



Det juridiske fakultet

Nyemisjon i børsnoterte ASA og den «glemte» reparasjonsemisjonen

- En juridisk vurdering av det børsnoterte allmennaksjeselskapets kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer, forbudet mot myndighetsmisbruk i asal. § 5-21 og kravet til likebehandling i vphl. § 5-14, samt bruken av reparasjonsemisjon som element i vurderingen.

Kim Aleksander Brynjulfsen

Masteroppgave i rettsvitenskap

JUR-3902

Desember 2020

1	Innledning	3
1.1	Problemstilling og formål	5
1.2	Avgrensning	5
1.3	Prinsipper og formål – et utvalg.....	6
2	Emisjon – En innføring.....	8
2.1	Selskapets egenkapital ved en emisjon.....	8
2.2	Prospektkravet for kapitalforhøyelse nytegning av aksjer.....	9
2.3	Typer emisjoner	10
2.3.1	Fortrinnsrettsemisjon.....	10
2.3.2	Rettet emisjon	11
2.3.3	Reperasjonsemisjon.....	12
2.4	Aksjonærer under en nyemisjon.....	13
2.4.1	Verdimessig og eiermessig utvanning.....	13
2.5	Allmennaksjeselskapets organer	14
2.5.1	Generalforsamlingen	14
2.5.2	Styret og daglig leder	16
2.6	Generalforsamlingens beslutningskompetanse	17
2.6.1	Aksjer og aksjonærer (Likhetsgrunnsetningen)	17
2.7	Beslutninger under generalforsamling	18
2.7.1	Alminnelige flertallskrav	19
2.7.2	Flertallskrav ved vedtektsendringer og nyemisjon	19
3	Kapitalforhøyelse i ASA notert på Oslo Børs	21
3.1.1	Myndighetsmisbruk.....	22
3.1	Verdipapirhandelloven	24
3.1.1	Likebehandling.....	26

4	Momenter i vurderingen av myndighetsmisbruk etter asal. 5-21 og vphl. 5-14.....	30
4.1	Tegningskursen	30
4.1.1	Beslutning av tegningskurs.....	32
4.1.2	Fastsatt pris, «Dutch auction» eller «Book building»	32
4.1.3	Verdsettelsesobjektene i allmennaksjeloven og i rettspraksis	33
4.1.4	«Virkelig verdi» ved kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer	35
4.1.5	Verdsettelsesmetode	38
4.2	Forholdsmessighetsvurderingen etter asal. 5-21 og vphl. § 5-14	38
4.3	Saklighetsvurderingen	41
5	Reparasjonsemisjon.....	44
5.1	Oslo Børs som forvaltningsorgan.....	45
5.2	Betydning av tidspunktet for beslutning av reparasjonsemisjon	46
5.3	Reparasjonsemisjon besluttet samtidig som rettet emisjon.....	47
5.4	Reparasjonsemisjon besluttet etter den rettede emisjonen.....	48
5.5	Reparasjonsemisjon i praksis – Analyse av «Sparebank 1 Østfold Akershus».....	49
5.6	Oppsummering.....	54
6	Ugyldighetssanksjoner og klageadgang	55
7	Kilder	56

1 Innledning

Bruken av aksjeselskapet som selskapsform har vært viktig for utviklingen samfunnet. Fra midten av 1800-tallet, etter at Robert Lowe i 1856 fikk gjennomført lovgivningen «Joint Stock Companies act 1856» i England, ble det enklere å oppnå vilkårene for å stifte aksjeselskaper med begrenset ansvar. Dette medførte at bruken av aksjeselskapsformen skjøt fart. Andre land så til den lovgivning som ble skapt og fulgte etter, herunder Norge.

Aksjeselskapet ble ofte brukt når det var behov for å innhente større kapital for gjennomføring av prosjekter. Særlig jernbaneindustrien benyttet seg av denne selskapsformen. Dette førte til at aksjeselskapet ble den mest populære formen i USA når det gjaldt å innhente stor kapital.¹

I Norge er aksjeselskapet en av de mest brukte selskapsformene, kun forbigått av enkelpersonsforetak. Per oktober 2020 var det registret 349.221 selskaper av typen AS og 217 selskaper av typen ASA.² Av de 217 ASA er 134 av dem notert på Oslo Børs.³

Selskapsformens struktur forenkler prosessen med å innhente kapital, enten under stiftelsen, ved børsnotering eller ved etterfølgende notering.

Kapital til selskapet innhentes gjennom at investorer eller andre som ønsker å være eier av selskapet kjøper eller tegner seg til kjøp av verdipapirer (aksjer). Ved tegning kan prisen pr. aksje være på aksjenes pålydende, som da utgjør selskapets aksjekapital (bunden egenkapital), eller den kan være høyere enn pålydende (med overkurs)⁴, slik at selskapet i tillegg får annen egenkapital (fri egenkapital). Dagens lovgivning rundt kapitalforhøyelse ved nytegning er bygget opp på en slik måte at formell lov med forarbeider ikke setter noe klare retningslinjer for vilkårene som oppstilles. Som avhandlingen kommer til, kan dette være grunnet i at lovgiver ikke ønsker å «sette bånd» på selskapsutviklingen. Samme gjelder for domstolene. Det er svært få saker som er ført inn for domstolene rundt temaet kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer, særlig rundt selskapsformen ASA.

