipper [likebehandlingskravet] overholdes av markedsaktørene er en nødvendig og viktig del av Børsens kontrollfunksjon»¹⁴⁹, kan det imidlertid sies at det er noe oppsiktsvekkende at børsen kun har ilagt sanksjoner for brudd på likebehandlingsregelen ved tre tilfeller. Disse tre vedtakene var mot Choice Hotels Scandinavia ASA¹⁵⁰, Opticom ASA¹⁵¹ og Sparebank 1 Østfold Akershus.¹⁵²

Det kan stilles spørsmålstegn ved om den svake prøvingsintensiteten mot rettede emisjoner kan skyldes en iboende interessekonflikt hos Børsen. Oslo Børs ble privatisert i 2001 og eies nå av Euronext N.V.¹⁵³ Inntektene til Børsen som selskap avhenger videre av antall selskap notert på deres handelsplasser. Ettersom nettopp adgangen til å innhente kapital enkelt (i stor grad gjennom rettede emisjoner) er en av hovedårsakene til at mange selskaper velger å bli notert, har Oslo Børs et økonomisk insentiv til ikke å stramme inn denne praksisen. Med en slik iboende interessekonflikt, må det sies at det er noe problematisk at man i vesentlig grad overlater kontrollen av aksjonærenes grunnleggende og lovfestede krav på likebehandling til nettopp Børsen.

Oslo Børs har ikke myndighet til å kjenne en beslutning ugyldig eller på annen måte kompensere de aksjonærene som ikke fikk delta i den rettede emisjonen. Følgelig vil ikke Børsens håndhevelse kunne ha reparerende virkning for de forbigåtte aksjonærer i den konkrete saken.¹⁵⁴ Børsens håndhevelse vil tjene som veiledning og rettesnor for tilsvarende tilfeller i fremtiden.

¹⁴⁸ NOU 1999:3 s. 126 og 380.

¹⁴⁹ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2015 s. 115.

¹⁵⁰ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2003 s. 78.

¹⁵¹ Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2006 s. 49.

¹⁵² Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2015 s. 102.

¹⁵³ Finansdepartementet (2019).

¹⁵⁴ Tvert imot vil nettopp den skadelidende minoriteten bli påført en indirekte kostnad gjennom overtredelsesgebyret.

6 Når er rettede emisjoner i strid med likebehandlingskravet?

6.1 Oppsummering

Aksje- og verdipapirlovgivningen oppstiller skjønnsmessige rammer for gjennomføringen av rettede emisjoner. Den rettede emisjonen kan ikke være «urimelig» jf. asl./asal. §§ 5-21, 6-28 og vphl. § 5-14. Vurderingen etter de to lovene er i all hovedsak sammenfallende, og består av et saklighets- og et forholdsmessighetsvilkår. Saklighetsvilkåret er i de aller fleste tilfeller ikke problematisk, og forholdsmessighetsvilkåret blir følgelig avgjørende. Forholdsmessighetsvilkåret forutsetter at ivaretagelsen av selskapets interesse gjennom den rettede emisjonen ikke kunne vært oppnådd i like stor grad samtidig som aksjonærenes interesse ble krenket i mindre grad.

En rekke momenter vil på generelt grunnlag ha betydning for forholdsmessighetsvurderingen. I normaltilfellene, hvor et kapitalbehov er årsaken til gjennomføring av en rettet emisjon, er graden av kapitalbehovet et naturlig utgangspunkt for vurderingen. En insolvenssituasjon eller en plutselig investeringsmulighet, som begge forutsetter rask tilgang på kapital, vil medføre at rammene i vurderingen er vide. Dersom den rettede emisjonen gjennomføres for å hente kapital til et løpende og forutsigbart kapitalbehov, innebærer dette et markert skille fra tilfellene hvor kapitalbehovet er mer prekært, noe som medfører at rammene for den videre vurderingen er smal.

