

Kravet til likebehandling av aksjonærene ved
rettede emisjoner i børsnoterte selskap
i lys av den økende emisjonspraksisen på Oslo Børs

Kandidatnummer: 167

Antall ord: 14497



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

11.12.23

Innholdsfortegnelse

1 Innledning	3
1.1 Tema og problemstilling.....	3
1.2 Avgrensing og begreper.....	4
1.3 Rettskildebildet og oppgavens metodiske fremstilling	5
1.4 Den videre fremstillingen	7
2 Adgangen til å foreta rettede emisjoner	8
2.1 Rettslig plassering og legislative hensyn.....	8
2.2 Det rettslige grunnlaget for å fravike fortrinnsretten	9
2.2.1 Asl./asal. § 10-5.	9
2.3 Sammenfatning.....	12
3 Likebehandling som skranke for rettede emisjoner	13
3.1 Innholdet i likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14.....	13
3.1.1 Hvem gjelder likebehandlingsplikten for?.....	13
3.1.2 Ordlyden i første ledd	14
3.1.3 Ordlyden i annet ledd.....	15
3.1.4 Første og annet ledd skal vurderes under ett	17
3.2 Den rettslige vurderingen.....	18
3.2.1. Saklighetskravet.....	18
3.2.3 Forholdsmessighetsvurderingen	23
3.2.4 Sammenfatning av sentrale utgangspunkter og yttergrenser.....	32
3.3 Betrachninger om asl./asal. § 10-5 og likebehandlingsregelen	33
4. Håndhevingen av likebehandlingsregelen og rettslige implikasjoner for overholdelsen av den	34
4.1 Innledning.....	34
4.2 Privat håndheving	34
4.2.1 I hvilken grad kan de forbigåtte aksjonærer få gjenopprettet sitt tap ved søksmål?	34
4.2.2 Søksmålsadgangen er ikke effektiv for å sikre at kravet til likebehandling overholdes	37
4.3 Offentlig tilsyn og sanksjonering av brudd på likebehandlingsregelen.....	37
4.3.1 Oslo Børs håndhever den likelydende bestemmelsen i Regelbøkene	37
4.3.3 Håndhever Finanstilsynet vphl. § 5-14?	41

5 Avsluttende bemerkninger	44
5.1 Problemstillingen.....	44
Veien videre.....	45
Samfunnsøkonomiske betraktninger	46

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Ved kapitalforhøyelser mot innskudd i penger er allmennaksjelovens utgangspunkt at eksisterende aksjonærer skal ha fortrinnsrett til å tegne aksjer.¹ Fortrinnsretten innebærer at aksjonærene tilbys å tegne aksjer i tråd med sin forholdsmessige eierandel, og dermed vil hver enkeltaksje gi samme antall tegningsrettigheter.² Gjennom å gi hver aksje lik rett i selskapet, reflekterer regelen likhetsgrunnsetningen.³

Allmennaksjeloven åpner for å på nærmere vilkår å fravike fortrinnsretten ved å «rette» tegningsrettighetene mot en spesifikk gruppe aksjonærer eller andre.⁴ Utrykket «rettet emisjon» refererer til slike kapitalforhøyelser, og omfatter enhver fravikelse fra den forholdsmessige fordelingen av tegningsrettigheter som følger av fortrinnsretten. Rettede emisjoner er en gunstig kapitalanskaffelsesmetode fordi kapitalinnhenting kan skje raskt med minimale kostnader sammenlignet med fortrinnsrettsemisjoner. I tillegg åpnes det for flere selskapsstrategiske valg ettersom aksjeeierskap kan tildeles ulike investorer.

Rettede emisjoner kan imidlertid ikke gjennomføres i større utstrekning enn hva som er forenelig med kravet til likebehandling av aksjonærene.⁵ Når en emisjon rettes mot enkelte aksjonærer, gis disse bedre rettigheter i selskapet sammenlignet med de øvrige aksjonærene, i strid med likhetsgrunnsetningen. Likhetsgrunnsetningen er en formalisering av det aksjerettslige likhetsprinsipp, som også har fått utslag i ulike materielle bestemmelser.⁶ Når rettede emisjoner gjennomføres av børsnoterte selskaper gjelder verdipapirhandellovens § 5-14

¹ Asal. § 10-4.

² Se imidlertid asl./asal. § 4-1(1) 1. pkt. om aksjeklasser.

³ Asal. § 4-1.

⁴ Asal. § 10-5.

⁵ Vphl. § 5-14.

⁶ Se bl.a. Rt-2013-241.

om likebehandling.⁷ Etter bestemmelsen kan det heller ikke gis en urimelig fordel til tredjemenn på bekostning av innehaver (aksjeeier) eller utsteder (selskapet), slik at også emisjoner rettet utelukkende mot nye investorer omfattes av kravet til likebehandling i henhold til bestemmelsen.

I dag skjer en klar overvekt av antallet kapitalforhøyelser på Oslo Børs ved bruk av rettede emisjoner. Utviklingen har vært gjenstand for økende kritikk i media, og både Oslo Børs og Finanstilsynet har funnet det nødvendig å minne om at kravet til likebehandling skal overholdes.⁸ Kravet til likebehandling er ikke absolutt, men fordrer en skjønnsmessig helhetsvurdering uten klare retningslinjer, noe som kan forklare usikkerheten knyttet til om kravet overholdes i praksis.

Oppgavens problemstilling er om adgangen til å anvende rettede emisjoner er mer omfattende enn det som er forenlig med kravet til likebehandling av aksjonærene. Dersom regelverket gjør at rettede emisjoner anvendes i strid med likebehandlingskravet, går det på bekostning av et grunnleggende aksjerettslig prinsipp som skal ivareta aksjonærene, og vil kunne være uforenlig med verdipapirhandellovens lovfestede formål om investorbeskyttelse. Dette kan igjen gi uheldige konsekvenser for aksjemarkedenes samfunnsøkonomiske bidrag gjennom effektiv omfordeling av ressurser, som forutsetter høy investoraktivitet. Redusert tillitt til aksjemarkedene ved at regulatoriske krav ikke overholdes, kan gå på bekostning av slik høy investoraktivitet.⁹ Reguleringen av verdipapirmarkedene er altså sentralt for et velfungerende verdipapirmarked som tjener til det samfunnsøkonomiske formålet.¹⁰

1.2 Avgrensing og begreper

Oslo Børs er en *markedsoperatør* med tillatelse til å drive to *regulerte marked*: Oslo Børs og Euronext Expand, samt en *multilateral handelsfasilitet*, Euronext Growth. Sistnevnte følger særlige regler, og tillater i motsetning til de regulerte markedene notering av aksjeselskap.¹¹

⁷ Vphl. § 5-14 gjelder regulerte marked mens Euronext Growth er en MHF som definert i vphl. § 2-7 (5).

⁸ Nilsen og Bøe (2022).

⁹ NOU 2000: 10, punkt 4.2.

¹⁰ NOU 2000: 10, punkt 4.2.

¹¹ Se Oslo Børs Regelbok, pkt. 3.1.1 og Growth Regelbok, pkt. 2.1.2.1. Det er en forutsetning for notering av aksjeselskap at samtykkekrav (asl. § 4-15 (2)) og forkjøpsrett (asl. § 4-25 (2)) fravikes i vedtektene, jf. Growth Regelbok, pkt. 2.1.5.4.

En *kapitalforhøyelse* innebærer å øke selskapets aksjekapital. I motsetning til selskapets frie egenkapital er aksjekapitalen bundet.¹² Aksjelovene skiller mellom to former for kapitalforhøyelse; fondsemisjon og nyemisjon. Oppgaven behandler *nyemisjon* hvor aksjekapitalen forhøyes ved nyttegning av aksjer.¹³

Problemstillingen gjør seg ikke gjeldende ved omdisponering av selskapets egne midler, *fondsemisjon*, da slike emisjoner ikke innebærer tilsidesettelse av eksisterende aksjonærs fortrinnsrett.¹⁴

Innskuddet fra aksjetegner ved nyemisjon kan bestå av kontantinnskudd, tingsinnskudd eller konvertering av gjeld. Fortrinnsretten er begrenset til kapitalforhøyelse mot innskudd i penger.¹⁵ Kapitalforhøyelse mot tingsinnskudd og gjeldskonvertering må alltid være rettet. Oppgaven tar for seg rettede emisjoner som en unntaksregel, og avgrenses derfor mot disse innskuddstypene.

1.3 Rettskildebildet og oppgavens metodiske fremstilling

Alminnelig juridisk metode ligger til grunn for analysen av oppgavens problemstilling. I det følgende beskrives særtrekk med fremgangsmåten, og de særlige metodespørsmålene problemstillingen reiser.

Kapitalforhøyelser, herunder fortrinnsrettsemisjoner og rettede emisjoner, reguleres i tilsvarende bestemmelser i både aksjeloven og allmennaksjeloven, som heretter omtales som «aksjelovene».¹⁶ Aksjelovene er bredt rettet mot alle aksjeselskap og allmennaksjeselskap, herunder børsnoterte selskap, og preges av generelle krav til stiftelse og drift.

Aksjelovene har også bestemmelser som stiller *krav til likebehandling* i asl. § 4-1, mens aksjelovens §§ 5-21 og 6-28 (generalklausulene) anses som det materielle grunnlag som innsigelser om brudd på likebehandling ved rettede emisjoner forankres i.¹⁷ Likevel har

¹² Se asl./asal. kapittel 3 I.

¹³ Se asl./asal. kapittel 10 I og II.

¹⁴ Se asl./asal. §§ 10-20 til 10-23. Det gjelder også ved fondsemisjon ved utstedelse av friaksjer fordi det ikke er anledning til å fravike aksjeeiernes fortrinnsrett, se. § 10-23.

¹⁵ Se asl./asal. § 10-4.

¹⁶ Tidligere regulert samlet, se Innst.O. nr. 80 (1996–1997), s. 5. Lovene har i stor grad parallelle bestemmelser, og for kapitalforhøyelse ved nyttegning av aksjer samsvarer i hovedsak bestemmelsene.

¹⁷ LF-2010-160231 der lagmannsretten bemerker at § 4-1 ikke har selvstendig betydning ved siden av asal. § 5-21. Om begrepsbruken se bl.a. G. Bråthen s. 154.

verdipapirhandelloven en egen bestemmelse i vphl. § 5-14 som stiller krav til likebehandling for finansielle instrumenter, herunder aksjer, i tilknytning til børsandel, og som derfor er et mer naturlig utgangspunkt for vurderingen av likebehandlingskravet ved rettede emisjoner i børsnoterte selskap. Ut over lovteksten er det imidlertid begrenset veiledning i forarbeidene og rettspraksis tilknyttet vphl. § 5-14.¹⁸ Ettersom vurderingstemaet i generalklausulene er tilnærmet likt kan rettskilder knyttet til disse gi tolkingsbidrag.¹⁹ I teorien er det imidlertid lagt til grunn at ettersom ulike hensyn står sentralt i aksjelovene og verdipapirhandelloven, kan det medføre at vurderingen ikke nødvendigvis sammenfaller.²⁰ Ettersom vurderingen som følger av likebehandlingsbestemmelsene i stor grad består av en interesseavveining kan særlige hensyn være utslagsgivende.²¹ I mangel på andre kilder vil uttalelser og vedtak fra Oslo Børs anvendes for å supplere slike særlige hensyn som gjør seg gjeldende for børsnoterte selskap.

Uttalelser og praksis fra *Oslo Børs* har generelt begrenset rettskildemessig vekt. Likevel må mangelen på rettskilder ses i sammenheng med at Oslo Børs som markedsoperatør har fått delegert tilsyn med flere av verdipapirlovens bestemmelser, samt delegert kompetanse til å oppstille egne regler og håndheve disse, og derfor har en lignende funksjon som et forvaltningsorgan.²² I samme retning trekker det at deres sanksjoner er underlagt Børsklagenemda som særskilt klageorgan. Oslo Børs regelbøker har inntatt en bestemmelse som lyder likt med vphl. § 5-14, og som Oslo Børs har uttalt at samsvarer med vphl. § 5-14. Jeg finner at Oslo Børs sine uttalelser knyttet til vphl. § 5-14, og tolking av denne ved sanksjonering av parallelle bestemmelsen inntatt i regelbøkene, kan

¹⁸ Forarbeidene er tause utover å vise til at bestemmelsen gjennomfører EUs rapporteringsdirektiv, se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007), s. 425. Den norske implementering er mer omfattende enn rapporteringsdirektivets art. 17 nr. 1 og art. 18 nr. 1.

¹⁹ I LF-2010-160231 omtales vurderingstemaet i vphl. § 5-14 som «tilnærmet de samme» som i asal. 5-21, og videre at relevante momenter iht. vphl. § 5-14 «ligger nært opp til de som er relevant i forhold til asal. § 5-21». I LF-2009-120317 omtales vurderingstemaet som «sammenfallende».

²⁰ Se Truyen (2005), avsnitt 5.4 hvor han skriver at «*de børsrettslige regler ivareta(r) andre formål enn allmennaksjeloven. Hensynet til et effektivt verdipapirmarked står sentralt. Vurderingen blir derfor ikke nødvendigvis sammenfallende med allmennaksjelovens generalklausul.*» Også Andenæs, s. 510 der han skriver at «*Vurderingene knyttet til verdipapirhandelloven § 5-14 har en viss selskapsrettslig overføringsverdi.*»

²¹ Se Truyen, (2005) s. 312 om at vurderingen består av en interesseavveining.

²² Vphl. §§ 11-18 (1) og 9-29 (1).

anvendes i tolkingen av vphl. § 5-14 da de reflekterer en tolking i tråd med de lignende reglene i generalklausulene, og synes praktisert konsekvent over tid.²³

1.4 Den videre fremstillingen

Oppgavens del 2 redegjør for det rettslige grunnlaget for rettede emisjoner og de legislative hensyn bak adgangen til å fravike fortrinnsretten, herunder de legislative hensyn som begrunner fortrinnsretten. For å fremheve hvilke særlige krav som gjør at rettede emisjoner anvendes i betydelig grad, trekkes paralleller til reguleringen av fortrinnsrettsemisjoner.

Oppgavens del tre redegjør for innholdet i likebehandlingsregelen slik den følger av verdipapirhandeloven. Det vil belyses hvordan tilsidesettelse av fortrinnsretten, herunder de legislative hensyn som ligger til grunn for denne, gir negative konsekvenser på aksjonærnivå. Det vil vurderes hvilke skranker likebehandlingsregelen oppstiller for adgangen til å gjennomføre rettede emisjoner, herunder i hvilke tilfeller de legislative hensynene bak adgangen til å foreta rettede emisjoner i tilstrekkelig grad gjør seg gjeldende. Siktemålet er å gi et bilde av om den betydelige praktiseringen av rettede emisjoner synes å overholde likebehandlingsregelen.

Oppgavens del fire redegjør for håndhevingen av likebehandlingsregelen, herunder den privatrettslige søksmålsadgangen samt tilsyn og sanksjonering av Finanstilsynet og Oslo Børs. Blant annet vil det stilles spørsmål ved uklarheter rundt kompetansefordelingen, herunder i relasjon til rapporteringsdirektivet og den terskelen for sanksjonering av brudd på likebehandlingsregelen som praktiseres. Formålet er å undersøke om manglende håndheving har ført til en lempeligere emisjonspraksis.

Oppgavens del fem vil sammenfatte fremtredende forhold som har blitt synlig gjennom analysen, konkludere på oppgavens problemstilling og trekke noen rettspolitiske betraktninger.

²³ Oslo Børs har lagt til grunn at det rettslige innholdet i asal. §§ 5-21 og 6-28 langt på vei er sammenfallende med vphl. § 5-14, se Oslo Børs (2014) punkt 3.1. Om konsistent tolking av forvaltningspraksis, se Rt-1995-54 s. 60-61.