¹ <http://www.bedriftenbi.no/introduksjon-og-aksjeselskapet/>

² <https://www.brreg.no/produkter-og-tjenester/statistikk/bedrifts-og-foretaksstatistikk/>

³ <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Fakta-og-noekkeltall/2019-Fakta-og-noekkeltall-januar-2019> «statistikk pr. 01.01.2020»

⁴ Eksempel er der selskapet fører en emisjon med tegningskurs på 500kr. Aksjenes pålydende er 100kr. Det medfører at aksjekapitalen i balansen øker med 100kr, mens de resterende 400kr balanseføres som overkurs.

Lovgivers vaghet og domstolenes begrensede saksomfang har gjort rettskildebildet utfordrende. En kombinasjon av den lovgivningen som er, den rettspraksis som finnes og andre rettskilder, som forvaltningspraksis og teori, har samlet muliggjort å komme frem til en konklusjon på problemstillingene avhandlingen reiser.

Avhandlingen er bygget opp slik at leseren først skal kunne tilegne seg grunnleggende kunnskaper om det formål og de prinsipper som aksjeselskapsretten bygger på rundt kapitalforhøyelse (pkt. 1.4)⁵, deretter om emisjoner og selskapets organer som beslutter prosessen (kap. 2). Hoveddelen som følger, er tredelt. Først vurderes den aktuelle lovgivning som et ASA må følge under en kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer (pkt. 3), deretter hva som ligger i de forskjellige vilkår for nytegningen (pkt. 4), før avhandlingen til slutt vurderer den rettslige siden av reparasjonsemisjon som moment i vurderingen (pkt. 5). Til sist gis en liten fremstilling av hvilke muligheter en aksjonær eller et selskap som følger seg urimelig behandlet har gjennom adgang for klage eller domstolsbehandling.

Mot slutten av skriveperioden, den 30.november 2020 skiftet Oslo Børs handelsplattform til Euronext. I denne forbindelse ble navnet på markedene Oslo Axess og Oslo Merkur endret til Euronext Expand og Euronext Growth. Oslo Børs har beholdt sitt navn. I forbindelse med overføringen har Oslo Børs og utstedere av verdipapirer fått nytt regelverk. Fra tidligere «løpende forpliktelser» til «Regelbok 1 – Harmoniserte regler» og «Oslo Regelbok 2 – utsteder regler».⁶ For avhandlingens tema og problemstilling tilsvarer Oslo Regelbok 2 de gamle løpende forpliktelser. Det er ingen realitetsendringer fra tidligere «løpende forpliktelser» til Oslo Regelbok 2 for hva gjelder pkt. 2.1 om likebehandling.⁷ Regelbok 1 tar sikte på å harmonisere reglene mellom børsene i Euronext, men der nasjonal lovgivning kommer i motstrid, skal lovgivningen gis forrang, se pkt. 6.2. I tillegg fremkommer det av Regelbok 1 at Oslo Regelbok 2 har forrang ved motstrid, se Regelbok 1 pkt. 6.1, pkt. 6102 og 6102A.

⁵ Lov 13.juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven -asal.)

⁶ <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

⁷ Sml. «løpende forpliktelser» pkt. 2.1 og «Oslo Regelbok 2» pkt. 2.1

1.1 Problemstilling og formål

Avhandlingen oppstiller to problemstillinger. Den første er å se på hva en kapitalforhøyelse ved nytegningen av aksjer innebærer, og hvilke rettsregler et ASA notert på Oslo Børs må følge under prosessen. Den andre er vurdere hvilken- og når en reparasjonsemisjon får betydning for vurderingen. Formålet med avhandlingen er å gjøre rede for hvordan et ASA bør gå frem for å innhente ny egenkapital uten å bryte med den selskaps- og verdipapirrettslige lovgivning som finnes. Avhandlingen viser ikke en fullstendig prosess for selskapets fremgangsmåte med kapitalforhøyelse ved nytegningen gjennom utstedelse av nye aksjer, men tar for seg de viktigste vilkår og vurderinger et selskap må ta under prosessen. Motivasjon for temaet er grunnet i den utstrakte bruken av såkalte rettede emisjoner. Emisjonstypen kan, som avhandlingen kommer til, være egnet til å forskjellsbehandle sine aksjonærer. I tillegg kan den benyttes dersom selskapets styrende organer eller aksjemajoritet ønsker å utføre noe som kommer direkte til fordel for dem på bekostning av andre. Dette benevnes da som myndighetsmisbruk i lovgivningen, jf. asal. §§ 5-21 og 6-28. Avhandlingen tar videre sikte på å kunne gjøre den enkelte aksjonær mer bevisst på de krav som stilles til selskapet og de rettigheter som finnes ved mistanke om brudd på likebehandling eller myndighetsmisbruk.

1.2 Avgrensning

Selskapsretten er et stort fag med mange likhetstrekk på tvers av selskapsformene. Å avgrense mot blir dermed en svært omfattende oppgave. Avhandlingen avgrenses dermed til å omhandle kapitalforhøyelse ved nytegningen som utføres i allmennaksjeselskaper notert på Oslo Børs. For nærliggende felter innenfor dette, så avgrenses det mot å vurdere mulighet for styrefullmakt etter asal. kapittel 10 II, rettet emisjon mot ansatte (ansattemisjon) og rettet emisjon ved tingsinnskudd.⁸ Når det kun nevnes Oslo Børs, utelukkes Euronext Expand og Euronext Growth. Avhandlingens tema og innhold vil i stor grad være relevant og riktig på de avgrensede områder, men bør ikke ukritisk overføres.