Hvilke investorer emisjonen rettes mot, er også av betydning. Om emisjonen rettes helt eller delvis mot eksisterende aksjonærer, er man innenfor kjerneområdet til likhetsprinsippet. Dersom emisjonen rettes mot en bestemt ny investor med en bestemt aksjonærkvalitet, vil rammene i forholdsmessighetsvurderingen isolert sett være videre.

Størrelsen og tegningskursen i den rettede emisjonen er videre avgjørende for emisjonens utvanningspotensial, og dermed også av vesentlig betydning for forholdsmessighetsvurderingen. Oslo Børs virker å legge avgjørende vekt på om tegningskursen er fastsatt gjennom en forsvarlig og bred bookbuilding. Det avgjørende må imidlertid sies å være en vurdering av emisjonskursen i den rettede emisjonen opp mot antatt emisjonskurs i en fortrinnsrettsemisjon, ettersom fortrinnsrettsemisjon er det aktuelle alternativet til en rettet emisjon. Er det stor differanse mellom disse kursene vil det være et viktig moment i forholdsmessighetsvurderingen.

Dersom styret foreslår å gjennomføre en reparasjonsemisjon, vil dette kunne ha et betydelig reparasjonspotensial. En reparasjonsemisjon er godt egnet til å reparere økonomisk utvanning, men dette forutsetter at størrelsen på reparasjonsemisjonen står i forhold til størrelsen på den rettede emisjonen. For at reparasjonsemisjonen skal ha et vesentlig reparasjonspotensial, bør den være av en størrelse som medfører at gjennomsnittet av de som får anledning til å delta ikke utvannes mer enn gjennomsnittet av de eksisterende aksjonærene som deltok i den rettede emisjonen.

Når det gjelder kontroll av emisjonspraksisen, er domstolene og Oslo Børs mulige kontrollorganer. På grunn av tidsbruk og kostnader fremstår ikke domstolsprøving av rettede emisjoner som en velfungerende hindringsmekanisme. Oslo Børs har videre lagt opp til en høy terskel for at det skal bli aktuelt med noen sanksjon fra deres side. Sammenlagt innebærer dette at kontrollen av emisjonspraksisen til noterte selskaper fremstår uheldig svak.

6.2 Betraktninger

Rettede emisjoner i noterte selskaper gjennomføres typisk for å dekke et løpende og forutsigbart kapitalbehov, og det åpnes normalt for at også utvalgte eksisterende aksjonærer kan tegne i den rettede emisjonen.¹⁵⁵ Videre er reparasjonsemisjonen – hvis den gjennomføres - ofte av mindre størrelse, og medfører dermed sjeldent full reparasjon for aksjonærene som ikke fikk tegne i den rettede emisjonen.¹⁵⁶

Etter det som er sagt om den rettslige vurderingen innebærer dette at det foreligger et spenningsforhold mellom det juridiske utgangspunkt og markedspraksis hos noterte selskaper. Dette antas å bunne i Oslo Børs' liberale håndhevelse av likebehandlingsreglene, som det er naturlig at de noterte selskapene innretter seg etter. Det er også et påfallende avvik mellom Oslo Børs' håndhevelse og de retningslinjene Børsen selv har oppstilt for selskapene.¹⁵⁷

Videre må det sies å være noe ironisk at reglene i prospektforordningen - som har som formål å beskytte mindre investorer - i praksis er en viktig årsak til at mindre investorer ikke får delta i rettede emisjoner, ettersom unntaksregelen fra tilbudsprospekt i prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 bokstav c medfører et sterkt insentiv til å ha minstetegning på EUR 100 000. Prospektforordningen innebærer videre at en ordinær reparasjonsemisjon i de aller fleste tilfeller vil medføre at det stilles krav om prospekt, med tilhørende kostnader. Dette medfører et uheldig insentiv til å ikke gjennomføre reparasjonsemisjoner.

¹⁵⁵ Se vedlegg 2.