2 Adgangen til å foreta rettede emisjoner

2.1 Rettslig plassering og legislative hensyn

Bakgrunnen for regelverket om fortrinnsretten og adgangen til å fravike denne er todelt. For det første ligger det aksjerettslige likhetsprinsippet, som blant annet skal hindre myndighetsmisbruk og sikre minoritetsvern, til grunn for utgangspunktet om fortrinnsrett. For det andre ligger vinningsformålet til grunn for at det undertiden gjøres unntak fra utgangspunktet i form av rettede emisjoner.

Utgangspunktet om fortrinnsrett gir uttrykk for likhetsprinsippet gjennom en forholdsmessig fordeling av tegningsretter, som gjør det mulig for aksjonærene å opprettholde sin forholdsmessige andel i selskapet. Unntaket om rettede emisjoner er et virkemiddel som benyttes for å ivareta det formål som alle aksjeselskap forutsettes å ha: å drive virksomhet med sikte på å generere overskudd, herunder at overskuddet skal tilfalle aksjonærene (vinningsformålet).²⁴

I aksjeselskap er det generelle utgangspunkt at aksjonærene utøver selskapets øverste myndighet gjennom beslutninger på generalforsamlingen.²⁵ Lovens utgangspunkt er i tråd med majoritetsprinsippet at et flertall av stemmene er tilstrekkelig til å fatte beslutninger. Dette begrunnes i hensynet til beslutningsdyktighet, herunder effektiv og fleksibel styring.²⁶ Slik er majoritetsprinsippet et sentralt virkemiddel for å oppnå vinningsformålet. Fordi dette grunnleggende utgangspunktet forutsetter at beslutninger kan fattes uten hensyn til innvendinger fra enkeltaksjonærer, er det sentrale i minoritetsvernet å sette skranker for majoritetens makt.²⁷ Likebehandlingsprinsippet, som gir alle aksjer lik rett i selskapet, søkes sikret gjennom minoritetsvernet ved at eventuelle særlige forfordelinger må ha hjemmel i vedtektene eller samtykke fra forringede aksjonærer.²⁸ De legislative hensynene bak likebehandling er dels en rettferdighetstankegang og dels et ønske om å gjøre aksjeselskapsformen attraktiv. Likebehandling bidrar til sistnevnte ved å sikre aksjonærene en forutberegnelighet, særlig

²⁴ Jf. forutsetningsvis asl./asal. § 1-1 (3) nr. 2 og forutsetningsvis asl./asal. § 2-2 (2). Se HR-2016-1439-A avsnitt 97.

²⁵ Asl./asal. § 5-1, se imidlertid asal. § 5-1 (2) om bedriftsforsamlingen. Se også Andenæs s. 284.

²⁶ Se Truyen (2005) s. 27. Prinsippet kommer til uttrykk blant annet i asl./asal. § 5-17.

²⁷ Ot.prp. nr. 23 (1996–97) s. 104.

²⁸ Ot.prp. nr. 23 (1996–97) s. 104.

for at en relativ andel av selskapets økonomiske vinning tilfaller dem.²⁹ Likebehandlingsprinsippet står dermed i en kontrast til majoritetsprinsippet, og ved fravikelse av fortrinnsretten til fordel for en rettet emisjon blir avveiningen mellom disse, samt de to hovedkomponentene i vinningsformålet, satt på spissen.

I det følgende vil jeg ta for meg de kravene som oppstilles for gjennomføringen av en rettet emisjon og som dette spørsmålet dermed skal vurderes opp mot.

2.2 Det rettslige grunnlaget for å fravike fortrinnsretten

2.2.1 Asl./asal. § 10-5.

Det rettslige grunnlaget for å fravike fortrinnsretten følger av asl./asal. § 10-5. Der heter det at *«generalforsamlingen»* kan med *«flertall som for vedtektsendring»* *«beslutte»* å *«fravike det som er bestemt om aksjeeiernes fortrinnsrett i § 10-4 eller i vedtektene»*

Anvendelsesområdet basert på aksjelovens § 10-4 eller vedtektene

Anvendelsesområdet for rettede emisjoner er når det besluttes å *«fravike det som er bestemt om aksjeeiernes fortrinnsrett i § 10-4 eller i vedtektene»*. Det som er bestemt i § 10-4 er at aksjeeierne har fortrinnsrett til «de nye aksjene». Selv om ordlyden tilsier at fortrinnsretten knytter seg til den nye aksjen, innebærer fortrinnsretten en rett til å tegne aksjen. Dersom retten skulle forstås som en kjøpsplikt ville forkjøpsretten vært forbeholdt aksjonærer med tilstrekkelig kapital tilgjengelig.³⁰ Bestemmelsen forutsetter at det utstedes aksjer til de eksisterende aksjonærene «i samme forhold som de fra før av eier aksjer». Anvendelsen av § 10-5 beror derfor på om tegningsrettene gis aksjonærene i en forholdsmessig andel. Enhver fordeling som avviker fra en forholdsmessig fordeling kan ikke gjennomføres uten å følge reglene i § 10-5.³¹

Hvem kan beslutte at det skal foretas en rettet emisjon?

Beslutningsmyndigheten ved kapitalforhøyelser ligger generelt hos generalforsamlingen³² Dette er fordi aksjonærene, gjennom generalforsamlingen, skal ha den overordnede myndighet til å fatte beslutninger som direkte berører deres rettsstilling.³³ Det gjelder både for beslutning

²⁹ Børs sirkulære (2014) s. 7.

³⁰ Se også asl./asal. § 1-2 (2) om fraværet av innskuddsplikt.

³¹ Se likevel begrensning i vedtektene, jf. § 10-5.

³² Asl./asal. § 10-1 (1). Skjer tegning uten forutgående beslutning, er aksjene ugyldig, jf. Rt-1997-1312.

³³ NOU 1996: 3 s. 79.

om kapitalforhøyelse etter § 10-5, og for beslutning om å tildele styret fullmakt, etter § 10-14. Hensynet til at sistnevnte skal kunne ta raske beslutninger og ha valgmuligheter ved bruk av styrefullmakt, begrunner at beslutningsmyndigheten begrenses til den overordnede.³⁴

Flertallskrav

En beslutning om en rettet emisjon må fattes med «flertall som for vedtektsendring», jf. § 10-5. Utrykket henviser til § 5-18 (1) 2.pkt, og krever derfor tilslutning fra minst to tredjedeler av både de avgitte stemmer, og av aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen.³⁵ Dette er et skjerpet flertallskrav, som har til formål å ivareta hensynet til aksjeeierne også ved det ytterligere inngrepet i deres rettsstilling som fravikelse fra fortrinnsretten utgjør.³⁶ At hensynet til aksjeeierne står sentralt, kommer særlig til syne gjennom at kravet til vedtektsflertall også gjelder for en beslutning om tildeling av styrefullmakt etter § 10-14, ettersom denne ikke utgjør en vedtektsendring på dette tidspunkt.

Forutgående forslag fra styret

Forut for en beslutningen om kapitalforhøyelse, eller beslutning om å tildele styret fullmakt til dette, skal styret utarbeide et forslag som skal inntas i innkallingen til generalforsamlingen.³⁷ Dette er særlig relevant i relasjon til § 10-5 der det følger at uten forringede aksjonærers samtykke, kan ikke generalforsamlingen beslutte større avvik fra aksjeeiernes fortrinnsrett enn det som er angitt i styrets forslag. Ved fravikelse av fortrinnsretten skal forslaget inneholde en særskilt angivelse og begrunnelse for dette.³⁸ Kravet til forutgående forslag og unntaket for samtykkende aksjonærer kan forklares i lys av innholdet i styrets forslag. Det inneholder blant annet en særskilt angivelse og begrunnelse for å fravike fortrinnsretten.³⁹ Rettigheten til fortrinn tilfaller den enkelte aksjeeier, og en reell valgfrihet til å avstå fra denne forutsetter at avgjørelsen er basert på tilstrekkelig informasjon.

Minstekrav til beslutningens innhold

I § 10-1 (2) oppstilles minstekrav til innholdet i både generalforsamlingens og styrets beslutning.⁴⁰ For beslutning om styrefullmakt er det § 10-14 som oppstiller krav til

³⁴ NOU 1996: 3 s. 79.

³⁵ Strengere flertallskrav kan følge av vedtektene, jf. § 5-18 (3).

³⁶ Jf. Rt-1932-145 og Bråthen (2019), s. 253.

³⁷ Asl./asal. § 10-3 (1) og (4).

³⁸ Asl./asal. § 10-3 (3).

³⁹ Asl./asal. § 10-3 (3).

⁴⁰ For styret, se asl./asal. § 10-17 (1), jf. § 10-1 (2).

fullmaktens innhold. Særlig relevant er at det i aksjeselskap skal angis et eksakt beløp for tegningskursen, mens det for allmennaksjeselskap er tilstrekkelig at beslutningen inneholder en øvre og nedre ramme.⁴¹ Slik kan styret gis fullmakt til å fastsette kursen i allmennaksjeselskap.⁴² I ot.prp.nr.36 (1993-94) poengterer departementet at svært liberalere fullmaktsregler vil uthule prinsippet om at beslutningsmyndigheten ligger hos generalforsamlingen, og at hensynet til aksjeeier tilsier visse rammer for fullmaktens innhold. Fullmakten kan ikke omfatte mer enn halvparten av aksjekapitalen uansett om det utstedes flere fullmakter.⁴³ For øvrig kan fullmakten bare gis for to år av gangen.⁴⁴

Bestemmelser om frister og krav til offentliggjøring

Ved en fortrinnsrettsemisjon er det en lovfestet minstefrist på to uker fra underretning til å tegne aksjer.⁴⁵ I tillegg er det praktisk at ikke alle tegningsretter benyttes, og det kan være aktuelt med sekundære tegningsfrister.⁴⁶ Ved rettede emisjoner gjelder derimot verken noen minimumsfrist eller noe krav om skriftlig underretning.⁴⁷

Selskapene er underlagt kravene som stilles til utarbeidelse og offentliggjøring av prospekter i prospektforordningen.⁴⁸ Det må utarbeides noteringsprospekt før aksjer tilbys til allmennheten.⁴⁹ I tillegg må det offentliggjøres noteringsprospekt før aksjer tas opp til handel på regulert marked.⁵⁰

Prospektforordningens regler om noteringsprospekt gjelder for Oslo Børs sine regulerte markeder.⁵¹ Euronext Growth Oslo reguleres således ikke av prospektforordningens krav til noteringsprospekt, men her utarbeides noteringsdokument i medhold av annen regulering.⁵²

⁴¹ Asl. § 10-1 (2) nr. 3 og asal. § 10-1 (2) nr. 3.

⁴² Begrunnelsen er at kun allmennaksjeselskap har et praktisk behov for en slik regel, se Ot.prp. nr. 36 (1993–94) s. 218.

⁴³ Asl./asal. § 10-14 (2) nr. 1 og asal./asal. § 10-14 (3) 1. pkt., og Ot.prp. nr. 55 (2005–2006), s. 31.

⁴⁴ Asl./asal. § 10-14 (3) 2. pkt.

⁴⁵ Se asl./asal. § 10-1 (2) nr. 5. Se NOU 1992: 29 s. 159 om at retten til å tegne aksjer skal være reell for aksjeeiere som må reise kapital. Se krav til underretning i § 10-1 (3).

⁴⁶ Alternativt kan styret beslutte å selge de ubrukte tegningsrettene, jf. asal./asal. § 10-4 (3).

⁴⁷ Asl./asal. § 10-1 (2) nr. 5. Forutsetningsvis også § asal./asal. § 10-1 (3).

⁴⁸ Se vphl. § 7-1 sml. Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2017/1129 av 14. juni 2017.

⁴⁹ Artikkel 3 nr. 1.

⁵⁰ Artikkel 3 nr. 3.

⁵¹ Prospektforordningen artikkel 3 nr. 3. Definisjonen av regulert marked følger av vphl. § 2-7.

⁵² Euronext Growth er en multilateral handelsfasilitet (MHF), jf. definisjonen i vphl. § 2-7 (5). Oslo børs er markdesoperatør, jf. vphl. § 2-7 (3) og har tillatelse til å drive en MHF i medhold av vphl. § 9-8. Om noteringsdokumentet, se Markets regelbok punkt. 6.6 til 6.7.

Forordningen oppstiller flere unntak fra prospektkravene. Disse treffer sjeldent fortrinnsrettsemisjoner, og den klare hovedregelen er derfor utarbeidelse av både noterings- og tilbudsprospekt ved fortrinnsrettsemisjoner.

Ved rettede emisjoner har selskapet derimot en særlig vid adgang til å strukturere emisjonen. Emisjonen kan tilpasses unntakene, med den følge at selskapet kan gå fri fra kravet til offentliggjøring av begge prospekttypene. To særlig relevante unntak fra kravet om tilbudsprospekt, er unntaket der emisjonen rettes utelukkende mot profesjonelle investorer, eller der emisjonen rettes til færre enn 150 ikke-profesjonelle investorer.⁵³ Det mest aktuelle unntaket fra kravet om noteringsprospekt, er der emisjonen innebærer utstedelse av mindre enn 20 % av det antall aksjer som allerede er tatt opp til handel de siste 12 månedene på samme regulerte marked, og som er ombyttelige med de allerede opptatte aksjer.⁵⁴

Dette medfører ofte at rettede emisjoner ikke gir krav om å utarbeide og offentliggjøre prospekt, i motsetning til ved fortrinnsrettsemisjoner. Utarbeidelse av prospekt er en kostbar og tidkrevende prosess, og kan være krevende for utsteder.⁵⁵ I tillegg må prospektet godkjennes av Finanstilsynet før det offentliggjøres.⁵⁶ Saksbehandlingstiden er i gjennomsnitt fire uker.⁵⁷

Følgelig medfører prospektkravene for fortrinnsrettsemisjoner ofte en tidsbruk på flere måneder, samt store kostnader. Der en rettet emisjoner går fri fra prospektkravene og det foreligger en styrefullmakt, kan kapitalforhøyelsen gjennomføres på én dag.

2.3 Sammenfatning

Vilkårene for gjennomføringen av rettede emisjoner setter få begrensninger for adgangen til å fravike fortrinnsrettsemisjoner. I hovedsak kreves det vedtektsflertall på generalforsamlingen såfremt beslutningen ligger innenfor styrets forslag, og ut fra det rettslige grunnlaget gis selskapet betydelig spillerom til å fravike fortrinnsretten. I tillegg

⁵³ Artikkel 1 nr. 4 bokstav a og b.

⁵⁴ Artikkel 1 nr. 5 bokstav a.

⁵⁵ Fra 100.000 kr til 1 million kr. Se Prop. 96 LS (2018–2019) s. 22 og s. 24.

⁵⁶ Godkjennelse av noteringsdokument for Euronext Growth foretas av Euronext Growth Advisor, og skal bekreftes overfor Oslo Børs, jf. Markets regelbok punkt 6.7 (1).

⁵⁷ Se prospektforordningen artikkel 20 nr. 1, sml. vphl. § 7-12 (1) og Finanstilsynet (2021), s.7.

legger styrefullmakt til rette for en rask gjennomføring av rettede emisjoner, spesielt dersom fullmakten er vid.

Forskjeller i prospektreglene illustrerer nok hvorfor rettede emisjoner anvendes betydelig mer enn fortrinnsrettsemisjoner, ettersom de fremstår adskillig mer ugunstig for sistnevnte. Den betydelige forskjellen gjør rettede emisjoner et naturlig valg for en rask og effektiv kapitaltilførsel. Det er ikke gitt at selskaper ønsker å forskjellsbehandle sine aksjonærer. Reguleringen gjør rettede emisjoner mer fordelaktig er fortrinnsrettsemisjoner, og påvirker nok valget, og bidrar til økende bruk av rettede emisjoner.