⁸ Asal. § 10-2 og §10-14 til 10-23

1.3 Prinsipper og formål – et utvalg

- Vinningsformålet i aksjeselskaper

Utgangspunktet i et aksjeselskap er at selskapet skal ha til formål å skaffe sine aksjonærer økonomisk utbytte. Dersom selskapet ikke skal ha dette til formål, må det fremkomme av vedtektene, jf. allmennaksjeloven § 2-2 (2). Reglene i aksjeloven⁹ og allmennaksjeloven er av denne grunn utformet slik at lovgivningen skal på en hensiktsmessig måte være utformet til at selskapet skal kunne og måtte oppfylle sin forpliktelse overfor aksjonærene.¹⁰ I dom HR-2016-1439-A (97) (Bergshaven) uttrykker Høyesterett at økonomisk utbytte er noe en aksjonærer har «krav på» dersom selskapet er i posisjon til å gi utbytte. Dette setter vinningsformålet i en posisjon av stor betydning under selskapets beslutninger.

- Likhetsgrunnsetningen

Likhetsgrunnsetningen fremkommer av asl./ asal. § 4-1. Denne gir at alle aksjer har lik rett i selskapet. Setningen er av betydning for de økonomiske og organisatoriske rettigheter som aksjonærene har under selskapets levetid. Dersom selskapet ønsker å avvike fra likehetsgrunnsetningen under en kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer opp står det flere vilkår som må oppfylles for at det gyldig skal kunne gjennomføres. Avhandlingen kommer nærmere inn på likhetsgrunnsetningen under pkt. 2.6.1

- Majoritetsprinsippet

Hovedregelen i aksjeselskaper er at flertallet bestemmer, jf. asl./asal. § 5-17. Regelen gir uttrykk for det som omtales som «aksjedemokratiet».¹¹ Regelen viser til utgangspunktet om at aksjeminoriteten må innrette seg etter flertallets valg, uansett om de ikke er enige i beslutningen. Det er ikke noen krav til antall oppmøtte på generalforsamlingen (GF), det er majoriteten av de som møter som bestemmer.¹² Dette kan medføre at en liten eierandel av aksjene i ASA kan ta svært betydningsfulle beslutninger om ikke aksjonærene møter.

⁹ Lov 13.juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven – asl.)

¹⁰ T. Bråthen 2019 s. 70 pkt. 4.1.6

¹¹ Revisjon og Regnskap nr. 2 2005 s. 17 - 20 (Skrevet av Professor Filip Truyen)

¹² Aksjeloven og allmennaksjeloven – Lovkommentar 4.utg. s. 400

En slik situasjon er lite trolig at vil oppstå, og det er ikke funnet noen eksempler på at det har hendt i et børsnotert ASA. Manglende krav om antall oppmøtte gjelder ikke der det kreves enstemmighet fra alle aksjonærer, jf. asal. § 5-20.

- Minoritetsvernet

Når hovedregelen er at flertallet bestemmer og at mindretallet må innrette seg etter flertallets beslutning, vil det være behov for regler som beskytter mindretallet. Gjennom aksjelovgivningen finnes det flere slike regler. For beslutninger i GF finnes det unntak fra det alminnelige flertallskravet ved beslutninger av stor betydning for samtlige aksjeeiere, jf. asal. §§ 5-18 til 5-20. Men selv når det finnes strengere flertallskrav, så er det ikke utelukket at aksjemajoriteten kan samle seg for å presse ut eller utvanne enkelte aksjonærer. For å fange opp disse tilfellene, har aksjelovgivningen regler som skal forhindre at ikke alle aksjeeiere blir innkalt, kan få saker på dagsorden eller gitt mulighet for å stemme, jf. asal. § 5-9 til 5-11 b, eller at det foreligger myndighetsmisbruk. Jf. asal. §§ 5-21 og 6-28. I tillegg er det for børsnoterte ASA krav etter verdipapirhandelloven, «Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse (NUES) og børsens egne «løpende forpliktelse», som et ASA må følge.

- Ulovfestet lojalitetsplikt

I avgjørelsen inntatt i HR-2020-1947-A stadfestet Høyesterett at det finnes en ulovfestet lojalitetsplikt ovenfor minoritetsaksjonærene. Plikten gjelder for majoritetsaksjonærene ved en beslutning, jf. premiss 44. Høyesterett utvider her kravet til minoritetsvernet. Dommen kom under skriving av avhandlingen, men medfører ingen betydelig endring for innholdet. Avhandlingen må leses i lys av den lojalitetsplikt som nå ligger. Som Høyesterett uttaler i premiss 47 «Når det gjelder innholdet i lojalitetsplikten, vil generalklausulene og aksjelovens øvrige regler om minoritetsvernet være et naturlig utgangspunkt. I tillegg kan lojalitetsplikten påvirkes av de aksjerettslige grunnprinsipper». Avhandlingen kommer grundig inn på det utgangspunktet Høyesterett her nevner.

2 Emisjon – En innføring

Ordet emisjon stammer fra det latinske uttrykket å «Emittere». Uttrykket betyr ifølge store norske leksikon, «å utstede, sende ut eller sette i omløp». ¹³ Ved en finansiell emisjon er formålet å få inn noe, slik sett er ordet kanskje noe misvisende. Ordet viser derimot til den handlingen et ASA gjør for å få inn ny kapital, som er å utstede aksjer.