¹⁵⁶ Se vedlegg 2.

¹⁵⁷ Det siktes her til de gjennomgåtte retningslinjene inntatt i Børssirkulære nr. 2 2014.

Rettede emisjoner er en effektiv og fleksibel finansieringsmetode som utvilsomt har kommersielle fordeler for både selskapet og aksjonærene. Imidlertid kan en reparasjonsemisjon enkelt gjennomføres som et tillegg til den rettede emisjonen - og på den måten reparere store deler av de ulempene som den rettede emisjonen påfører eksisterende aksjonærer som ikke får delta - uten at fordelene selskapene oppnår ved den rettede emisjon blir redusert i vesentlig grad.

Avslutningsvis kan det konkluderes med at det er grunnlag for å påstå at Oslo Børs bør stramme inn kontrollpraksisen av rettede emisjoner i noterte selskaper. Fremstillingen har vist at Børsen i første omgang bør sette strengere krav til gjennomføringen av og størrelsen på reparasjonsemisjoner.

Litteraturliste

Litteratur

- AksjeNorge (2021) AksjeNorge. "Nordmenn og aksjer årsrapport 2021".
<https://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2022/01/Statistikk-FJERDE-Kvartal-2021.pdf> hentet 31.03.2022.
- Andenæs (2016) Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, 3. utgave 2016.
- Bergo (2021) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*, 5. utgave, Cappelen Damn 2021.
- Bråthen (2019) Bråthen, Gina. *Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt*, Gyldendal 2014.
- Endresen (1996) Endresen, Clement. ««Selskapets interesse» som retningsgivende for den nærmere forståelse av plikten til «likebehandling av aksjonærene». Særlig om objektselskapets medvirkning til spredningssalg» i *Tidsskrift for forretningsjus* 3. utgave 1996 s. 45-68.
- Finansdepartementet (2019) Finansdepartementet. "Tillatelse til erverv av Oslo Børs VPS Holding ASA."
<https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/fin/pressemeldinger/2019/oslo-bors/id2644913/> hentet 31.03.2022.
- Nedrelid (2013) Nedrelid, Audun. «Virkelig verdi ved innløsning av aksjer – premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesbergdommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp» i *Tidsskrift for forretningsjus* 3. utgave 2013 s. 198-246.
- Truyen (2005) Truyen, Filip. *Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, Cappelen 2005.
- Ryel (1996) Ryel, Marius. «Børsens kontroll av aksjerettslige forhold» i *Tidsskrift for Forretningsjus* 1. utgave 1995 s. 63-78

Norske lover og forskrifter

Aksjeloven	Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper.
Allmennaksjeloven	Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper.
Verdipapirhandelloven	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapir.
Børsforskriften	Forskrift til Børsloven 17. januar 1994 nr. 30.

Forarbeider

NUT 1970:1	<i>Innstilling til lov om aksjeselskaper.</i>
NOU 1992:29	<i>Lov om aksjeselskaper.</i>
NOU 1999:3	<i>Ny aksjelovgivning.</i>
NOU 1995:30	<i>Ny regnskapslov.</i>
Ot.prp.nr. 19 (1974-75)	<i>Om lov om aksjeselskaper.</i>
Ot.prp.nr. 23 (1996-1997)	<i>Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).</i>
Ot.prp.nr. 34 (2006-2007)	<i>Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).</i>

Norske rettsavgjørelser

Rt-1995-54
Rt-1995-1026
Rt-2008-385
LF-2009-120317
LF-2010-160231

Forordninger og direktiver

Forordning (EU) 2017/1129

Om det prospektet som skal offentliggjøres når verdipapirer tilbys offentligheten eller opptas til handel på et regulert marked.

Direktiv (EF) 2004/109

Om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked.

Regler, vedtak og uttalelser fra Oslo Børs og praksis fra Børsklagenemda

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2003

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2006

Børssirkulære nr. 2/2014

Likebehandling.