3 Likebehandling som skranke for rettede emisjoner

3.1 Innholdet i likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14.

3.1.1 Hvem gjelder likebehandlingsplikten for?

Vphl. § 5-14 oppstiller krav til likebehandling for «utsteder av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked». Pliktsubjektet er dermed blant annet selskap som utsteder aksjer, forutsatt at aksjene er «opptatt til handel», heretter notert, på «norsk regulert marked». Sistnevnte begrenser markedsplassene til de norske, men avgrensner ikke plikten mot utenlandske selskap notert på slike marked. Videre gjelder bestemmelsen kun «regulerte markedsplasser», og dermed ikke selskap notert på andre typer markedsplasser. Dette er nok en konsekvens av at bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet med tilsvarende avgrensning, selv om den norske implementeringen rekker lengre.⁵⁸

Følgelig gjelder likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14 for selskap notert på Oslo Børs og Euronext Expand, og som følge av at Euronext Growth faller utenfor, omfattes kun allmennaksjeselskap.⁵⁹ I Oslo Børs sine regelbøker er det imidlertid inntatt en likelydende

⁵⁸ Direktiv 2004/109/EF. Se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) s. 425.

⁵⁹ Jf. noteringsadgangen på Euronext Growth.

bestemmelse som også gjelder for Euronext Growth.⁶⁰ Den videre drøftelsen vil derfor antakelig også ha overføringsverdi for både allmennaksje- og aksjeselskaper notert på Euronext Growth.⁶¹

3.1.2 Ordlyden i første ledd

Vphl. § 5-14 første ledd første punktum stiller krav om at selskaper som omsetter aksjer på regulert marked «skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter». Formuleringen oppstiller et ubetinget krav til likebehandling av «innehaverne», heretter aksjonærene. Også likhetsgrunnsetningen i asl./asal. § 4-1 lyder som et påbud om likebehandling, men knytter likebehandlingen til «aksjen» fremfor «aksjonæren». Forskjellen syns å være et terminologisk spørsmål, da det rettslige innholdet er et krav om formell likhet: at en aksje gir lik rett i selskapet uavhengig av hvem som eier den.⁶² Det kan også bemerkes at formuleringen «skal likebehandle» gir uttrykk for et mer restriktivt krav enn formuleringen «gir lik rett», men forskjellen er nok uten rettslig betydning på grunn av bestemmelsenes første ledd annet punktum.

Det følger nemlig av vphl. § 5-14 første ledd annet punktum at selskapene «må ikke utsette innehaverne av deres finansielle instrumenter for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse».

Annet punktum begrenser følgelig det absolutte kravet til likebehandling som følger av første punktum, gjennom å åpne for at «forskjellsbehandling» kan finne sted hvis dens begrunnelse tilfredsstillers lovens krav.⁶³ Setningens oppbygging gjør det naturlig å forstå forskjellsbehandling begrunnet i «utsteders og innehavernes felles interesse» som «saklig». Første ledd lest under ett innebærer dermed et forbud mot usaklig forskjellsbehandling.

Hvilke begrunnelser som er i «utsteders og innehavernes felles interesse» beror etter ordlyden på hvilke interesser som kan tilskrives både utsteder, heretter selskapet, og innehaverne, heretter aksjonærene. Enkeltaksjonærenes interesser og selskapets

⁶⁰ Oslo Børs Regelbok pkt. 2.1 og Growth Regelbok pkt. 3.1, sml. Børssirkulære (2014) s. 4.

⁶¹ Jf. at den likelydende bestemmelsen i Growth Regelbok pkt. 3.1 også håndheves av Oslo Børs, sammenholdt med at både Truyen (2005) avsn. 5.4 og Andenæs, s. 510 gir uttrykk for at børsrettslige hensyn kan begrense den selskapsrettslige overføringsverdien som indikerer vekten av legislative hensyn, som for aksjeselskap notert på Euronext Growth er sammenfallende med vphl. § 5-14.

⁶² Se G. Bråthen s. 192 og Andenæs, s. 132.

⁶³ Slik også generalklausulene i allmennaksjeloven, jf. Ot.prp. nr. 19 (1974–1975), s. 111-112. Se også Truyen (2005) s. 261.

interesser i vid forstand, herunder kreditorinteresser, faller derfor utenfor. Å oppnå økonomisk vinning er selskapets lovfestede formål, og også i aksjonærfellesskapets interesse slik det følger av vinningsformålet.⁶⁴ Selskapsinteressen i snever forstand samsvarer dermed med aksjonærfellesskapets interesser. I det følgende omtales derfor «*utsteders og innehavernes felles interesse*» som «selskapets interesse». Hvilke begrunnelser som er i selskapets interesse redegjøres for i punkt. 3.2.1.

3.1.3 Ordlyden i annet ledd

I vphl. § 5-14 annet ledd oppstilles en ytterligere begrensning av adgangen til å gjennomføre rettede emisjoner, med et annet virkeområde i forhold til første ledd. Plikten gjelder for «*utstedernes styrende organ, tillitsvalgte eller ledende ansatte*», herunder både styret og generalforsamlingen. Både beslutning om styrefullmakt og kapitalforhøyelse, og kapitalforhøyelse med grunnlag i styrefullmakt, omfattes, jf. «*ikke treffe tiltak*». Plikten gjelder «*i forbindelse med omsetning eller utstedelse av aksjer eller rettigheter til slike*», herunder kapitalforhøyelser. Heretter benyttes uttrykket «disposisjon» som en samlebetegnelse på tiltak fattet av styret og generalforsamlingens beslutninger.

Pliktsubjektene kan ikke foreta disposisjoner «*som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder*», jf. vphl. § 5-14 (2).

Formuleringen innebærer at ingen kan gis «en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder». Rettighetssubjektene er både «utsteder» og «andre innehavere», som i lys av «enkelte innehavere» må bety at hver enkelt aksjonær omfattes, i motsetning til aksjonærfellesskapet som sådan.

Det kan dermed ikke foretas en disposisjon som er «egnet til å gi» noen «en urimelig fordel på bekostning av» hverken selskapet eller enkeltaksjonærer. En lik forståelse er lagt til grunn for generalklausulene, som gjennom formuleringen «egnet til å gi aksjeeierne eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning», er likelydende med vphl. § 5-14 (2).⁶⁵

⁶⁴ Truyen (2015), s. 109 og LF-2010-160231.

⁶⁵ Asl./asal. §§ 5-21 og 6-28 (1).

Det er tilstrekkelig at disposisjonen er «egnet til» å medføre en urimelig fordel. Truyen legger til grunn at det ikke oppstilles et krav om faktisk årsakssammenheng, men et krav til årsaksevne.⁶⁶ Dette har sammenheng med at vurderingen av urimelighet skal ta utgangspunkt i tidspunktet for disposisjonen, noe som utelukker kunnskap om de faktiske konsekvensene.⁶⁷

Formuleringen «urimelig fordel» setter en skranke for hvilke konsekvenser fordelten kan medføre på bekostning av selskapet eller enkeltaksjonærer. Det urimelige knytter seg etter ordlyden til *forskjellen* mellom den fordel som tildeles noen, og konsekvensene for selskapet og enkeltaksjonærene. Hva som skal til for at denne forskjellen er «urimelig», må bero på en vurdering av fordelten opp mot konsekvensene, og det legges dermed opp til en skjønsmessig helhetsvurdering.

Manglende veiledning i forarbeidene og rettspraksis knyttet til forståelsen av «urimelig» i verdipapirhandelloven gjør det aktuelt å se hen til de likelydende formuleringene i generalklausulene og Oslo Børs sin forståelse. Om «urimelig» i generalklausulene skriver departementet at valget mellom karakteristikkene «åpenbart urimelig», «urimelig» og «utilbørlig» ikke er vesentlig, men det sentrale er at disposisjonen «må bygge på et saklig forsvarlig grunnlag».⁶⁸ Truyen oppstiller en inngrepsterskel og et saklighetskrav, mens Gina Bråthen oppstiller et saklighetskrav og et forholdsmessighetskrav.⁶⁹ Oslo Børs formulerer det som et krav til et saklig forsvarlig grunnlag, og et krav til forholdsmessighet.⁷⁰ På bakgrunn av dette legges det til grunn at begrepet «urimelig» fordrer en saklig begrunnelse, og et krav om forholdsmessighet.

Et spørsmål i den sammenheng er om en saklig begrunnelse innebærer det samme som kravet til begrunnelse i selskapets interesse etter vphl. § 5-14 første ledd. I relasjon til det tilsvarende vilkåret i generalklausulene synes en samstemt teori å legge til grunn at en begrunnelse er saklig dersom den er i selskapets interesse.⁷¹ I likhet med forståelsen etter vphl. § 5-14 første ledd, uttrykker teorien at det tas utgangspunkt i selskapsinteressen i

⁶⁶ Truyen, (2005) s. 312.

⁶⁷ Truyen, (2005) s. 312.

⁶⁸ Ot.prp.nr.19 (1974–1975) s. 111–112.

⁶⁹ Se f.eks. Truyen (2005) s. 263 og G. Bråthen (2014) s. 160.

⁷⁰ Børssirkulære (2014) s. 3.

⁷¹ Se bl.a. «myndigheten til å beslutte kapitalforhøyelse brukes i selskapets interesse», Andenæs s. 520.

snever forstand, slik den følger av vinningsformålet.⁷² Oslo Børs anvender ikke en slik direkte avgrensning, men bygger gjennomgående på det samme innholdet.⁷³

Etter dette synes kravet til saklig begrunnelse etter annet ledd å tilsvare kravet til begrunnelse i selskapets interesse etter første ledd. En begrunnelse er dermed saklig når den er i tråd med selskapets og aksjonærfellesskapets interesse i økonomisk vinning på lang sikt.

3.1.4 Første og annet ledd skal vurderes under ett

Det er redegjort for at vphl. § 5-14 første ledd oppstiller et krav om saklig begrunnelse for forskjellsbehandling. I tillegg ble det vist at det kan trekkes en parallell mellom vphl. § 5-14 første ledd og likhetsgrunnsetningen i aksjelovene § 4-1 (1) første punktum. I kraft av å være en formalisering av likhetsprinsippet må også likhetsgrunnsetningen forutsettes å kunne fravikes hvis det foreligger en saklig begrunnelse.⁷⁴ En naturlig måte å forstå bestemmelsene på er derfor at vphl. § 5-14 første ledd formaliserer det grunnleggende likhetsprinsippet.

I relasjon til generalklausulene er det lagt til grunn at kravet til likebehandling som følger av «urimelig fordel på andre aksjeeieres (...) bekostning» er et utslag av likhetsprinsippet, og at innsigelser om forskjellsbehandling i første rekke rettes etter de materielle bestemmelsene, herunder generalklausulene.⁷⁵ Det er dermed naturlig at også generalklausulene oppstiller et saklighetskrav og et forholdsmessighetskrav.⁷⁶

Vphl. § 5-14 annet ledd er også et materielt utslag av likhetsprinsippet, jf. «*enkelte innehavere (...) på bekostning av andre innehavere*». Det synes derfor naturlig å heller ikke foreta en selvstendig vurdering av vphl. § 5-14 første ledd – første ledd oppstiller det samme kravet til saklig begrunnelse som annet ledd.

Også Oslo Børs og Børsklagenemda legger til grunn at første og annet ledd skal ses i sammenheng, slik at *en anvendelse av bestemmelsen fordrer følgende vurderinger*:⁷⁷ For det første om det er truffet et tiltak som innebærer *forskjellsbehandling eller er egnet til*

⁷² Se G. Bråthen, s. 174 og Truyen (2005) s. 205.

⁷³ Børssirkulære (2014) s. 10.

⁷⁴ Andenæs, s. 129.

⁷⁵ Truyen (2005) s. 309.

⁷⁶ Se Thore Bråthen, s. 258.

⁷⁷ Børssirkulære (2014) s. 3 og OBKN-2015-3.

å gi en fordel for en aksjeeier eller andre på bekostning av andre aksjeeiere eller selskapet. I så fall må forskjellsbehandlingen ha et *saklig og forsvarlig grunnlag*. I tillegg må fellesskapets vinning være *forholdsmessig* i forhold til ulempen for den enkelte.⁷⁸

Forskjellsbehandling eller en fordel på selskapets bekostning utgjør dermed et slags «inngangsvilkår» til vurderingen av om likebehandlingsregelen er brutt, som det vil illustreres i neste punkt at nesten alltid er oppfylt ved en rettet emisjon. Vurderingen etter likebehandlingsregelen kommer derfor vanligvis til anvendelse, slik at en rettet emisjon må ha en saklig begrunnelse og oppfylle forholdsmessighetskravet. I det videre redegjøres det for de tre vurderingene i kronologisk rekkefølge.

3.2 Den rettslige vurderingen

3.2.1. Saklighetskravet

Inngangsvilkåret

Forhold som etter vphl. § 5-14 krever saklig begrunnelse, omfatter både en fordel på bekostning av enkelt aksjonærer eller selskapet (heretter forfordeling), og forskjellsbehandling av aksjonærer.⁷⁹ En rettet emisjon vil være egnet til å medføre forskjellsbehandling der den rettes mot enkelte aksjonærer, og også være egnet til å gi nye investorer eller eksisterende aksjonærer som får tegne seg en fordel. En rettet emisjon krever derfor en saklig begrunnelse.⁸⁰

Hva er en saklig begrunnelse?

Begrunnelsen er saklig når den er i selskapets interesse. Oslo Børs formulerer det som et krav om et «saklig og forsvarlig grunnlag».⁸¹ Forskjellen synes å skulle tydeliggjøre at et saklig grunnlag ikke er tilstrekkelig: tiltaket må også være egnet til å fremme selskapets interesse. Dette synes allerede å inngå i den selskapsrettslige forståelsen. Blant annet skriver Andenæs at myndigheten til å beslutte rettede emisjoner må «brukes» i selskapets

⁷⁸ Børssirkulære (2014) s. 3 og bl.a. Oslo Børs, Aquila Holdings ASA (tidl. Carbon Transition ASA) – kommentarer til selskapets håndtering av likebehandlingskravet, 22. juni 2023 s. 5.

⁷⁹ Her viser jeg ikke til begrepet slik brukt i Truyens fremstilling, se Truyen (2005) s. 316.

⁸⁰ Børssirkulære (2014) s. 7.

⁸¹ Børssirkulære (2014) s. 5.

interesse.⁸² Kjernen synes dermed å være at den rettede emisjonen må være egnet til å fremme økonomisk vinning på sikt, herunder at avkastingen tilfaller aksjonærene.⁸³

Utgangspunktet om reelt kapitalbehov

Utgangspunktet er at det må foreligge et reelt behov for å innhente kapital. Gina Bråthen skriver at det må påvises et reelt kapitalbehov, og begrunner det med at fraværet på kapitalbehov gjør at beslutningen ikke vil være i selskapets interesse.⁸⁴ Et kapitalbehov må skilles fra finansieringsbehov. Førstnevnte innebærer at selskapet har tilstrekkelig kapital, og at denne kapitalen kan brukes til å dekke et finansieringsbehov selskapet har. Særlig ved et tilfelle av akutte økonomiske vanskeligheter har selskapet et kapitalbehov, og det vil være i aksjonærfellesskapet å unngå en konkurs.⁸⁵ Utgangspunktet er derfor at selskapet ikke kan hente inn kapital dersom selskapet har kapital.

Særskilte hensyn

Det er enkelte særskilte hensyn som medfører at den ovenfor nevnte forutsetningen om et reelt kapitalbehov ikke trenger å være til stede. Enkelte begrunnelser for en kapitalforhøyelse kan altså være i tråd med selskapsinteressen uten at det foreligger et kapitalbehov.⁸⁶ For det første er det antatt at en rettet emisjon mot selskapets ansatte og tillitsvalgte vil være i tråd med selskapsinteressen fordi det gir insentiv til økt innsats og lojalitet.⁸⁷ Tanken er at ansatte vil gjøre en mer solid jobb, både fordi de får en del av overskuddet og fordi de føler en tilknytning gjennom eierskapet. I et langtidsperspektiv antas det å kunne være fordelaktig for selskapets økonomiske vinning ettersom det tross alt er de ansatte og tillitsvalgte som driver selskapet fremover. Andre begrunnelser enn et finansieringsbehov kan også forekomme der selskapet ønsker å unngå fiendtlige oppkjøp av betydelige eierposisjoner eller i forbindelse med sammenslåing av selskap (fusjon).⁸⁸ Disse drøftes ikke nærmere her fordi det fordrer en grundig redegjørelse av innholdet i de særlige regler som gjelder for slike tilfeller.