De fleste børsnoterte selskaper vil en eller annen gang i løpet av sin livstid ha behov for kapitalforhøyelse utenom den alminnelige drift. Enten det er på grunn av dårlig likviditet, en mulighet for utvikling, behov for å styrke sin soliditet eller det kan være at selskapet anser sin markedskurs på det åpne markedet for å være gunstig i forhold til den underliggende balansen, og slik sett kan være i selskapets beste med en kapitalinnhenting gjennom utstedelse av aksjer. Denne fjerde versjonen av grunnlag for kapitalinnhenting er lite brukt og vil ikke behandles nærmere. Første og andre grunnlag er det som ofte kalles for en kriseemisjon og en vekstemisjon. Den tredje versjonen brukes ofte der banker må styrke sin kjernekapital og vil nevnes i analysen inntatt i pkt. 5.5.

2.1 Selskapets egenkapital ved en emisjon

Når et selskap får behov eller ønsker å styrke sin stilling gjennom kapitalforhøyelse, har det i utgangspunktet flere muligheter. Selskapet kan inngå avtale om lånefinansiering (fremmedkapital), det kan gjennomføre en kapitalforhøyelse gjennom å øke aksjenes pålydende om alle aksjonærer går med på det, jf. asal. § 5-20 (1) nr. 1, eller det kan gjennomføre en kapitalforhøyelse gjennom nytegning av aksjer jf. asal. § 10-1, som er avhandlingens kjerne. Hva selskapet velger vil bero på en helhetlig vurdering av f.eks. selskapets økonomi, skattefordeler og planer med kapitalforhøyelsen.

Når et selskap gjennomfører en kapitalforhøyelse ved å utstede nye aksjer, sies det gjerne at selskapet gjennomfører en emisjon eventuelt nyemisjon. Allmennaksjeloven benytter seg av betegnelsen «kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer», se overskriften til asal. kapittel 10 (I). Allmennaksjeloven bruker ikke uttrykkene fortrinnsrettsemisjon, rettet emisjon eller reparasjonsemisjon, men ordet emisjon blir brukt når det vises til fondsemisjon, jf. asal. § 10-20. I avhandlingen vil de nevnte uttrykkene brukes.

¹³ https://snl.no/emittere_-_utstede

Avhandlingen vil vekse mellom begrepsbruken kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer og nyemisjon. Det må derimot forstås å bety det samme.

I asal. § 10-1 første ledd åpner ordlyden med at «Beslutning om å forhøye aksjekapitalen ved nytegning av aksjer [...]». Her viser loven til det som skjer med selskapets regnskapsmessige balanse. Det er aksjekapitalen sammen med en eventuell overkurs som økes når man gjennomfører en nyemisjon. Aksjekapitalen er en del av selskapets bundet egenkapital, jf. asal. § 3-1. Overkurs er en del av den frie egenkapital, jf. asal. § 8-1 (1).¹⁴ Det at egenkapitalen er bundet, får kun betydning for enkelte handlinger et ASA ønsker å gjennomføre.¹⁵ Selskapet står ellers fritt til å anvende midlene som tilføres selskapet gjennom nyemisjonen til formål som inngår i selskapets alminnelige drift. Dersom selskapet senere, f.eks. ønsker å beslutte å utdele aksjonærene sine utbytte, som ofte er en forventning fra aksjonærer, jf. vinningsformålet, kan en høyere bunden egenkapital medføre at rammen for hva som kan utdeles av den totale egenkapital være mindre.¹⁶

2.2 Prospektkravet for kapitalforhøyelse nytegning av aksjer

Når tilbydere av verdipapirer ønsker å noteres på børs eller utstede nye verdipapirer på børsen er det krav om at utsteder må utarbeide et prospekt. Verdipapirhandelloven oppstiller to regelsett for prospekt.¹⁷ Ett for EØS-prospekter, jf. vphl. § 7-1 og ett for nasjonale prospekter, jf. vphl. § 7-5. Kravet til prospekt ble endret ved inkorporasjon i norsk lov gjennom EUs prospektforordning EU 2017/1129. Gjennomføringen trådte i kraft 21.juli 2019.

Dette medførte også at det nasjonale kravet til prospekter ble endret. Samlet ble kravet til prospekt forenklet fra juli 2019.¹⁸ Prospekter skal inneholde en rekke opplysninger om utsteders vurdering av egenkapitalforhøyelsen. Dette for at innehavere og mulig nye aksjonærer skal kunne sette seg godt inn i, og vurdere sine rettslige interesse eller investorinteresse rundt tegningen av aksjene som tilbys, jf. vphl. § 7-7. Finanstilsynet er kontrollorgan for at prospektene oppfyller kravet til innhold, dette enten det er EØS-prospekt eller nasjonalt prospekt. Utsteder kan under utarbeidelse av prospektet kontakte Finanstilsynet

¹⁴ Asal. § 8-1 om adgangen for utbytte gir en definisjon av hva som er selskapets frie egenkapital.

¹⁵ Se asal. kap. 8 om utbytte og annen anvendelse av selskapets midler, kap. 13 om fusjoner og kap. 14 om fisjoner.

¹⁶ Schwencke m.fl. Årsregnskapet i teori og praksis 2019 s. 470 – 471 viser eksempel på utregning av utbytte etter asal. § 8-1

¹⁷ Lov 29.juni 2007 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – vphl.)

¹⁸ <https://www.finanstilsynet.no/tema/prospektkontroll/nytt-europeisk-prospektregelverk/> (Se formål)

og inngå avtale om kontroll av prospektet. Finanstilsynet kan da på forhånd godkjenne prospektet før det registreres i foretaksregisteret, jf. vphl. § 7-8. Forhåndsgodkjenning er ikke et krav, men en kan-regel, jf. vphl. § 7-12 (1). For mer om kravet til prospektet vises til Finanstilsynets sider som har en sjekklister med veileder for innholds kravet i prospektet, enten det er EØS eller nasjonalt.¹⁹

2.3 Typer emisjoner

I avsnittet vil det redegjøres for de typer emisjoner som er aktuelle når det er snakk om innhenting av kapital i form av penger gjennom utstedelse av nye aksjer. Hva som avgjør valget av type emisjon vil være en konkret vurdering for det enkelte tilfellet der flere faktorer og vilkår vil spille en rolle. Det vil være en nærmest umulig oppgave å oppstille alle tilfeller et selskap kan komme i og hvilken emisjonstype som passer til dette tilfellet.