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2015

Børsklagenemdens avgjørelse 3/2015

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2016

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2017

Oslo Børs brev av 19. april 2017

Veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner.

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2018

Oslo Regelbok II

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Oslo-Regelbok-II-Utstederregler>
hentet 31.03.2022.

Euronext Growth Regelbok II

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Euronext-Growth-Oslo-Regelbok-Del-II> hentet 31.03.2022.

Statistikk fra Oslo Børs

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>
hentet 31.03.2022.

NewsWeb

Oslo Børs NewsWeb (2021). Cloudberry Clean Energy ASA.

Contemplated Private Placement.

<https://newsweb.oslobors.no/message/548785> hentet 31.03.2022.

Oslo Børs NewsWeb (2021). Cloudberry Clean Energy ASA.

Successful Completion of NOK 600 million Private Placement.

<https://newsweb.oslobors.no/message/548806> hentet 31.03.2022.

Oslo Børs NewsWeb (2022). Nordic Nanovector ASA.

Private placement of new shares successfully placed.

<https://newsweb.oslobors.no/message/551638> hentet 31.03.2022.

Oslo Børs NewsWeb (2022). Nordic Nanovector ASA.

Key information regarding potential subsequent offering.

<https://newsweb.oslobors.no/message/551639> hentet 31.03.2022.

Oslo Børs NewsWeb (2022). Quantafuel ASA.

Contemplated Private Placement.

<https://newsweb.oslobors.no/message/552129> hentet 31.03.2022.

Oslo Børs NewsWeb (2022). Nel ASA.

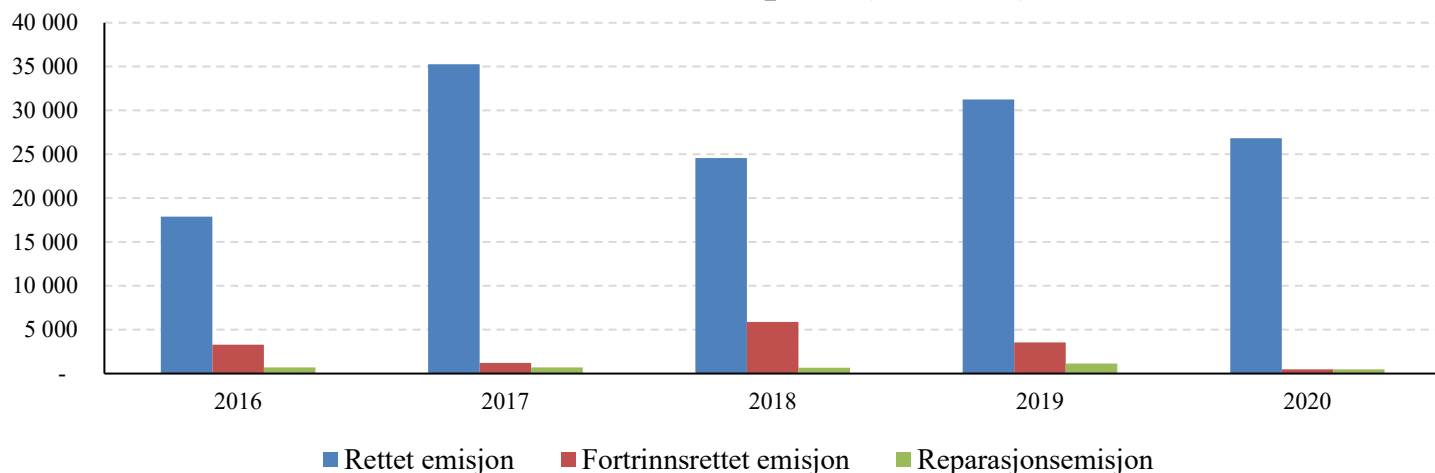
Cancellation of subsequent offering.

<https://newsweb.oslobors.no/message/558408> hentet 31.03.2022.