⁸² Andenæs, s. 520.

⁸³ Børssirkulære (2014) s. 5.

⁸⁴ G. Bråthen, s. 183.

⁸⁵ G. Bråthen, s. 226.

⁸⁶ G. Bråthen, s. 183.

⁸⁷ NUT 1970:1 s. 94.

⁸⁸ Se G. Bråthen bl.a. s. 231, og reglene om fusjon etter aksjelovenes kap. 13.

Konkrete investeringer og spesifikke investorer

Foruten de overnevnte tilfeller syns det for børsnoterte selskap å være et krav om at kapitalforhøyelsen er egnet til å medføre økonomisk vinning for aksjonærfellesskapet på lang sikt.⁸⁹ Det kan også være i selskapet og aksjonærfellesskapets interesse å foreta en rettet emisjon for å finansiere en konkret forretningsmulighet. Ved å skaffe tilstrekkelig kapital gjennom en rettet emisjon, kan selskapet finansiere spesifikke prosjekter, oppkjøp eller investeringer som er vurdert som strategiske og potensielt lønnsomme for selskapet på lang sikt. Dette kan bidra til å styrke selskapets markedsposisjon og utvide virksomheten, derav generere større avkastning til aksjonærene. Så lenge formålet med den rettede emisjonen er å realisere konkrete forretningsmuligheter som forventes å gi økonomisk vekst og verdiskaping for selskapet og dets aksjonærer, vil det være i tråd med vinningsformålet. Det samme gjelder hovedsakelig for det tilfelle at selskapet ønsker å tilby aksjer til spesifikke investorer eller institusjoner, dersom de kan bidra til å øke selskapets finansielle ressurser, utvide eierbasen og potensielt styrke selskapets markedsverdi.⁹⁰ For at det kan sies å ha forankring i selskapsinteressen må vedkommende imidlertid bidra til virksomhetens vekst og utvikling, eller selskapets verdier ut over det de eksisterende aksjonærene kunne bidratt med.

Saklighetsvilkåret oppstiller dermed en grense for rettede emisjoner ved at gjennomføringen ikke kan begrunnes i andre (utenforliggende) hensyn.

3.2.2 Skjerpelse av saklighetskriteriet i visse situasjoner

I visse tilfeller kan det være grunn til å skjerpe saklighetskravet basert på hvilke hensyn og rettigheter som krenkes.⁹¹ Oslo børs skriver at et skjerpet saklighetskrav «innebærer blant annet et skjerpet krav til hva som vil være den forventede økonomiske fordel for selskapet ved gjennomføringen av transaksjonen, og et skjerpet krav til vurderingen av alternative beslutninger».⁹² En skjerpelse vil dermed delvis bero på momentene som redegjøres for under forholdsmessighetsvilkåret. Her redegjøres det for ulikheter mellom forskjellsbehandling og forfordeling, samt ulike aksjonærrettigheter med sikte på å illustrere hvilke krenkelser som fordrer skjerpelse av saklighetskriteriet.

⁸⁹ Børssirkulære (2014), s. 2.

⁹⁰ Truyen (2005), s. 406.

⁹¹ OBKN-2015-3.

⁹² Børssirkulære (2014) s. 8-9.

Forfordeling og forskjellsbehandling

Innholdet i det aksjerettslige likhetsprinsippet, også slik det fremkommer i sin formaliserte form gjennom likhetsgrunnsetningen, er at alle aksjer gir lik rett i selskapet. Tilsvarende følger av vphl. § 5-14 første ledd likevel slik at likheten er tilknyttet innehaveren. Ivaretagelse av likhetsprinsippet, herunder forskjellsbehandling av aksjer, forutsetter at noen som innehar en aksje får en bedre rett enn en annen som innehar en lik aksje.⁹³ For at hensynet til likebehandling skal få gjennomslag ved en rettet emisjon må vedkommende tegner og de forbigåtte være aksjonærer. Formuleringen «*enkelte innehavere (...) på bekostning av andre innehavere*» er derfor et utslag av likhetsprinsippet. En rettet emisjon mot enkeltaksjonærer vil derfor alltid krenke likebehandlingsprinsippet fordi tegnerens aksje gir vedkommende bedre rettigheter i selskapet enn de forbigåtte.

Ved vurderingen av hvor stor krenkelse emisjonsbeslutningen medfører er dermed graden av forskjellsbehandling av selvstendig betydning. Illustrerende er der det gjennomføres en rettet emisjon mot enkelte aksjonærer med en etterfølgende reparasjonsemisjon som reparerer den urimelige fordel aksjonærene i den forutgående emisjonen fikk på bekostning av de øvrige aksjonærene. Selv om det ikke vil være grunn til å kjenne emisjonen ugyldig, er likefult noen aksjer gitt bedre rett enn andre. Der slike etterfølgende tiltak ikke gjennomføres, kan man si at det er en *dobbel grunn* til å reagere; det er gitt en urimelig fordel på bekostning av enkelte aksjonærer, og aksjen til tegnerne er gitt en bedre rett i selskapet enn de øvrige aksjer.

Likebehandlingsregelen omfatter også en fordel som gis «*noen*» «*på bekostning av andre innehavere eller utsteder*», og oppstiller dermed en skranke for hvilken fordel som kan gis på bekostning av aksjonærfellesskapet eller enkeltaksjonærer. En ny investor eier ikke en aksje, og tilfellet utgjør dermed ikke et brudd med likhetsprinsippet og er heller ikke direkte begrunnet i dette.⁹⁴ Formuleringen gir uttrykk for et vern om aksjonærenes rett etter vinningsformålet, og setter derfor en skranke for fordel en ny investor kan gis ved en rettet emisjon på bekostning av det overskudd som skulle tilfalt aksjonærfellesskapet.

⁹³ Forutsetningsvis § 4-1 (1) 2. pkt og EU-domstolens avgjørelse i sak C-338/06, der likhetsprinsippet ikke kom til anvendelse fordi aksjonærene ikke befant seg i samme stilling.

⁹⁴ Jf. ordlyden i asl./asal. § 4-2.

Det er likevel ikke omtvistet at også en urimelig fordel som tildeles andre på bekostning av enkeltaksjonærer eller aksjonærfellesskapet, omfattes av likebehandlingsregelen slik den følger av vphl. § 5-14.⁹⁵ En forfordeling av en aksjeeier på bekostning av en annen kan veie særlig tungt fordi tilfellet ligger i kjernen av likhetsprinsippet. Men, en forfordeling av investorer på bekostning av aksjonærene bryter også med et av likhetsprinsippet hovedformål, nemlig å sikre forutberegnelighet og minoritetens andel i selskapets økonomiske vinning.⁹⁶ Ved krenkelse av likhetsprinsippet vil kravet til saklighet skjerpes.⁹⁷

Utvanning

Aksjonærminoritetens rettigheter refererer til de rettighetene den enkelte aksjeeier har i kraft av eierskapet til aksjen.⁹⁸ Rettigheter i selskapet fordeles på bakgrunn av aksjonærenes forholdsmessige eierandel i selskapet, og slik vil fraværet av tegning ved utstedelse av nye aksjer redusere aksjonærens rettigheter i selskapet (utvanning).⁹⁹ Dersom vedkommende tegner ikke bidrar med et innskudd som svarer til eksisterende aksjers andel av selskapskapitalen, forskyves også deler av aksjonærens relative andel av selskapsformuen over på tegneren.¹⁰⁰

Utvanning kan påvirke enkeltaksjonærenes organisatoriske og økonomiske rettigheter i selskapet. Organisatorisk utvanning følger av at aksjonærens kontroll med selskapet skjer gjennom generalforsamlingen, hvor én aksje i utgangspunktet gir en stemme.¹⁰¹ Når antallet aksjer blir høyere, utgjør én stemme en mindre andel og gir i tråd med majoritetsprinsippet mindre innflytelse. Normalt sett har denne typen utvanning begrenset betydning, men bortfall av betydelig innflytelse kan forekomme dersom andelen reduseres under særlige terskler.¹⁰²

Omfordeling av økonomiske rettigheter kan forekomme når det tegnes flere aksjer uten at det tilføres tilstrekkelige verdier til å opprettholde den relative verdien per aksje.¹⁰³

⁹⁵ Børssirkulære (2014) s. 3.

⁹⁶ Børssirkulære (2014) s. 7.

⁹⁷ Børssirkulære (2014) s. 8.

⁹⁸ Jf. forutsetningsvis asl./asal. § 4-2 (1). Se Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) s. 106.

⁹⁹ Forutsatt at det ikke er tale om aksjer med begrensninger, se asl./asal § 4-1 (1) 2. pkt.

¹⁰⁰ G. Bråthen, s. 209.

¹⁰¹ Jf. asal. § 5-4 og asl. § 5-3.

¹⁰² Børssirkulære (2014) s. 8.

¹⁰³ G. Bråthen s. 192.

Også der det tilføres tilstrekkelige verdier kan økonomisk utvanning skje som en indirekte konsekvens av at det tilføres nye aksjer, fordi blant annet tilbakebetaling ved kapitalnedsettelse og retten til utbytte og vederlag i tilknytning til fusjon eller fisjon utdeles etter relativ eierandel. I tillegg kan utvanning av organisatoriske rettigheter gi indirekte virkninger for de økonomiske rettighetene ettersom den relative innflytelsen kan gi utslag på muligheten til å ivareta økonomiske rettigheter.¹⁰⁴ Spesielt ved krenkelse av økonomiske rettigheter vil saklighetskravet skjerpes.¹⁰⁵

3.2.3 Forholdsmessighetsvurderingen

Vurderingstemaet

Kravet til forholdsmessighet gir uttrykk for den avveiningen som gjennomgående er lagt til grunn for regler til vern om aksjonærminoriteten.¹⁰⁶ Ved en rettet emisjon kreves det at de fordelene emisjonsbeslutningen samlet sett er egnet til å medføre for selskapet og aksjonærfellesskapet, må stå i et forholdsmessig forhold til den umiddelbare krenkelse av aksjeminoritets rettigheter.¹⁰⁷ Selskapets og aksjonærfellesskapets samlede fordeler må ses i sammenheng med hva som ligger i «selskapets interesse» ovenfor, og utgangspunktet blir dermed den langsiktige økonomiske vinningen, herunder at den tilfaller aksjonærfellesskapet.¹⁰⁸ Fordelen må kunne forsvare arten og graden av utvanning av enkeltaksjonæren eller aksjonærfellesskapet (heretter omtalt samlet som enkeltaksjonæren).¹⁰⁹ Det innebærer at det må foretas en avveining av alle relevante interesser og kryssende hensyn som gjør seg gjeldende i det konkrete tilfellet.¹¹⁰ For hver enkelt rettet emisjon vil nødvendigvis ulike forhold være fremtredende, og en kasuistisk fremstilling av enkelttilfeller lar seg derfor ikke gjøre. I det følgende redegjøres det for sentrale utgangspunkter og fremtredende momenter.

Forholdsmessighet forutsetter valg av det minst inngripende handlingsalternativ

I kravet til forholdsmessighet ligger at dersom det foreligger to alternativer som i like stor grad ivaretar selskapsinteressen, må det alternativ som er minst inngripende for

¹⁰⁴ G. Bråthen, s. 192.

¹⁰⁵ Børssirkulære (2014) s. 8.

¹⁰⁶ Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) s. 106.

¹⁰⁷ Truyen (2005) s. 321.

¹⁰⁸ G. Bråthen s. 187.

¹⁰⁹ OBKN-2015-3 pkt.5.2.

¹¹⁰ Børssirkulære (2014) s. 2.

enkeltaksjonæren velges.¹¹¹ Utgangspunktet gjelder både for vurderingen av om fortrinnsretten skal fravikes, og for vurderingen av hvilke vilkår den rettede emisjonen skal gjennomføres på.¹¹² Andre handlingsalternativer omfatter både andre finansieringsmåter, herunder å følge hovedregelen om fortrinnsrett, fremmedfinansiering, andre fordelinger av tegningsrettigheter, men også reparerende eller avhjelpende tiltak, herunder å gjennomføre en reparasjonsemisjon. Der selskapet er i en akutt likviditetskrise kan det derfor oppstå en utfordrende situasjon knyttet til ivaretagelse av enkeltaksjonærer og samtidig opprettholdelse av selskapets likviditet. I børsens brev om en rettet emisjon i Songa Offshore SE i 2014, skrev børsen at selskapet i slike tilfeller kan være nødt til å akseptere betingelser for å redde selskapet, men påpeker likevel at det er en nedre grense for hva styret, på vegne av aksjonærfellesskapet, kan akseptere av betingelser fra enkeltaksjonærer, kreditorer og andre.¹¹³ Truyen skriver at en rettet emisjon for å avhjelpe et akutt kapitalbehov kan forekomme, men «gjelder først og fremst der hvor likviditeten er så presset at oppsigelse av vesentlige låneavtaler eller tvangsrealisasjon er nærliggende. Alternativ finansiering må dessuten være utelukket eller svært kostbart.¹¹⁴ Dette kan tas til inntekt for at utgangspunktet står seg også der likviditetssituasjonen er prekær, men at det kan gjøres unntak for særlige høye kostnader.

Unntak for vesentlig mer tids- eller kostnadskrevende alternativ

Gina Bråthen skriver mer generelt at dersom det er vesentlig mer tids- eller kostnadskrevende for selskapet å velge et mindre inngripende handlingsalternativ, kan forholdsmessighetskravet være oppfylt.¹¹⁵ Dette refererer ikke kun til en akutt likviditetssituasjon, men andre finansieringsalternativ generelt. Oslo Børs legger til grunn at det må påvises «vesentlige svakheter» ved andre finansieringsløsninger dersom emisjonen rettes mot utvalgte aksjonærer.¹¹⁶ Dette kan tas til inntekt for at valg av et mer inngripende handlingsalternativ er betinget av at kapital situasjonen eller tidsmomentet er så prekært at det ikke er forsvarlig å gjennomføre, eller mulig å vurdere, andre handlingsalternativ. Ofte vil situasjonen medføre at det ikke foreligger andre finansieringsalternativ, som for eksempel lånefinansiering. Selskapet kan imidlertid ikke

¹¹¹ G. Bråthen, s. 212.

¹¹² G. Bråthen, s. 189, med videre henvisninger til Truyen.

¹¹³ Rettet emisjon, likebehandling - Songa Offshore SE (brev av 11.03.2014).

¹¹⁴ Truyen (2005), s.321.

¹¹⁵ G. Bråthen, s. 190.

¹¹⁶ Børssirkulære (2014) s. 9.

foreta en rettet emisjon på bedre vilkår for en investor dersom det ikke kan påvises vesentlige ulemper med et mindre inngripende finansieringsalternativ.

Undersøkelser og utredning

Hvorvidt selskapet har valgt det minst inngripende handlingsalternativet er en objektiv vurdering som ser bort fra hva styret eller generalforsamlingen var klar over på tidspunktet for disposisjonen.¹¹⁷ Det må nødvendigvis foretas en grundig vurdering av øvrige handlingsalternativ, for å kunne konstatere hvilket som er minst inngripende.¹¹⁸ Oslo Børs legger til grunn at «[m]angelfull begrunnelse i det konkrete tilfeller vil kunne underbygge at det ikke foreligger tilstrekkelig grunn for forskjellsbehandling, herunder at det ikke er foretatt tilstrekkelig vurderinger av alternative strukturer for kapitalinnhenting».¹¹⁹ Manglende undersøkelsen kan dermed gi en presumsjon for at forholdsmessighetskravet ikke er oppfylt.