2.3.1 Fortrinnsrettsemisjon

Det følger av asal. § 10-4

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

Ordlyden viser til hovedregelen om aksjonærenes fortrinnsrett når et selskap ønsker å forta en nyemisjon mot innskudd i penger. Merk at for nyemisjon i annet enn penger, gjelder ikke fortrinnsretten, men kravet til likebehandling og reglene om myndighetsmisbruk vil fremdeles gjelde. Kan emisjonen like gjerne gjøres i penger, så skal denne typen velges. Videre følger det av ordlyden at aksjonærene skal kunne tegne seg ut fra «samme forhold som de fra før eier aksjer[...]». Dette kalles gjerne for at aksjeeierne skal kunne tegne seg med en forholdsmessig andel ut fra sitt eierskap. Man har ikke alltid rett til å kunne tegne seg for like mange aksjer man har fra før, 1 mot 1, men ut fra den prosent man er eier i selskapet.

Dette kan medføre at man får mulighet å tegne seg for mindre, lik eller flere aksjer enn man er eier av. Dette beror på hvor mange tegningsretter som tildeles totalt i emisjonen.

¹⁹ <https://www.finanstilsynet.no/tema/prospektkontroll/sjekklister/>

Aksjonærer som ikke ønsker å delta i nyemisjonen kan selge tegningsrettene dersom beslutningen om nyemisjon ikke lukker for salg, jf. asal. § 10-4 (2) nr.4, jf. § 10-3 (1). Aksjonærene kan også la være å foreta seg noe. Aksjonærer som da har forsøkt å tegne seg for flere aksjer enn sin forholdsmessige andel, kan i slike tilfeller få mulighet til å kjøpe hele eller deler av de fortrinnsrettene som ikke er, jf. asal. § 10-4 (3). I praksis brukes man da å si at nyemisjonen er med overtegning. En aksjonær kan derimot ikke selge fortrinnsretter før en emisjon er besluttet, jf. asal. § 10-4 (4). Tegnes ikke alle fortrinnsrettene kan det medføre at selskapet ikke oppnår ønsket mål innenfor øvre og nedre grense som ble satt, jf. asal. § 10-1 (2) nr. 3. Oppnås ikke målet, medføre det at nyemisjonen avlyses, jf. asal. § 10-8, og selskapet må se til andre løsninger for å hente inn kapital, f.eks. gjennom en rettet emisjon.

2.3.2 Rettet emisjon

Allmennaksjeloven hverken nevner eller gir noen definisjon av hva en rettet emisjon innebærer. Det følger derimot av asal. § 10-5 at general forsamlingen kan med to tredjedels flertall av stemmene under generalforsamlingen beslutte å fravike hovedregelen om fortrinnsretten i § 10-4.²⁰ Hva dette innebærer gir ikke lovens ordlyd noe mer veiledning om.

I forarbeidene²¹ bruker lovgiver uttrykket rettet kapitalforhøyelse. Lovgiver forklarer uttrykket som der enkelte aksjeeiere og/eller andre gis rett til å tegne seg til nye aksjer. Videre gis det eksempel på rettet kapitalforhøyelse som der tegningsrettene utstedes mot spesielt navngitte personer, allmennheten eller en snevrere gruppering. En slik definisjon av rettet kapitalforhøyelse er overens med det man kaller for en rettet emisjon.

En rettet emisjon er et unntak fra hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon. Dette innebærer at man ikke står fritt til å velge rettet emisjon over fortrinnsretts emisjon. Hvilke vilkår som må være oppfylt varierer ut fra formålet med emisjonen. Vilkårene drøftes i avhandlingens pkt. 4.

²⁰ Se asal. § 5-18 første ledd som gir kravet til avstemming for endring av vedtekter

²¹ NOU 1996:3 punkt 14.9.2 «til § 9-2»

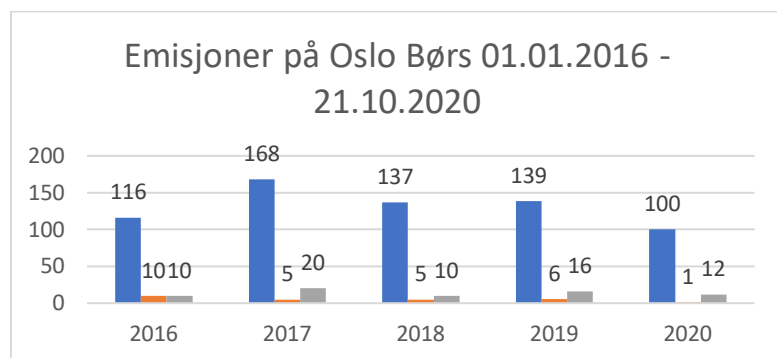
2.3.3 Reperasjonsemisjon

Formålet med en reperasjonsemisjon er å kunne tilby en fullstendig eller delvis reparasjon av utvanningen den enkelte aksjeeiere har hatt under en rettet emisjon. At reperasjonsemisjoner følger etter rettet emisjon har sitt naturlige grunnlag i at en fortrinnsrettsemisjon i utgangspunktet ikke tilsidesetter dagens aksjonærer.