Vedlegg

Vedlegg 1: Oversikt over total innhentet kapital i noterte selskaper 2016-2020

Total innhentet kapital (M NOK)



158

Vedlegg 2: Oversikt over emisjoner i noterte selskaper i perioden 01.01.22-31.04.22

Oversikt over emisjoner 1.1.2022-31.4.2022 Oslo Børs/Expand/Growth fra Newsweb

Dato	Selskap	Grad av kapitalbehov	Hvem kan tegne	Utvanning	Rabatt tegningskurs vs. siste sluttkurs	Foreslått reparasjonsemisjon	Størrelse på rep.emi vs. rettet emisjon
12.01.2022	Play Magnus AS	Løpende og forutsigbart	Bestemt ny investor med kvalitet	9%	0%	Ja	N/A
13.01.2022	Seabird Exploration Plc	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	40%	24%	Ja	25%
19.01.2022	Nordic Nanovector ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	18%	28%	Ja	20%
27.01.2022	Quantafuel ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	11%	11%	Nei	N/A
02.02.2022	Ensurge Micropower ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	10%	6%	Nei	N/A
08.02.2022	Aurora Eiendom AS	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	19%	0%	Nei	N/A
09.02.2022	Bergen Carbon Solutions AS	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	12%	13%	Ja	10%
15.02.2022	Hexagon Purus ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	11%	2%	Nei	N/A
16.02.2022	SATS ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	18%	5%	Nei	N/A
17.02.2022	Otovo AS	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	16%	15%	Nei	N/A
20.02.2022	TECO 2030 ASA	Løpende og forutsigbart	Bestemt ny investor med kvalitet	1%	5%	Nei	N/A
09.03.2022	Golden Energy Offshore Service	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	12%	3%	Nei	N/A
17.03.2022	Flyr AS	Løpende og forutsigbart	Bestemt ny investor med kvalitet	3%	10%	Nei	N/A
21.03.2022	Integrated Wind Solutions AS	Forretningsmulighet	Alle, men minstetegning EUR 100 000	62%	6%	Nei	N/A
22.03.2022	Norcod AS	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	12%	10%	Nei	N/A
23.03.2022	NEL ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	7%	9%	Ja	10%
31.03.2022	Norway Royal Salmon ASA	Forretningsmulighet	Alle, men minstetegning EUR 100 000	15%	8%	Ja	16%
05.04.2022	Salmon Evolution ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	11%	8%	Nei	N/A
06.04.2022	Arribatec ASA	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	17%	39%	Ja	20%
07.04.2022	Pryme B.V	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	103%	35%	Ja	20%
07.04.2022	Argeo AS	Løpende og forutsigbart	Alle, men minstetegning EUR 100 000	55%	18%	Ja	13%
07.04.2022	Nortel AS	Forretningsmulighet	Alle, men minstetegning EUR 100 000	30%	15%	Ja	20%

159

¹⁵⁸ Figuren viser total innhentet kapital gjennom rettede-, fortrinnsretts- og reparasjonsemisjoner. Figuren gjelder perioden 2016 – oktober 2020 og samler data for både Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth. Rettede emisjoner mot ansatte er ekskludert fra tallgrunnlaget. Tidsavgrensningen skyldes at Oslo Børs ikke førte statistikk over reparasjonsemisjoner før 2016. Videre ble denne praksisen avskaffet i oktober 2020, som en konsekvens av Euronext sitt oppkjøp av Oslo Børs. Perioden anses imidlertid å gi et godt tallgrunnlag, og det er ingenting som tyder på at omfanget av praksisen har endret seg det siste halvannet året. Bakgrunnstall hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk> og sammenstilt av forfatter.

¹⁵⁹ Figuren er en sammenfatning av rettede emisjoner i noterte selskaper under skriveperioden til masteroppgaven, altså 01.01.22-31.04.22. Bakgrunnstall hentet fra newsweb.no og sammenstilt av forfatter.