Kravet til grundige undersøkelser gjelder likefullt der kapitalsituasjonen er prekær og selskapet har begrenset med tid før kapitalforhøyelsen må finne sted. Vurderingen av om det er gjort tilstrekkelige undersøkelser må imidlertid ses i sammenheng med hvor lang tid selskapet faktisk har hatt til rådighet: Gina Bråthen skriver at ved vurderingen av hvor strenge krav som stilles til undersøkelser er det sentralt om styret har handlet under tidspress eller ikke.¹²⁰ Ved fravær av tidspress stilles det nødvendigvis strengere krav. Samlet sett må det forventes at det foretas grundige undersøkelser i forhold til den tiden selskapet har til rådighet. Ved en emisjon som enten rettes mot utvalgte aksjonærer, som gir en betydelig emisjonsrabatt eller som innebærer stor utvanning, skjerpes kravet til vurderingen av andre handlingsalternativ.¹²¹

Objektiv beslutning

Grundige undersøkelser har liten betydning dersom vurderingen av informasjonen foretas fra et subjektivt ståsted. For å sikre at gjennomføringen av den rettede emisjonen objektivt sett er å anse som minst inngripende, bør det tas stilling til om styrets medlemmer har en særlig interesse i emisjonen før de treffer en beslutning basert på styrefullmakt.¹²² Oslo

¹¹⁷ G. Bråthen, s. 237.

¹¹⁸ Børsirkulære (2014) s. 8.

¹¹⁹ Børsirkulære (2014) s. 8.

¹²⁰ G. Bråthen, s. 190.

¹²¹ Børsirkulære (2014) s. 8-9.

¹²² Børsirkulære (2013) s. 76.

Børs sin undersøkelse av en rettet emisjon i Norwegian Energy Company kan tjene som eksempel. Oslo Børs stilte spørsmål om habiliteten til enkelte styremedlemmer, og skrev at;

*«Et moment i vurderingen av om det foreligger usaklig forskjellsbehandling er om det er tatt utenforliggende hensyn. Det er en større risiko for at et styre opptrer vilkårlig eller legger vekt på utenforliggende hensyn i et tilfelle hvor styremedlemmer som deltar i behandlingen må anses å ha fremtredende personlige eller økonomiske særinteresser i saken.»*¹²³

Inhabilitet bør vurderes aktivt både før og underveis i behandlingen, herunder ved når styrets forslag utarbeides.¹²⁴ Denne slutningen ivaretar aksjonærenes rett til å fraskrive seg fortrinnsretten ved et reelt samtykke ettersom styreforslaget utgjør grunnlaget for aksjonærenes fraskrivelse. Motsatt ville en vurdering av habilitet forut for styrebeslutning om kapitalforhøyelse ha lite for seg fordi flere aksjonærer allerede har samtykket seg vekk fra å rette innvendinger om brudd på likebehandlingskravet. Argumentene mot å oppstille krav om habilitetsvurdering før utarbeidelse av styreforslag er få, og det må derfor gis gjennomslag at en slik praktisering vil bidra til å lempe risikoen for at utenforliggende hensyn utgjør det reelle grunnlaget for gjennomføringen, og at en feilaktig presentasjon gis generalforsamlingen.

Selv om børsen i nevnte brev ikke anså noen styremedlem som inhabile, uttalte de at det generelt ikke kreves en direkte interessemotsetning. Det avgjørende er om interessen er spesiell og av tilstrekkelig styrke til å kunne påvirke styremedlemmets standpunkt.¹²⁵ Selv om dette momentet kunne blitt drøftet som en del av saklighetsvilkåret, synes det å utgjøre en forutsetning for vurderingen av om det minst inngripende handlingsalternativet er valgt. Hvorfor objektivitet er viktig kommer derfor best frem her.

Betydningen av en eventuell reparasjonsemisjon

En reparasjonsemisjon er ikke et rettslig begrep og reguleres ikke særskilt, men følger reglene som gjelder rettede emisjoner.¹²⁶ Uttrykket omfatter emisjoner som foretas i etterkant av en rettet emisjon, og som har til formål å bøte på konsekvensene den

¹²³ Børsirkulære (2013) s. 76.

¹²⁴ Børsirkulære (2013) s. 76.

¹²⁵ Børsirkulære (2013) s. 76.

¹²⁶ Asl./asal. § 10-5.

forutgående rettede emisjonen medførte for enkeltaksjonærene.¹²⁷ Dette skjer ved at reparasjonsemisjonen rettes mot de eksisterende aksjonærene som ikke fikk tegne seg i den forutgående rettede emisjonen.¹²⁸ Tanken er å reversere utvanningseffekten.

En rekke forutsetninger må være til stede for å oppnå en reell reparerende effekt. Herunder har det betydning av reparasjonsemisjonen gjennomføres til samme kurs som emisjonskursen i den forutgående rettede emisjonen, at reparasjonsemisjonen gjennomføres så raskt som mulig etter den forutgående emisjonen, og at antall aksjer som tilbys er tilstrekkelig til at de forbigåtte aksjonærene ikke utvannes.¹²⁹

Hvis vilkårene i reparasjonsemisjonen samsvarer med de som gjaldt under den forutgående rettede emisjonen, vil de eksisterende aksjonærene normalt være ivaretatt.¹³⁰ Selskapets spillerom i beslutningsprosessen vil da kunne være betydelig, fordi reparasjonsemisjonen vil reversere utvanningen av de økonomiske og organisatoriske rettighetene, og dermed være en særlig god løsning der selskapet ikke har tilstrekkelig tid eller ressurser til å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon. I realiteten er nok ikke løsningen like attraktiv ettersom en reparasjonsemisjon kan utløse krav til offentliggjøring av tilbudsprospekt, og derfor være kostbar for selskapet.¹³¹ I enkelte tilfeller kan nok tids- og kostnadsbruken gjøre at en reparasjonsemisjon anses som et vesentlig dårligere handlingsalternativ.

En reparasjonsemisjon er heller ikke et substitutt for de rettigheter som ligger i fortrinnsretten, ettersom den bøter på utvanningen men ikke på en forutgående forskjellsbehandling.

Et annet poeng er at det er den umiddelbare krenkelsen av aksjonærrettigheter, samt forholdene på beslutningstidspunktet som ligger til grunn for forholdsmessighetsvurderingen. Det innebærer det at reparasjonsemisjonen må besluttes samtidig som den forutgående rettede emisjonen for å kunne tillegges vekt. Oslo Børs legger imidlertid til grunn at dersom styret samtidig med beslutningen om en rettet

¹²⁷ Børssirkulære (2014) s. 11.

¹²⁸ Truyen (2005), s. 399.

¹²⁹ Sparebank 1 Østfold Akershus, s. 11.

¹³⁰ G. Bråthen, s. 211.

¹³¹ Art. 3 nr. 1.

emisjon legger frem forslag om en reparasjonsemisjon kan det tillegges vekt.¹³² Likevel synes de gjennomgående å vektlegge transaksjonsstrukturen i sin helhet.¹³³

Dermed blir det et spørsmål om en reparasjonsemisjon som tilbys på like vilkår som den forutgående rettede emisjonen skal tillegges vekt dersom andre forhold har medført at en reell reparerende effekt ikke har skjedd. Scenarioet er på ingen måte hypotetisk gitt børsmarkedets karakter. Dersom børskursen har gått ned i tiden mellom den rettede emisjonen og frem til gjennomføring av reparasjonsemisjonen, er det rimelig å anta at aksjonærene vil frastå fra sin tegningsrett. En tolking i tråd med innholdet i fortrinnsretten tilsier at den reparerende virkningen må knyttes til tilbudet, og ikke om aksjonæren faktisk gjør bruk av sin tegningsrett. Løsningen er imidlertid svært dårlig ettersom vurderingstemaet er den umiddelbare krenkelsen av aksjonærenes rettigheter. Det må derfor forventes at en slik reparasjonsemisjon ikke vektlegges som et reparerende tiltak.

Utgangspunktet hva gjelder reparasjonsemisjoner må være at fraværet av en reparasjonsemisjon forutsetter at det er vesentlig mer tids- og kostnadskrevende. At den reelle reparerende virkningen ikke er sikker, og at en eventuell forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer uansett vil finne sted, gjør at det også må vurderes om andre handlingsalternativer medfører mindre krenkelse av enkeltaksjonærenes rettigheter enn en rettet emisjon med en etterfølgende reparasjonsemisjon.¹³⁴

Betydningen av tegningskursen

Tegningskursen er prisen for hver enkelt aksje. Tegningskursen i en rettet emisjon omtales heretter som emisjonskursen. Emisjonskursen sammenlignet med de eksisterende aksjenes kurs, herunder om emisjonskursen gir en rabatt (favørkurs), har fremtredende betydning i forholdsmessighetsvurderingen ettersom tegnere får en del av de eksisterende aksjonærenes eierandel ved en favørkurs. Også beslutningsprosessen forut for fastsettelse av emisjonskursen samt metoden for fastsettelsen er momenter av betydning.¹³⁵

¹³² Børssirkulære (2014) s. 11.

¹³³ OBKN-2015-3 pkt. 7.

¹³⁴ Børssirkulære (2014) s. 11.

¹³⁵ Børssirkulære (2014) s. 8.

I utgangspunktet vil generalforsamlingen fastsette emisjonskursen, også ved tildeling av styrefullmakt.¹³⁶ Et unntak gjelder for allmennaksjeselskaper der styrefullmakten kan omfatte en senere fastsettelse av emisjonskursen innenfor en øvre og nedre ramme.¹³⁷

Fremgangsmåten for fastsettelsen av emisjonskursen eller verdsettelse av eksisterende aksjer fremgår ikke av aksjelovene. Et gjennomgående utgangspunktet i aksjeretten er at aksjer verdsettes til «virkelige verdi».¹³⁸ Utrykket sikter enten til aksjenes omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdier, og hvilket alternativ som skal anvendes beror på de konkrete hensynene som ligger bak den enkelte lovregel.¹³⁹ Børsnoterte selskap har et marked for omsetning av aksjer, og omsetningsverdien (børskursen) vil ofte utgjøre virkelig verdi, men dersom den underliggende verdien er høyere enn børskursen skal denne legges til grunn.¹⁴⁰ Slike figurative størrelser har betydning der selskapet offentliggjør kapitalforhøyelsen med en satt emisjonskurs, og for såvidt for unoterte selskap, men fremstår noe søkt for noterte selskap med mulighet for innsikt i aksjekursen gjennom en book building-prosess. Som oftest anvendes derfor sistnevnte, som gir investorer mulighet til å indikere sin interesse gjennom tilbud som angir pris og antall aksjer til gitt pris.¹⁴¹ På bakgrunn av tilbudene og øvrige tilpasninger fastsettes emisjonskursen, og prosessen får derfor et objektivt og rettferdig preg.¹⁴²

En strategi som er mindre heldig er der selskapet baserer emisjonskursen på samtaler med en begrenset krets.¹⁴³ Har selskapet latt være å foreta en forsvarlig gjennomgang av markedet med sikte på å fastsette en høy kurs, taler det for at en favørkurs ikke er forholdsmessig.¹⁴⁴ Dette har sammenheng med at fastsettelse av en høyest mulig kurs, jf. minst inngripende handlingsalternativ, forutsetter en vurdering av de eksisterende aksjenes kurs, og en vurdering av hvilken kurs investorer vil tegne seg for.

At det må fastsettes en høyest mulig kurs gjelder også hvor det er skjedd en bred book building-prosess, og også der selskapet er dårlig stilt, og forhandlinger med investorene forut for fastsettelsen av tegningskursen viser at en betydelig favørkurs er nødvendig for

¹³⁶ Asl. § 10-1 (2) nr. 3.

¹³⁷ Asal. § 10-1 (2) nr. 3. Se Andenæs, s. 500.

¹³⁸ Truyen, (2005) s. 379, og G. Bråthen, s. 203.

¹³⁹ HR-2016-1439-A.

¹⁴⁰ G. Bråthen s. 208.

¹⁴¹ G. Bråthen s. 208.

¹⁴² G. Bråthen s. 208.

¹⁴³ Se bl.a. børsens merknader til kapitalinnhenting i XXL ASA, datert 14. februar 2020.

¹⁴⁴ Børssirkulære (2014), s. 16.

å innhente kapital. I en slik situasjon vil et avvik måtte godtas for å reflektere den risikoen investorene påtar seg ved investeringen. Selskapet skal imidlertid også her ta sikte på å oppnå en høyest mulig emisjonskurs.¹⁴⁵

Det skal gjennomgående mer til for å oppstille *unntak* som gjør det mulig å lempe utgangspunktet om at det skal fastsettes en høyest mulig emisjonskurs. Begrunnelsen er todelt. For det første er det fremtredende at en lav emisjonskurs i utgangspunktet ikke er i verken den enkelte aksjonærens eller selskapets interesse. Eventuelle positive følger av en favørkurs for selskapet vil være langsiktige. I den sammenheng beror forankringen i selskapsinteressen på forventet fremtidig inntjening, og herunder hvor sikkert det er at denne manifesterer seg.

Den andre begrunnelse kommer til syne gjennom lovgivers valg av inngrep som kun kan skje på bakgrunn av et skjerpet flertallskrav, fordi det uttrykker at aksjonærenes økonomiske rettigheter gjennomgående gis sterkere vern enn de organisatoriske.¹⁴⁶ Dette er imidlertid ikke til fortrensel for at en ubetydelig favørkurs kan, dersom utvanningen er stor nok til at minoritetsrettigheter faller bort, indirekte krenke aksjonærenes økonomiske rettigheter som følge av at de organisatoriske rettighetene blir betydelig utvannet.

De to ovennevnte poeng gjør at adgangen til å fastsette en favørkurs er snever, og krever klare holdepunkter i vinningsformålet. I teorien er det tatt til orde for at det gjelder et nødvendighetskrav.¹⁴⁷ Dersom tegningskursen ikke settes så høyt som mulig, kan dette dermed tale for emisjonen er et brudd på likebehandlingsregelen.¹⁴⁸ Selskapet skal derfor ta sikte på å oppnå en høyest mulig tegningskurs.¹⁴⁹

Betydningen av eksisterende aksjeeieres evne og vilje til å tegne aksjer

Hvorvidt de eksisterende aksjonærene har evne og vilje til å tegne aksjer har betydning i forholdsmessighetsvurderingen. Der selskapet står overfor et behov for kapital, men aksjonærene ikke ønsker å tegne seg, vil en rettet emisjon være den reelle kapitalforhøyelsesmuligheten.¹⁵⁰ I kraft av aksjeselskapsformene kan ikke aksjonærene

¹⁴⁵ Børssirkulære (2014), s. 16.

¹⁴⁶ Asl./asal. § 5-18 til § 5-20. Se også G. Bråthen, s. 208.

¹⁴⁷ G. Bråthen, s. 210.

¹⁴⁸ Truyen (2005) s. 383 og G. Bråthen, s. 209.

¹⁴⁹ Børssirkulære (2014) s. 16.

¹⁵⁰ G. Bråthen s. 191.

pålegges en innskuddsplikt, men samtidig er det vanskelig å se at likebehandlingsregelen kan strekkes så langt at aksjonærene gis en rett til å avskjære selskapets tilførsel av kapital, som ville vært realiteten dersom regelen ble praktisert på en slik måte.¹⁵¹ Selskapet må naturligvis fortsatt oppfylle kravet om saklig grunn.