Reperasjonsemisjon er ikke nevnt og kan ikke utledes av norsk formell lovgivning eller tilhørende forarbeider. Det er likevel en fullverdig emisjon og må følge de samme reglene som asal. oppstiller gjennom kapittel 10. Ordet reperasjonsemisjon er ikke et rettslig uttrykk. I LB-2015-45343 s. 20 - pkt. 3, bruker retten uttrykket «den såkalte reperasjonsemisjonen». Avhandlingen vil benytte seg av terminologien reperasjonsemisjon.

Det følger heller ikke av lovgivning at et selskap som har gjennomført en rettet emisjon skal eller bør gjennomføre en reperasjonsemisjon i etterkant. Denne typen emisjon er skapt gjennom selskapspraksis for å kunne oppfylle vilkårene til å gjennomføre en rettet emisjon. Om den brukes blir en vurderingssak for den konkrete nyemisjon. Under vises bruken av de forskjellige emisjonstypene fra 2016 til 2020. Som grafen viser, er reperasjonsemisjon lite brukt. (figur 1).

■ Rettet emisjon ■ Fortrinnsrettsemisjon ■ Reperasjonsemisjon



Statistikk hentet fra Oslo Børs og bearbeidet til å vise antall emisjoner i diagram.²²

Som grafen viser, er rettede emisjoner klart mest brukt. Teoretisk medføre dette at brorparten av selskaper som foretar en kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer finner grunnlag for å avvike fra hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon, og at det ikke er nødvendig med reperasjonsemisjon for å opprettholde kravet til likebehandling av aksjonærer. Om dette kan

²² <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>

stemme får være opp til den enkelte leser å vurdere. Eksemplet viser ikke at det har foregått store utvanninger. For å se i hvilken grad det har foregått utvanning, må hver enkelt emisjon vurderes konkret

Reparasjonsemisjon brukes som et moment for å tilfredsstille kravet til likebehandling under en rettet emisjon. Selv om det blir utført en reparasjonsemisjon som ikke medfører noen type utvanning, medfører ikke dette uten unntak at reparasjonsemisjonen har reparert bruddet på likebehandlingen. Dette kommer avhandlingen tilbake til under pkt. 5. Utgangspunktet er at selskapet selv vurderer om kravet til likebehandling er overholdt.²³ Dersom aksjonærer er uenig i at det føres en rettet emisjon eller manglende reparasjonsemisjon, kan vedtaket klages inn for Oslo Børs, Børsklagenemnda eller Domstolene. Avhandlingen kommer også grundigere tilbake til likebehandlingsvurderingen og klageadgangen.

2.4 Aksjonærer under en nyemisjon

En som allerede er aksjonær når en emisjon besluttes kan måtte tåle å få sine verdier i selskapet utvannet for en kortere eller lengere periode. Om aksjonæren må tåle utvanning er en av avhandlingens hovedtemaer å drøfte. Hvilke verdier aksjonæren kan måtte tåle å se bli utvannet deles som regel inn i to kategorier: økonomiske og organisatoriske (verdimessig eller eiermessig utvanning). Skillet mellom disse og betydningen av de forskjellige tapene er viktig for å kunne gjøre en vurdering av reglene om myndighetsmisbruk etter asal § 5-21, likebehandling etter vphl. § 5-14 og nødvendigheten med etterfølgende reparasjonsemisjon.

2.4.1 Verdimessig og eiermessig utvanning

Verdimessig utvanning er når en aksjeeier, som følge av emisjonen, får en lavere virkelig verdi av sine aksjer og dermed sitter igjen med et økonomisk tap dersom aksjeeieren må realisere sine aksjer. Eiermessig utvanning skjer når en aksjonær får en mindre andel av det totale antallet aksjer som er utstedt i selskapet grunnet nyemisjonen. Aksjeeieren vil i en slik situasjon ha færre aksjer med stemmerett under generalforsamlingen, jf. asal. §§ 4-1 første ledd og 5-4.

²³ Se dom HR-2016-1439 A «Bergshaven» (premiss 96) der domstolen fremhever selskapsskjønnet.

2.5 Allmennaksjeselskapets organer²⁴

For at et selskap skal kunne operere i sitt ønskede marked, må selskapet ha noen som kan opptre på dets vegne. Selskapet kan ikke selv inngå avtaler, drive med omsetning av varer, produksjon m.v. Det skilles her mellom selskapet som juridisk person og styret, ansatte og aksjonærer som fysiske personer i selskapet. For allmennaksjeselskaper oppstiller allmennaksjeloven nærmere krav til hvordan selskapet skal organiseres og hvilke plikter og rettigheter de forskjellige organer skal inneha. Kravet til organisering må ses i sammenheng de overordnede prinsippene ved forvaltningen av ASA. For avhandlingens problemstillinger gjelder særlig prinsippet om aksjedemokratiet, minoritetsvernet, likhetsgrunnsetningen og forbudet mot myndighetsmisbruk. De organisatoriske reglene er med på å sikre at aksjonærene, ansatte, kreditorer eller andre tredjeparten som har en interesse i selskapet får sine interesser forvaltet på en betryggende måte.