At aksjeeiernes evne og vilje til å tegne aksjer spiller inn i vurderingen, illustreres av Børsens overtredelsesgebyr for en rettet emisjon i Sparebank Østfold Akershus i 2015.¹⁵² Emisjonen hadde kun blitt rettet mot et utvalg av eksisterende aksjonærer, men den etterfølgende reparasjonsemisjonen ble overtegnet med 220 %.¹⁵³ Av Oslo Børs ble overtegningen tolket som en indikasjon på at eksisterende aksjonærer var villige til å tegne seg. At enkelte eksisterende aksjonærer fikk tegne seg når også øvrige ville ha deltatt, tillegges tilsynelatende vekt i retning av urimelighet.¹⁵⁴

Aksjonærenes evne til å tegne aksjer må ses i sammenheng med selskapets økonomiske stilling. Dersom aksjonærene ikke evner å finansiere selskapet i tilstrekkelig grad, vil dette ikke være et reelt finansieringsalternativ.¹⁵⁵ Har aksjonærene imidlertid både ønske om og forutsetninger for å finansiere selskapet, taler dette for forskjellsbehandling dersom enkeltaksjonærer likevel prioriteres.

Betydningen av hvorvidt emisjonen rettes mot eksisterende aksjonærer eller nye investorer

En emisjonen som rettes mot enkelte eksisterende aksjonærer utgjør kjernen av likebehandlingsprinsippet.¹⁵⁶ I slike situasjoner skal det mer til før gjennomføringen av emisjonen anses å være forholdsmessig.¹⁵⁷ Også her kan emisjonen i Sparebank 1 Østfold Akershus illustrere poenget. Oslo Børs sitt vedtak ble senere påklaget og behandlet i Børsklagenemda. Som vist over, var øvrige aksjonærer villing til å tegne seg i emisjonen. Likevel var det bare to aksjonærer som fikk tegningsmulighet, med den konsekvens at de økte sin forholdsmessige eierandel med hhv. 22,8 % og 8,9 % i forhold til før emisjonen.¹⁵⁸ Børsklagenemda opprettholdt overtredelsesgebyret ilagt av Oslo Børs.

¹⁵¹ Se RG-1996-491.

¹⁵² Sparebank 1 Østfold Akershus, s. 12.

¹⁵³ Sparebank 1 Østfold Akershus, s. 11.

¹⁵⁴ Sparebank 1 Østfold Akershus, s. 10-11.

¹⁵⁵ RG-1996-491.

¹⁵⁶ Se G. Bråthen s. 194 om prinsippet slik det gjaldt før det ble åpnet for rettede emisjoner.

¹⁵⁷ Børssirkulære (2014) s. 8.

¹⁵⁸ OBKN-2015-3 pkt. 8.

Avgjørende var den vesentlige forskjellsbehandlingen av eksisterende aksjonærer. Det var særlig kritikkverdig at det ikke var vurdert hvorvidt øvrige aksjonærer ønsket å tegne eller andre løsninger som medførte mindre forskjellsbehandling.¹⁵⁹ Sistnevnte må forstås som et utgangspunkt om at forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer forutsetter en skjerpet vurdering av øvrig handlingsalternativ og en plikt til å velge det minst inngripende handlingsalternativ.

En emisjon som rettes mot nye investorer har ikke det samme preget av forskjellsbehandling. Det er også den eneste reelle måte for selskapet å knytte til seg nye investorer. Dersom selskapet ønsker å knytte til seg investorer på grunn av at vedkommende har en sterk posisjon i markedet eller at det før øvrig er et strategisk valg, kan det være forankret i selskapsinteressen men den fremtidige vinningen må veie mindre enn ved et reelt kapitalbehov.¹⁶⁰ Dersom selskapet ønsker å knytte til seg nye investorer kan det derfor ikke gis særlig emisjonsrabatt eller skje øvrige utvanning av eksisterende aksjonærene. Dersom nye investorer bys inn til å tegne aksjer for å avhjelpe et likviditetsbehov, må det samme som for de eksisterende forutsettes: at det minst inngripende handlingsalternativ for enkeltaksjonærene velges.

3.2.4 Sammenfatning av sentrale utgangspunkter og yttergrenser

Siden momentene som er gjennomgått over vil måtte avveies ut fra de konkrete forholdene i hver enkelt emisjon, kan det ikke trekkes klare konklusjoner for likebehandlingsregelens skranker og betydning på generelt grunnlag. Analysen gir likevel grunnlag for å trekke enkelte gjennomgående utgangspunkter og yttergrenser som likebehandlingsregelen oppstiller ved rettede emisjoner:

Forholdsmessighetsvilkåret krever at det minst inngripende finansieringsalternativet for aksjonærene velges dersom to like godt ivaretar selskapsinteressen. Unntak for vesentlig mer tids- eller kostnadskrevende alternativ er imidlertid mulig i noen tilfeller. Det stilles krav til grundige undersøkelser, også der selskapet er under tidspress, men kravet nyanseres da ut fra den faktiske tiden selskapet har til rådighet. For å unngå at vilkårlige og utenforliggende hensyn tillegges vekt i vurderingen, skal selskapet aktivt foreta habilitetsvurderinger. Reparasjonsemisjoner kan korrigere konsekvensene av en tidligere rettet emisjon dersom vilkårene er slik at utvanning av de forbigåtte aksjonærene

¹⁵⁹ OBKN-2015-3 pkt. 8.

¹⁶⁰ Børssirkulære (2014) s. 8.

reverseres, men en reparasjonsemisjon endrer likevel ikke at den forutgående emisjonen utgjorde en forskjellsbehandling. Tegningskursen er særlig viktig og det skal sikres høyest mulig kurs for å ivareta aksjonærenes interesser. Metoden som benyttes for å fastsette tegningskursen kan tale for uforholdsmessighet, for eksempel dersom kun en snever krets involveres, som ikke bør skje. I tillegg er aksjonærenes evne og vilje til å tegne aksjer et gjennomgående relevant moment, og forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer stiller ytterligere krav til vurderingen av andre handlingsalternativ. Også der dette har skjedd er adgangen til å favorisere enkelt aksjonærer begrenset på grunn av likebehandlingsprinsippet, og nøye dokumentasjon og forsvarlig behandling må i så fall foreligge. Emisjonsstrukturer rettet mot nye investorer er mindre preget av forskjellsbehandling, men det kan likevel ikke gjennomføres med betydelig utvanning av aksjonærene, og særlig ikke til en høy favørkurs ettersom det vil utvanne aksjonærenes andel av selskapsformuen.

3.3 Betraktninger om asl./asal. § 10-5 og likebehandlingsregelen

Samlet innebærer likebehandlingsregelen betydelige skranker for adgangen til å gjennomføre rettede emisjoner. Det er derfor betenkelig at det rettslige grunnlaget for å gjennomføre rettede emisjoner i asl./asal. § 10-5 etter sin ordlyd ikke reflekterer dette, ved å forutsette at fravikelse av fortrinnsretten kan skje forutsatt strengere flertallskrav og at beslutningen ligger innenfor styrets forslag, alternativt samtykke fra forringede aksjonærer.

Asl./asal. § 10-5 lovfester en adgang til å fravike et utgangspunkt, og en naturlig forståelse er dermed at bestemmelsen angir de vilkår som skal til for å fravike hovedregelen. Likevel oppstilles hverken krav til formålet bak fravikelsen av fortrinnsretten, eller hvem fravikelsen kan skje til fordel for.¹⁶¹ Ettersom fortrinnsretten begrunnes i likebehandling av aksjonærene, mens unntaket bygger på majoritetsprinsippet synspunkt, kan bestemmelsen tolkes som at lovgiver har ansett et strengere flertallskrav som tilstrekkelig for å ivareta de rettighetene aksjonærene har i medhold av fortrinnsretten. Når likebehandlingsregelen setter betydelige begrensninger for adgangen til å gjennomføre rettede emisjoner, kunne det med fordel vært uttrykt noe om forholdet mellom bestemmelsene. Det kunne nok bidratt til å sikre konsistens, og dermed bidratt til å unngå

¹⁶¹ Kun at fravikelsen må begrunnes, jf. asl./asal. § 10-3 (3).

uforutsigbarhet, som er særlig uheldig når likebehandlingsregelen ivaretar aksjonærenes rettigheter.

Hvorvidt det kan sies å være lovteknisk uheldig må imidlertid ses i sammenheng med aksjelovene og verdipapirhandelens system for øvrig. Det er ikke uvanlig at grunnleggende prinsipper og skranker uttrykkes gjennom egne bestemmelser som det skal tas hensyn til ved anvendelsen av samtlige av lovbestemmelser.¹⁶²

Likevel synes den utstrakte bruken av rettede emisjoner i forhold til de nokså betydelige begrensningene som vphl. § 5-14 legger på adgangen, å antyde at adgangen går på bekostning av likebehandlingsregelen. En naturlig årsak kan i så fall være at brudd på likebehandlingsregelen ikke i tilstrekkelig grad fanges opp og sanksjoneres, og at selskapene over tid har innrettet seg etter en mer liberal praktisering. I neste kapittel vil derfor håndhevingen av likebehandlingsregelen analyseres og drøftes med sikte på å klargjøre eventuelle rettslige implikasjoner for overholdelsen av likebehandlingsregelen.

4. Håndhevingen av likebehandlingsregelen og rettslige implikasjoner for overholdelsen av den

4.1 Innledning

Dette kapitlet redegjør for håndhevingen av likebehandlingsregelen. Brudd på likebehandlingsregelen kan håndheves på flere måter. Et hovedskille kan trekkes mellom sanksjoner som følger av at aksjonæren håndhever sin rett, og hvor sanksjoner eller kritikk gis fra kompetent myndighet som fører tilsyn med verdipapirhandelens lov. I det følgende vil det redegjøres for begge.

4.2 Privat håndheving

4.2.1 I hvilken grad kan de forbigåtte aksjonærer få gjenopprettet sitt tap ved søksmål?

Aksjonærene har mulighet til å forfølge brudd på likebehandlingsregelen privatrettslig. Aksjelovens generalklausuler oppstiller gjennom uttrykkene «kan ikke» og «må ikke» i

¹⁶² F.eks. asl./asal. §§ 6-28 (1) og 5-21.

hhv. § 5-21 og § 6-28 forbud mot overskridelse av kompetansen etter bestemmelsene. Utgangspunktet er at brudd medfører at den aktuelle beslutningen er ugyldig, og at den blir en nullitet uten øvrige kausalitetskrav.¹⁶³ Oslo Børs legger til grunn at også vphl. § 5-14 kan forfølges privatrettslig, men uten at rettsvirkningene av overtredelser synes å være klarlagt utover at brudd kan forfølges rettslig.¹⁶⁴ Ettersom § 5-14 har samme lovtekst som generalklausulene og gjelder for samme rettssubjekt, taler konsekvenshensyn for en lik forståelse. Dette har også gode grunner for seg ettersom aksjonærer i børsnoterte selskap utleder sine rettigheter av både aksjelovene og verdipapirhandelloven.

Den automatiske ugyldigheten som følger av brudd på aksjelovene vil i praksis forutsette et søksmål for at foretaksregisteret og øvrige aksjonærer skal innrette seg. Forut for registrering vil det aktuelle være å begjære en midlertidig forføyning og dermed få kjent kapitalforhøyelsen ugyldig før transaksjonen gjennomføres. Normalt er dette likevel ikke et reelt alternativ, ettersom kapitalforhøyelsen ofte gjennomføres raskt uten at forbigåtte aksjonærer varsles.

For å få kjent kapitalforhøyelsen ugyldig etter at den er gjennomført, kan aksjonæren angripe beslutningen med hjemmel i asl./asal. § 5-22.¹⁶⁵ Bestemmelsen regulerer imidlertid kun beslutninger fattet av generalforsamlingen, og er dermed ofte ikke aktuell. En lignende hjemmel oppstilles ikke for beslutninger fattet av styret, til tross for at samstemt teori har lagt til grunn at også beslutninger fattet i strid med asl./asal. § 6-28 medfører ugyldighet.¹⁶⁶ Der misbruk foreligger etter § 6-28 (1), gjør tidspunktet for misbruksvurderingen det aktuelt å stille spørsmål om innsigelsen kan rettes etter både § 5-22 og 6-28 (1). Etter § 5-22 foretas misbruksvurderingen på tidspunktet for «beslutning[en]» etter § 5-21, mens tidspunktet styret binder selskapet på legges til grunn i relasjon til § 6-28 (1). Tilsynelatende kan innsigelser mot kapitalforhøyelse besluttet av styret derfor rettes etter både § 5-22 og § 6-28 (1), forutsatt at styret ikke har overskredet fullmakten fra generalforsamlingen. Dette synes å gi god sammenheng ettersom kompetansen til å beslutte en kapitalforhøyelse ligger hos generalforsamlingen, og styrets

¹⁶³ I materiell forstand, se. G, Bråthen s. 321.

¹⁶⁴ Børssirkulære (2014) s. 4.

¹⁶⁵ Se asl./asal. § 5-22 som er en særregel som innebærer at søksmål kan reises uavhengig av om vilkårene i tvisteloven § 1-3 er oppfylt, se Rt-2015-613 avsnitt 20.

¹⁶⁶ Se G. Bråthen, s. 287 og Andenæs, s. 520.

adgang til å foreta en kapitalforhøyelse begrenses til det generalforsamlingen har besluttet gjennom styrefullmakten.¹⁶⁷

En slik løsning er neppe hensiktsmessig fordi misbruksvurderingen etter § 6-28 (1) kan være strengere enn etter § 5-21.¹⁶⁸ Misbruksvurderingene kan derfor medføre ulike resultat, og misbruk etter § 6-28 (1) kan foreligge uten misbruk fra generalforsamlingen. I tillegg har styret et selvstendig ansvar etter § 6-28 (2) for ikke å etterkomme beslutninger fra generalforsamlingen som strider mot lov. I den sammenheng har styret et selvstendig ansvar for ikke å gjennomføre en kapitalforhøyelse på bakgrunn av en fullmakt som strider med § 5-21.

Der kapitalforhøyelsen er fattet med grunnlag i styrefullmakt, vil enkeltaksjonæren derfor måtte gå til fastsettelsessøksmål med påstand om at emisjonen var ugyldig som følge av brudd på § 6-28 (1). Det samme må antakelig legges til grunn for vphl. § 5-14. Etter en beslutning om kapitalforhøyelse vil aksjen raskt kunne ha byttet eier flere ganger, slik at det kan være utfordrende å reversere kapitalforhøyelsen. I praksis vil derfor erstatningssøksmål være mest aktuelt.¹⁶⁹ Da forutsettes forsett eller uaktsomhet fra de som fattet beslutningen.¹⁷⁰

I den forbindelse er det sentralt at domstolene utviser forsiktighet med å overprøve selskapets egne forretningsmessige vurderinger.¹⁷¹ Som følge av dette vil domstolene være tilbakeholdne med å overprøve selskapets forholdsmessighetsvurdering. Forsiktigheten omfatter imidlertid ikke spørsmålet om hvorvidt beslutningen bygger på utenforliggende hensyn. Hvorvidt begrunnelsen for selskapets beslutning bygger på hensyn som er i selskapets interesse er et spørsmål som egner seg for domstolskontroll. Hva som er hensyntatt som selskapsinteressen dekker imidlertid ikke hele bildet av om likebehandlingsregelen er tilsidesatt. I tillegg til dette, er en domstolsprøving både belastende og kostbar for den enkelte aksjonær.

¹⁶⁷ I kraft av å være selskapets øverste organ, jf. asl./asal. § 5-1.

¹⁶⁸ G. Bråthen, s. 158.

¹⁶⁹ Asl./asal. § 17-1.

¹⁷⁰ Asl./asal. § 17-1.

¹⁷¹ Se f.eks. Rt-2003-335 avsnitt 14.

4.2.2 Søksmålsadgangen er ikke effektiv for å sikre at kravet til likebehandling overholdes

Den privatrettslige søksmålsadgangen synes etter aksjelovenes generalklausuler å forutsette at urimelighet er tilstrekkelig for å konstatere brudd og håndheve det. Likevel fremstår det faktum at ugyldige kapitalforhøyelser i *utgangspunktet* reverseres etter registrering som en teoretisk enkel og god løsning, men som i praksis er svært vanskelig.¹⁷² I tillegg er domstolene tilbakeholdne med å overprøve selskapsstrategiske vurderinger. Det aktuelle er ofte erstatningssøksmål.¹⁷³ Tatt i betraktning kostnads- og tidsaspektet, fremstår imidlertid ikke adgangen til å klage inn beslutningen for domstolene som egnet for å sikre ivaretagelse av likebehandlingsregelen. Det kan ikke antas at minoritetsaksjonærer som utvannes ved en rettet emisjon gjennomgående vil risikere å tape store summer i sakskostnader for å få erstatning for tap de er påført. Dette er et vesentlig skille mellom mindre unoterte selskaper og børsnoterte selskaper, fordi aksjonærer i førstnevnte som oftest har sterkere insentiv til å håndheve sin rett både på grunn av tilknytning til selskapet og fordi det ofte er færre eiere med større andeler. Selv om de forbigåtte minoritetsaksjonærenes mulighet til å gå til erstatningssøksmål er reell, vitner det faktum at det rettes svært få slike søksmål om at dette ikke er et effektivt middel for å sikre at adgangen til rettede emisjoner ikke sklir ut på bekostning av likebehandlingsregelen. Løpende tilsyn og sanksjonering er derfor avgjørende for å sikre at likebehandlingsregelen faktisk overholdes.

4.3 Offentlig tilsyn og sanksjonering av brudd på likebehandlingsregelen

4.3.1 Oslo Børs håndhever den likelydende bestemmelsen i Regelbøkene

Som følge av at domstolsadgangen ikke fremstår som et effektivt middel for å hindre at praktiseringen av rettede emisjoner sklir ut på bekostning av likebehandlingsregelen, er det grunn til å se på håndhevingen og tilsynet med praksisen.

Sanksjonering av brudd fra Oslo Børs skjer på grunnlag av den likelydende bestemmelsen inntatt i børsens regelbøker, og avgjørelsene kan påklages til Børsklagenemda eller Euronext Growth Oslos klagemnd.¹⁷⁴ Men Oslo Børs sanksjonerer kun «vesentlige

¹⁷² Tryen (2005), punkt 5.1.

¹⁷³ Asl./asal. § 17-1 flg.

¹⁷⁴ Vphl. §§ 11-18 (1) og 9-29 (1). Se Oslo Børs Regelbok pkt. 2.13 og Growth Regelbok pkt. 3.19 og 3.20.

brudd».¹⁷⁵ Dette gir uttrykk for at likebehandlingsregelen håndheves etter en høyere inngrepsterskel enn den som følger av vphl. § 5-14.

Hva som utgjør «vesentlige brudd» kan illustreres gjennom Oslo Børs sin beskrivelse av inngrepsterskelen i sine vedtak. I 2008 undersøkte Oslo Børs DeepOcean ASA og bemerket om likebehandlingsregelen at; *«Børsen har i disse sakene understreket sin policy om ikke å overprøve selskapets skjønn av forskjellsbehandlingens rimelighet eller saklighet med mindre denne fremstår som klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.»*¹⁷⁶ Ut fra dette syns inngrepsterskelen å forutsette klar usaklighet, grov urimelighet eller at det er tatt utenforliggende hensyn.

I børssirkulære nr. 2/2014 ga Oslo uttrykk for en skjerpet kontroll med likebehandlingsregelen, samt økt bevissthet rundt likebehandling og økt fokus på etterlevelse av regelen.¹⁷⁷ Oslo Børs vedtak mot en rettet emisjon i REM Offshore ASA i 2016 belyser inngrepsterskelen etter børssirkulære. Følgende oppsummering ble gitt etter en gjennomgang av likebehandlingsregelen; *«børsens arbeid med å forfølge og eventuelt sanksjonere saker knyttet til likebehandling først og fremst konsentreres rundt klare og alvorlige brudd. Med denne begrunnelse vil børsens utgangspunkt også i det videre være å utvise tilbakeholdenhet med å overprøve selskapenes vurderinger av rimelighet og saklighet, med mindre beslutningen tiltaket springer ut av er bygget på utenforliggende hensyn, det foreligger klart usaklig forskjellsbehandling eller tiltaket fremstår som sterkt urimelig.»*¹⁷⁸

Mens 2008-formuleringen uttrykker en forutsetning om «klar usaklighet, grov urimelighet eller at det er tatt utenforliggende hensyn», uttrykker 2016-formuleringen at inngrepet må være basert på «utenforliggende hensyn, klart usaklig forskjellsbehandling eller fremstå sterkt urimelig». Til tross for at Oslo Børs i 2014 ga uttrykk for skjerpet kontroll, er uttrykksmåten i 2016 omtrent tilsvarende som i 2008-vedtaket. Moderasjonen gjennom presiseringen om at dette kun er "børsens utgangspunkt", kan antyde en mer nyansert tilnærming. Men antallet sanksjonerte brudd etter børssirkulære kan imidlertid tale for at det ikke har funnet sted noen faktisk skjerpelse av inngrepsterskelen.

¹⁷⁵ Oslo Børs Regelbok pkt. 2.11.3.

¹⁷⁶ Se OB-2008-31, pkt. 3.

¹⁷⁷ Børssirkulære (2014) pkt. 1.

¹⁷⁸ Se f.eks. OBS-2016-3 pkt. 6.2.

Sanksjoner for brudd på likebehandlingsregelen synes etter 2014 kun å være ilagt REM Offshore ASA og SpareBank1 Østfold Akershus.¹⁷⁹

Sanksjoneringen av «vesentlige brudd» synes å øke inngrepsterskelen for brudd på vphl. § 5-14 på to måter; det er ikke tilstrekkelig at bruddet på likebehandlingsregelen er «urimelig» men «sterkt urimelig», og det er ikke tilstrekkelig med en «usaklig» forskjellsbehandling, den må være «klart usaklig». Det innebærer at det må foreligge et markant avvik fra likebehandlingsregelen før Børsen reagerer på brudd.

I tillegg synes Oslo Børs å legge til grunn at også de, som domstolene, vil være tilbakeholden med å overprøve forretningsmessige vurderinger, samt bransjekunnskap som ligger til grunn for utstedernes finansielle og operative mål.¹⁸⁰ Domstolens begrensede overprøving på dette punkt skyldes lite kompetanse om børsmarkedet.¹⁸¹ Det synes derimot ikke velbegrunnet at Oslo Børs gir selskapene en betydelig skjønnsmargin basert på et slikt argument ettersom de har inngående kompetanse og særlig nærhet til børsmarkedet.¹⁸²

4.3.2 «[U]rimelig» brudd og en parallell til aksjelovene

Oslo Børs synes å ha mulighet for en inngående prøving av likebehandlingsregelen. I den sammenheng bør det undersøkes om det er gode grunner for en høyere håndhevingsterskel etter vphl. § 5-14 enn etter aksjelovens §§ 5-21 og 6-28 (1), ettersom begge lovene tatt på ordet tilsier at «urimelig» brudd på likebehandlingsplikten skal håndheves.

Begrepet «urimelig» er en rettslig standard som beror på en konkret skjønsmessig helhetsvurdering. I aksjeloven utgjør denne rettslige standarden den sentrale skranken for styrets og generalforsamlingens myndighet, og gjorde også det forut for lovfestingen av generalklausulene.¹⁸³ Vedtaket av aksjeloven 1976 § 8-14, tilsvarende dagens § 6-28 (1), var en direkte konsekvens av at styret ble gitt fullmakt til å gjennomføre kapitalforhøyelser.¹⁸⁴ Av odelstingsproposisjonen fremgår at Advokatforening i

¹⁷⁹ OBS-2016-3, OBS-2015-2.

¹⁸⁰ Børssirkulære (2014) pkt. 3.3.

¹⁸¹ Rt-2003-335 avsnitt 14.

¹⁸² NOU 1999: 3 s. 136 og 380.

¹⁸³ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 111.

¹⁸⁴ Om bakgrunnen for kodifiseringen, se Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 111. Om relasjonen til styrefullmakt, se G. Bråthen s. 154 med videre henvisninger til Prop. 1973: 93 s. 84.

høringsrunden påpekte at det ikke var samsvar mellom utkastet og premissene når premissene formulerte at styret ikke skulle ha adgang til usaklig diskriminering, mens forbudets formulering lød på et forbud mot beslutninger som «åpenbart er egnet til å gi (...) en utilbørlig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning».¹⁸⁵ Her siteres den oppgitte begrunnelse; «*Utvalget mener at regelen bør være at styret ikke kan gi noen aksjeeier eller tredjemann fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning, og at styret og andre representanter for selskapet eventuelt vil overtre sine plikter selv om ikke deres handlemåte fortjener karakteristikken «utilbørlig», eller dette er «åpenbart». Dette følger av alminnelige rettsgrunnsetninger som man ikke finner nødvendig å bringe til uttrykk i loven.»*¹⁸⁶

Departementet var uenig i den slutning at en bestemmelse som gir uttrykk for alminnelige rettsgrunnsetninger er overflødig, men sluttet seg imidlertid til kritikken mot bestemmelsens utforming: «*Ordet «utilbørlig» er i seg selv en ganske sterkt fordømmende karakteristikk, og det er i strid med norsk lovtradisjon og alminnelige rettsgrunnsetninger å forutsette at det bare kan reageres mot det som «åpenbart» er utilbørlig.»*¹⁸⁷ Deretter ble det knyttet bemerkninger til hvorvidt «urimelig», «åpenbart urimelig» og «utilbørlig» skulle velges, og man fant at valget hadde liten praktisk betydning da kjernen uansett er at et vedtak til fordel for andre aksjonærer må bygge på et saklig forsvarlig grunnlag, og dersom «et slikt grunnlag mangler bør det reageres».

Det som her er trukket frem gir en klar anvisning på innholdet i den rettslige standarden, og underbygger det som kan slutes fra bestemmelsens ordlyd; at overskridelse av det urimelige skal håndheves. Uttalelsene knytter seg imidlertid til aksjelovene, og det er ikke gitt at samme slutning kan overføres til verdipapirhandellovens bestemmelse, men en avvikende tolking synes imidlertid å forutsette støtte i øvrige rettskilder. Uttalelsene knyttet til samspillet mellom bestemmelsene fra lagmannsretten, teori og Oslo Børs går ikke lengre enn å slå fast at vurderingen er tilnærmet sammenfallende, og at ulike hensyn kan medføre ulikheter.

Det aktuelle blir i så fall at formålsbetraktninger taler for at det er tilsiktet at kun vesentlige brudd skal håndheves når selskapet er børsnotert. Hensynet til effektivitet er

¹⁸⁵ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 111.

¹⁸⁶ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 111.

¹⁸⁷ Ot.prp. nr. 19 (1974–1975) s. 111.

nedfelt i verdipapirhandelens formålsparagraf og kan tale for at likebehandling av aksjonærene må vike til fordel for effektiv handel.¹⁸⁸ En slik slutning blir imidlertid for ensidig når formålsparagrafen i sin helhet lyder som følger: «legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel» og «sikre investorbeskyttelse». I den sammenheng er det vesentlig at sikring av investorbeskyttelse ble inntatt i formålsbestemmelsen ved gjennomføring av MiFID II for å styrke investorbeskyttelsen.¹⁸⁹ Formålsbetraktninger taler dermed ikke for håndheving av kun vesentlige brudd. Også harmoniseringsbetraktninger tilsier at regler som samvirker bør forstås likt, og vphl. § 5-14 annet ledd lyder på en tilnærmet direkte parallell til generalklausulene.

4.3.2.1 En høyere håndhevingsterskel synes ubegrunnet

Følgelig synes det ikke begrunnet at tilsyn og håndheving av vphl. § 5-14 skal skje etter en høyere terskel, særlig av hensyn til investorbeskyttelse. Både formålsbetraktninger og harmoniseringshensyn taler for at vphl. § 5-14 forstås likt som generalklausulene, og når en slik tolking også er forankret i ordlyden synes inngrepsterskelen betenkelig. Dersom håndhevingen av vphl. § 5-14 ligger hos Oslo Børs, synes praktiseringen å begrense håndhevingen av kravet til likebehandling i henhold til vphl. § 5-14. Så lenge Oslo Børs håndhever sitt eget regelverk kan det imidlertid antas at det er en slik håndheving de har forpliktet seg til. Dette er spesielt relevant for Euronext Growth, som kun forholder seg til Oslo Børs som håndhevingsorgan.

4.3.3 Håndhever Finanstilsynet vphl. § 5-14?

Tilsynet med likebehandlingsregelen ligger hos Finanstilsynet.¹⁹⁰ Både Oslo Børs og Børsklagenemnda legger imidlertid til grunn at Finanstilsynet ikke har hjemmel til å sanksjonere brudd på likebehandlingsregelen, tilsynelatende uten ytterligere holdepunkter enn vphl. § 19-17.¹⁹¹

I utgangspunktet skal Finanstilsynet føre tilsyn med «overholdelsen av bestemmelsene gitt i eller i medhold av [verdipapirhandelloven]». ¹⁹² Ordlyden taler for at det skal føres tilsyn med at lovens bestemmelser overholdes *etter sitt innhold*. Ettersom Oslo Børs kun håndhever «klart urimelige» og «klart usaklige» brudd, jf. ovenfor, og siden

¹⁸⁸ Vphl. § 1-1.

¹⁸⁹ Se Prop.77 L (2017–1018) s. 20 og direktiv 2014/65/EU.

¹⁹⁰ Vphl. § 19-1 (1).

¹⁹¹ Se Børssirkulære (2014) pkt. 3 og OBKN-2015-3 pkt. 9.

¹⁹² Vphl. § 19-1.

Finanstilsynet i praksis ikke håndhever brudd på likebehandlingsregelen, er resultatet at *kravet til likebehandling som følger av vphl. § 5-14 ikke håndheves* av et tilsynsorgan.

Oslo Børs har riktignok en rapporteringsplikt til Finanstilsynet, men denne gjelder også kun ved mistanke om «vesentlige brudd» på verdipapirhandelloven eller børsreglene.¹⁹³ Finanstilsynet har myndighet til å sanksjonere andre typer brudd i forbindelse med gjennomføringen av rettede emisjoner, herunder brudd på prospektreglene eller brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder.¹⁹⁴ Førstnevnte vil sjeldent være relevant, og sistnevnte vil kun være anvendelig under spesielle omstendigheter.¹⁹⁵ Mangel på sanksjonshjemmel for «brudd» på vphl. § 5-14 gjør at heller ikke rapporteringsplikten bidrar til at vphl. § 5-14 håndheves etter sitt innhold.

Ettersom håndhevingen i praksis ikke innebærer at vphl. § 5-14 fullt ut, er det relevant å se om rapporteringsdirektivet oppstiller krav til tilsyn og sanksjonering, ettersom deler av vphl. § 5-14 gjennomfører direktivets art. 17 nr. 1 og art. 18 nr. 1.¹⁹⁶

4.3.4 Rapporteringsdirektivet

Den norske implementeringen av rapporteringsdirektivet er som nevnt mer utfyllende enn direktivets artikler. Direktivet ivaretar forskjellsbehandling av aksjonærer i samme stilling, og gjelder dermed ikke for fordeler som gis til nye investorer.¹⁹⁷ For regulerte marked stiller direktivet likevel krav til tilsyn og håndhevelse av implementerte bestemmelser, samt hvilket håndhevelsesorgan tilsynet tillegges.

I rapporteringsdirektivets artikkel 24 heter det at «hver medlemsstat skal utpeke den sentrale myndigheten nevnt i artikkel 21 nr. 1 i direktiv 2003/71/EF som sentral vedkommende forvaltningsmyndighet med ansvar for å ivareta forpliktelsene fastsatt i dette direktiv». Også i forslag til ny verdipapirhandellov til gjennomføring av regler tilsvarende rapporteringsdirektivet skriver departementet at «[d]irektivet forutsetter at ansvaret for oppfyllelse av bestemmelsene som er omhandlet i direktivet skal tillegges en kompetent myndighet som skal være den samme som er utpekt etter direktivet etter

¹⁹³ Vphl. § 12-5 (2) og vphl. § 9-29 (2) og Oslo Børs Regelbok, punkt 2.14 og Growth Regelbok, pkt. 3.21.