2.5.1 Generalforsamlingen

I ASA er aksjonærene ofte mange og spredt ut over et stor geografisk område. Dersom det finnes en megler i utlandet som tilbyr handel på Oslo Børs, kan aksjonærene også ha opphold i andre land, både i og utenfor EU/EØS. En slik aksjespredning gir et behov for klare regler som sikrer at aksjonærene får mulighet for deltakelse på generalforsamlingen. Reglene er ment å ivareta aksjonærenes interesser i selskapet, jf. minoritetsvernet. Allmennaksjeloven har ingen bestemmelser som krever at ASA skal ha aksjespredning, alle aksjene kan være eid av en person, jf. asal. § 2-1 (1). For ASA notert på Oslo Børs er det derimot krav om at det må minst være 500 aksjonærer i selskapet.²⁵ Det er disse 500 eller flere aksjonærene som utgjør selskapets øverste myndighet.

Generalforsamlingen som øverste myndighet fremkommer av asal. § 5-1 første ledd.

§ 5-1. *Generalforsamlingens myndighet*

(1) Gjennom generalforsamlingen utøver aksjeeierne den øverste myndighet i selskapet

²⁴ Asal. kap. 5 og 6

²⁵ «Oslo Regelbok 2» pkt. 3.1.4.2 (1)

Av ordlyden utledes at aksjonærene representerer generalforsamlingen. Loven skiller i utgangspunktet ikke på om selskapet har flere aksjeklasser med ulike rettigheter tilknyttet seg.²⁶

Generalforsamling skal normalt gjennomføres som en ordinær generalforsamling innen de første 6 månedene etter utgangen av hvert regnskapsår, jf. asal. § 5-6 (1). Forsamlingen foregår som fysisk oppmøte på det stedet selskapet har sitt hovedkontor, jf. asal. § 5-8. Stedet for forsamlingen kan fravikes i vedtektene, samme om det skal kunne forhåndsstemmes eller være mulighet for digital stemmeavgivning under møtet, jf. asal. §§ 5-8 a og b.

Utenom den ordinære generalforsamlingen, kan styret innkalle til ekstraordinær generalforsamling, jf. asal. § 5-7. I mange tilfeller vil et selskaps behov for kapitalforhøyelse oppstå på et tidspunkt utenom datoen for den ordinære generalforsamlingen. Selv om loven sier at det kan holdes innen de første 6 månedene av et regnskapsår, er det flere forhold som må ligge til rette før den ordinære generalforsamlingen kan avholdes.²⁷ En innkalling for beslutning rundt en nyemisjon, gjøres derfor i mange tilfeller som innkalling til ekstraordinær generalforsamling. I allmennaksjeselskap notert på Børs vil det være en fordel å kunne benytte seg av mulighet for forhåndsstemming eller digital stemming grunnet den store aksjespredningen. For at beslutninger som gjøres av generalforsamlingen skal kunne stå seg som gyldig gjelder de samme krav til innkalling, jf. asal. § 5-10 og møteregler, jf. §§ 5-12 til 5-16, som for ordinær GF. For avhandlingens del, er det stemmerettsreglene som er av størst betydning for om en nyemisjon kan gjennomføres. Det legges til grunn en lovlig innkalling.

Hvem som har stemmerett og hvilket flertallskrav som gjelder under den enkelte avgjørelse, er det stemmerettsreglene sammen med vedtektene som avgjør, jf. asal. §§ 5-17 til 5-20.

Flertallskravet for kapitalforhøyelse drøftes i avhandlingens pkt. 2.4.4

For børsnoterte ASA vil selskapet i tillegg til formell lovgivning måtte følge «Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse» (NUES).²⁸ ASA sin plikt til å etterleve NUES fremgår av Oslo Regelbok II pkt. 4.5. NUES gir prinsippet om «følg eller forklar».²⁹

²⁶ Se pkt. 2.6.1 om forskjellige aksjeklasser.

²⁷ Se asal. § 5-6 (2) for hva som skal behandles og avgjøres under den ordinære generalforsamlingen

²⁸ <https://nues.no/eierstyring-og-selskapsledelse/> - (NUES)

²⁹ NUES – Innledningskapittel og kommentarer til pkt. 1

I prinsippet ligger at dersom selskapet velger å avvike fra anbefalingen i selskapet, må selskapet forklare hvorfor de velger en annen løsning og hvordan denne tilfredsstillende prinsippene for eierstyring og selskapsledelse. NUES følger i stor grad allmennaksjeloven, men går på enkelte punkter noe lengere for å sørge for at aksjeeierne skal ha innflytelse på selskapets avgjørelser. Et viktig skille for kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer, er at NUES pkt. 6 sier at ASA bør ha mulighet for at aksjonærene kan delta eller gi sin stemme på generalforsamlingen uten fysisk oppmøte. Asal. nevner i asal. § 5-10 (4) «I selskaper som **åpner for** elektronisk deltakelse på generalforsamlingen[...]» (min utheving). Etter asal. er det en vurdering fra selskapets side, men NUES gir i tillegg et press utenifra. Som nevnt, om ikke ASA etterlever NUES, må selskapet gi forklaring på hvorfor. I praksis virker det som at selskaper er flinke til å åpne for mulighet til avstemming gjennom verdipapirsentralen sine sider eller innsending av eget skjema som følger med innkallingen.

2.5.2 Styret³⁰ og daglig leder

Styret i ASA er selskapets øverste ledelse. Styret skal forvalte selskapet, jf. asal. § 6-12, føre tilsyn med den daglige ledelsen og selskapets virksomhet for øvrig, jf. §6-13. Styret skal gi nødvendige opplysninger om selskapet til aksjonærer, kreditorer, ansatte, myndigheter og andre med interesse i selskapet.³¹ De nevnte oppgavene benevnes som de generelle plikter for styret. I tillegg kommer de spesielle plikter som er spredt utover asal. Ved overholdelse av de generelle plikter skal styret kunne avgjøre om selskapet trenger mer kapital for å ivareta selskapets og aksjonærenes interesser. Styret skal da utarbeide et forslag til nyemisjonen, jf. asal. § 10-3 og innkalle til ekstraordinær GF (EGF), jf. asal. § 5-7 (1) med de krav til innkalling som gjelder.