¹⁹⁴ Vphl. § 21-4 og § 3-9, jf. § 17-3 (2) sml. Børssirkulære (2014), pkt. 3.3.

¹⁹⁵ Vphl. § 21-4 og § 3-9, jf. § 17-3 (2) sml. Børssirkulære (2014), pkt. 3.3.

¹⁹⁶ Direktiv 2004/109/EF.

¹⁹⁷ Direktiv 2004/109/EF art. 17 nr. 1 og art. 18 nr.1.

2003/71/EF (daværende prospektdirektiv)».¹⁹⁸ I 2017 erstattet prospektforordningen direktivet, men uten at endringene synes av betydning i denne sammenheng.¹⁹⁹

Prospektkontrollen ble i forbindelse med endringer i finansieringsvirksomhetsloven overført til Finanstilsynet, slik at dette er kompetent myndighet etter prospektdirektivet/prospektforordningen. Kompetent myndighet etter rapporteringsdirektivet skal derfor også være Finanstilsynet.

Direktivet åpner likevel for at tilsynsmyndigheten på nærmere vilkår kan delegeres, men oppstiller flere forutsetninger for dette. Det forutsettes blant annet at delegering «skjer på en bestemt måte med angivelse av hvilke oppgaver som skal utføres og på hvilke vilkår de utføres».²⁰⁰ En naturlig slutning fra dette er at det må angis vilkår for utførelsen slik at direktivets regler overholdes. Dersom Oslo Børs har fått delegert myndighet til å føre tilsyn med og håndheve brudd på vphl. § 5-14, skulle det derfor vært gitt klare retningslinjer for dette. Det forutsettes også i direktivet at «enhver delegering av oppgaver i forbindelse med forpliktelsene fastsatt i dette direktiv og dets gjennomføringstiltak, gjennomgås på nytt fem år etter dette direktivs ikrafttredelse og skal opphøre åtte år etter dette direktivs ikrafttredelse».²⁰¹ I den sammenheng er det betenkelig at det fremstår nokså uklart hvem som er kompetent myndighet for håndhevelse av § 5-14, ettersom en eventuell delegert kompetanse til Oslo Børs skulle vært revidert på nytt.

Et annet poeng er at direktivet slår fast at i «alle tilfeller skal det endelige ansvar for kontrollen med overholdelsen av bestemmelsene i dette direktiv og gjennomføringstiltak vedtatt i henhold til det, ligge hos vedkommende myndighet som er utpekt i samsvar med (prospektforordningen).»²⁰² En naturlig slutning fra dette synes å være at uavhengig av om myndigheten er delegert eller ikke, skal Finanstilsynet sørge for at den implementerte del av vphl. § 5-14 overholdes, noe som forutsetter en sanksjonshjemmel.

Uklar ansvarsfordeling

I mangel på informasjon om kompetansefordelingen og delegasjonsvilkårene mellom Oslo Børs og Finanstilsynet er det vanskelig å si noe konkret om hvorvidt

¹⁹⁸ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) s. 20 til 21.

¹⁹⁹ Forordning 2017/1129 art. 31.

²⁰⁰ Direktiv 2004/109/EF art. 24 nr. 1.

²⁰¹ Direktiv 2004/109/EF art. 24 nr. 2.

²⁰² Direktiv 2004/109/EF art. 24 nr. 2 annet ledd 2. pkt., jf. art. 24 nr. 1.

kompetansefordelingen samsvarer med direktivets krav. På denne bakgrunn kan det reises spørsmål om sanksjonshjemmelen for å sikre overholdelse av vphl. § 5-14 og den norske implementeringen av tilsynet med bestemmelsen er tilstrekkelig effektiv. Usikkerheten understreker behovet for en klar ansvarsfordeling som sikrer en effektiv håndhevelse av lovens krav til likebehandling.

5 Avsluttende bemerkninger

5.1 Problemstillingen

Bakgrunnen for oppgavens problemstilling var den økende bruken av rettede emisjoner og kritikken knyttet til denne. Et unntak som anvendes mer enn hovedregelen er ikke nødvendigvis uheldig, blant annet fordi det kan tale for at loven fanger opp variasjon og særtilfeller, og at reguleringen er godt tilpasset dagens praksis.

Opgavens kjerne har imidlertid vært å vurdere om den betydelige praktiseringen av rettede emisjoner har gitt uønskede virkninger for overholdelsen av likebehandlingsregelen. Analysen har vist at de begrensninger likebehandlingsregelen setter for adgangen til å gjennomføre rettede emisjoner beror på en rekke momenter som kan gi ulikt utslag avhengig av de konkrete forholdene i hver enkelt rettet emisjon. Likevel er det mulig å trekke ut generelle utgangspunkter og fremtredende momenter, og disse peker i retning av at likebehandlingsregelen setter klare begrensninger for adgangen til å gjennomføre rettede emisjoner.

I praksis fremstår adgangen til å gjennomføre rettede emisjoner likevel som vid, og flere omstendigheter tilsier at reguleringen åpner for rettede emisjoner som er i strid med likebehandlingsregelen. At det er uklart om børsnoterte selskap kan foreta rettede emisjoner som går på bekostning av mindretallet i tilfeller der de legislative hensynene til å fravike fortrinnsretten egentlig ikke slår til, er betenkelig.

En nærliggende begrunnelse for at selskapenes terskel for å gjennomføre rettede emisjoner har sklidd ut på bekostning av likebehandlingsregelen, er utilstrekkelig håndheving. Nettopp dette synes å være den praksis rapporteringsdirektivet skulle forhindre ved å stille krav til kompetent myndighetsorgan, håndhevelse og tilsyn med direktivets regler. Direktivet synes å bygge på den forutsetning om at tilstrekkelig overholdelse av likebehandlingsregelen krever overholdelse av de ovennevnte kravene,

og det er derfor ikke særlig oppsiktsvekkende at praksisen har sklidd ut når håndhevingen er overlatt til aksjonærene selv og Oslo Børs sin liberale tolking av eget regelverk.

Jeg finner derfor grunnlag til å slå fast at *det kravet til likebehandling som følger av vphl. § 5-14 ikke håndheves etter sitt innhold*, og at dette fremstår uheldig.

Veien videre

Når det er sagt må det bemerkes at manglende ivaretagelse av likebehandlingsplikten ikke nødvendigvis er en følge av rettede emisjoner som kapitalforhøyelsesstrategi. Selskapenes betydelige praktisering av rettede emisjoner fremfor fortrinnsrettsemisjoner taler for at selskapene anser det klart fordelaktig å kunne gå fri fra enkelte krav og dermed kunne hente inn kapital raskt. En innstramning av adgangen trenger dermed ikke å føre til hensiktsmessige resultater, men kan også åpne for forsøk på omgåelser eller valg av andre børser. Å revidere det rettslige grunnlaget for rettede emisjoner og implementere tydeligere yttergrenser og krav for ivaretagelsen av likebehandlingsregelen vil kunne skape bedre forutberegnelighet for aksjonærene, og samtidig gjøre håndhevelsen betydelig enklere. Dette kan blant annet være øvre grenser for emisjonsrabatten, retningslinjer for når enkeltaksjonærer kan gis tegningsrett, eller grenser for utvanningsgrad basert på antall stemmer. Det kan også lovfestes egne krav basert på selskapets likviditetssituasjon. Riktignok vil også dette skape enkelte vanskelige grensedragninger, samt være en omfattende oppgave for lovgiver.

I den sammenheng er det også relevant at EU-kommisjonen har utarbeidet et utkast til en endringsforordning, som nå er til behandling hos Rådet og Parlamentet.²⁰³ Forslaget synes å utvide unntaket fra plikten til å utarbeide noteringsprospekt for ombyttbare aksjer på samme regulerte marked som utgjør mindre enn 20 % av aksjer tatt opp siste 12 måneder, til å gjelde unntak for utarbeidelsen av både tilbuds- og noteringsprospekt ved utstedelse av under 40 % av ombyttbare aksjer tatt opp til handel siste 12 måneder for aksjer notert på regulert marked og SMB-vekstmarked. Det antas at Euronext Growth har til hensikt å registrere seg som SMB-vekstmarked.²⁰⁴ Disse endringene kan få betydelig innvirkning på dagens emisjonspraksis.

²⁰³ COM (2022).

²⁰⁴ Thommessen (2023).

Samfunnsøkonomiske betraktninger

Kapitalmarkedet er avhengig av høy investoraktivitet for sin samfunnsøkonomiske funksjon. Generelt er investorer innforstått med at investeringer har en risiko, i hovedsak knyttet til at selskapet gjør det dårligere enn forventet eller at markedet tolker samfunnsbildet slik at selskapet gis dårligere fremtidsutsikter. Men aksjonærer vil imidlertid som det klare utgangspunkt forvente at risikoen knyttet til sin investering ikke ligger i at selskapets ledende organer skal fatte beslutninger som skader deres rettigheter til fordel for andre. For å sikre at investorer ønsker å fortsette å investere på aksjemarkedet, burde ikke investorens risikovurderingen innebære et spørsmål om aksjemarkedet og dets utstedere kan frata dem deres rettigheter.

Skjønt det kan ha negative følger for kapitaltilførselen, synes det mest problematiske med at risikovurderingen ikke forbeholdes virksomheters verdi og utvikling å være en allokering av kapital som ikke bidrar til en effektiv omfordeling. I den sammenheng er nok ikke den største forskjellen i et samfunnsøkonomisk perspektiv at småinvestorer mister tilliten til Oslo Børs og heller velger å investere i utlandet. Problemet illustreres gjennom uttalelsen fra investeringsdirektøren i Nordea om Røkkes nylige restrukturering og «u»likebehandling; «*De som har pengene har ofte et fortrinn*».²⁰⁵

Og det samfunnsøkonomiske tapet av at de store aktørene får ta seg til rette er at kapital allokeres deretter.

²⁰⁵ Sitat fra investeringsdirektør Robert Næss i Nordea, se <https://www.dn.no/marked/solstad-offshore/christen-sveaas/kjell-inge-rokke/professor-mener-sveaas-har-et-overbevisende-argument-i-konflikten-med-rokke/2-1-1567714>.

Litteraturliste

Lover

- | | |
|-------------------------------|--|
| Aksjeloven / asl. | - Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper |
| Allmennaksjeloven / asal. | - Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper |
| Verdipapirhandelloven / vphl. | - Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel |
| Tvisteloven | - Lov 17. juni 2005 nr. 90 om mekling og rettergang i sivile tvister |

Forarbeider

Prop. 96 LS (2018–2019): Endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129

Prop.77 L (2017-1018): Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsløven mv. (MiFID II og MiFIR): Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandel-loven) og lov om regulerte markeder (børsløven)

Ot.prp.nr.34 (2006–2007): Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandel-loven) og lov om regulerte markeder (børsløven)

Ot.prp.nr.55 (2005–2006): Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.

NOU 2000:10: Lov om registrering av finansielle instrumenter

NOU 1999:3: Organisering av børsvirksomhet m.m.

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

Ot.prp. nr. 23 (1996–97): Om lov om aksjeselskaper (aksjeløven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeløven)

NOU 1996: 3: Ny aksjelovgivning

Ot.prp.nr.36 (1993–94): Om lov om aksjeselskaper (aksjeløven)

NOU 1992:29: Lov om aksjeselskaper

NUT 1970:1: innstilling til lov om aksjeselskaper

Ot.prp.nr.19 (1974–1975): Om lov om aksjeselskaper

Øvrig regelverk

Prospektforordningen

- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et regulert marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF

Growth Regelbok	- Euronext Growth Oslo Regelbok, Mars, 2021. Euronext.com, pdf.
Oslo Regelbok	Oslo Regelbok II – Utstederregler. Mars, 2022 Euronext.com, pdf.
Rapporteringsdirektivet	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om harmonisering av innsynskrav med 50 hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, og om endring av direktiv 2001/34/EF. (Rapporteringsdirektivet for omsettelige verdipapirer)
Markets Regelbok	Euronext Growth Markets regelbok Del 1: Harmoniserte Regler. 21.mars 2022. Euronext.com, pdf.
Prospektdirektivet	Europa-parlamentets og rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF
MiFID II	Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.
COM (2022)	COM (2022) 762: Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No

600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises.

Hentet fra EUR-lex.

Rettspraksis

EU

C-338/06

Høyesterettspraksis

HR-2016-1439-A

Rt-2015-613

Rt-2013-241

Rt-2003-335

Rt-1997-1312

RG-1996-491

Rt-1995-54

Rt-1932-145

Lagmannsrettspraksis

LF-2010-160231

LF-2009-120317

Litteratur

Andenæs

Andenæs, Mads Henry. «Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper». 3.utg, MH Andenæs, 2014.

- G. Bråthen
Bråthen, Gina. «Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt». Gyldendal Norsk Forlag, 1.utg, 1. opplag 2014.
- Thore Bråthen
Bråthen, Thore. «Selskapsrett». Gyldendal, 6.utg, 2019.

Nettsider

- Nilsen og Bøe (2021)
Bøe, Eivind og Aga Nilsen, Asgeir. «Sjefen for Finanstilsynet om rettede emisjoner: – Grunn til å se på måten dette gjøres på» (12.12.2022), E24 nettavis.
<https://e24.no/boers-og-finans/i/xgJgrG/sjefen-for-finanstilsynet-om-rettete-emisjoner-grunn-til-aa-se-paa-maaten-dette-gjoeres-paa>
10.12.23.
- Truyen (2005)
Truyen, Filip. «Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper». Jussens Venner 2004/5-6, Årgang 39, side 305-328.
Hentet fra Juridika.no (Publisert 04.03.2005).
- Thommessen (2023)
Thommessen, «Endringer i markedsmisbruksforordningen»
Se <https://www.thommessen.no/aktuelt/endringer-i-markedsmisbruksforordningen>, 21.04.2023.
besøkt 10.12.2023.

Vedtak og brev

Finanstilsynet 2021. Finanstilsynet, Veiledning prospektkontroll, 16.04.2021 s. 7.
<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/f8947e6b86424c518792b5fe86132bd3/v-eiledning-prospektkontroll-16.04.2021.pdf>

Børssirkulære (2014) Børssirkulære nr. 2/2014, «Til: Utstedere av finansielle instrumenter notert på Oslo Børs, Oslo Axess og Nordic ABM». 3. september 2014.
<http://www.oslobors.no/Oslo>

OBKN-2015-3. Børsklagenemda, 24.11.2015, lest i Lovdata Pro.

Aquila Holdings ASA. Oslo Børs, Aquila Holdings ASA (tidl. Carbon Transition ASA) – kommentarer til selskapets håndtering av likebehandlingskravet. 22. juni 2023. Euronext.com.

Børsirkulære (2013). Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2013. Euronext.com.

Sparebank 1 Østfold Akershus. Protokoll fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 23. september 2015, Sparebank 1 Østfold Akershus: rettet emisjon – likebehandling s. 11. Euronext.com.

XXL ASA. Børsens brev av 14. februar 2020 til XXL ASA. Euronext.com.

OB-2008-31. Lest på Lovdata Pro.

OBS-2016-3. Lest på Lovdata Pro.

OBS-2015-2. Lest på Lovdata Pro.

Songa Offshore SE. Rettet emisjon, likebehandling- Songa Offshore SE (brev av 11.03.2014). Euronext.com.

Sitat fra investeringsdirektør Robert Næss i Nordea, lest 11.12.2023.
<https://www.dn.no/marked/solstad-offshore/christen-sveaas/kjell-inge-rokke/professor-mener-sveaas-har-et-overbevisende-argument-i-konflikten-med-rokke/2-1-1567714>.