Når styret innkaller til EGF kan nyemisjonsprosessen være kommet langt. Styret kan alt ha funnet investorer eller aksjonærer som ønsker å tegne seg i en rettet emisjon. I tillegg på tidspunktet vet styret at de har flertallet de trenger med seg gjennom utvelgelsen av aksjonærer til tegning. EGF avholdes i slike tilfeller som en ren formalitet for å oppfylle lovens krav slik at ikke nyemisjonen kan kjennes ugyldig. Det er ofte i slike tilfeller spørsmålet om myndighetsmisbruk kan tenkes å oppstå, jf. asal. § 5-21 og 6-28.

³⁰ For krav til styrets sammensetning se asal. § 6-1

³¹ T. Bråthen 2019 s. 186

I tillegg til styret som selskapets ledelse setter allmennaksjeloven en ufravikelig plikt for ASA til å ha daglig leder, jf. asal. § 6-2 første ledd. Når det gjelder kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer har ikke daglig leder noen plikter eller rettigheter, jf. asal. § 6-14 (2). Daglig leder kan imidlertid være en viktig informasjonskilde til styret rundt nyemisjonen gjennom daglig leders underretningsplikt til styret, jf. asal. § 6-15.

2.6 Generalforsamlingens beslutningskompetanse

Generalforsamlingens er som tidligere nevnt selskapets øverste myndighet, jf. asal. § 5-1 første ledd. Utgangspunktet er at generalforsamlingen kan stemme over og beslutte forhold rundt alle sider av selskapets forvaltning.³² Denne kompetansen kan innskrenkes i lov eller vedtekter dersom beslutningen skal kunne treffes av andre selskapsorganer.³³

Generalforsamlingens beslutningskompetanse gjør seg kun gjeldene under en ordinær generalforsamling eller ekstraordinær generalforsamling. Det vil si at dersom en aksjonær, utenom en gyldig innkalt generalforsamling av styret, samler inn stemmer fra flertallet av aksjonærene og gir pålegg overfor styret, vil ikke styret være pliktig til å etterleve flertallets beslutning.³⁴

Dersom aksjonærer ønsker å få fremmet en sak til behandling kan dette enten gjøres gjennom å kreve en sak til behandling under den ordinære generalforsamlingen, jf. asal. § 5-11. Eller innkalling til ekstraordinær generalforsamling, jf. asal. § 5-7 (2). For krav etter § 5-11 er det tilstrekkelig at en enkelt aksjeeier ønsker å få en sak til behandling. Det er uten betydning hvor mange aksjer vedkommende har i selskapet. Aksjeeieren må sammen med forslag til sak inngi en begrunnelse for hvorfor saken bør tas opp til behandling. Kravet etter § 5-7 er at aksjonæren(e) minst må representere 5% av selskapets aksjekapital. (min utheving).

2.6.1 Aksjer og aksjonærer (Likhetsgrunnsetningen)

Utgangspunktet er at alle aksjer som utstedes gir like rettigheter i selskapet, jf. asal. § 4-1 første ledd første punktum. Denne korte setningen utgjør likhetsgrunnsetningen.

Likhetsgrunnsetningen, som selskapsrettslig prinsipp, gjelder enten det er snakk om stiftelse

³² Finnes unntak fra utgangspunktet i asal. § 6-37 første og fjerde ledd.

³³ T. Bråthen 2019 s. 163. Se s. 187 for eksempler der beslutningsmyndigheten i asl./asal. er gitt styret

³⁴ Det er styret i allmennaksjeselskapet som har myndighet til å innkalle til GF. Dersom styret ikke innkaller, kan tingretten innkalle til GF etter påkrav fra en av de nevnte parter i asal. § 5-9 annet ledd.

av selskapet, børsnotering med eller uten nyemisjon eller etterfølgende nyemisjon. Setningen innebærer at som utgangspunkt gir alle aksjer én stemme i selskapet, rett til utbytte m.m.³⁵

Unntak fra likhetsgrunnsetningen følger av asal. § 4-1 første ledd annet og tredje punktum som gir at «i vedtektene kan det likevel bestemmes at det skal være aksjer av ulike slag (flere aksjeklasser).» Når vedtektene åpner for en slik løsning er det gitt at «vedtektene skal i så fall angi hva som skiller aksjeklassene og aksjenes samlede pålydende innen hver klasse».

Ordlyden definere ikke aksjeklasse eller hva som anses for tillatt å skille mellom de enkelte klassene. I det daglige deles gjerne aksjeklassene inn i A-aksjer og B-aksjer, kan være flere. Dette er ingen fast terminologi, men brukes av private- og offentlige organer som f.eks. skattemyndighetene ved beskatning av aksjer³⁶ ved spørsmål om realisasjon ved omforming fra A til B aksjer.³⁷ Avhandlingen vil videre benytte seg av terminologien med A-aksjer og B-aksjer. Likhetsgrunnsetningen og dens unntak er avgjørende for hvordan stemming under generalforsamlingen skal telles.

2.7 Beslutninger under generalforsamling

Generalforsamlingens møteregel i asal. § 5-13 må være oppfylt før GF kan avgi stemmer.

Asal. § 5-13 gir at etter generalforsamlingen er åpnet, jf. asal. § 5-12, skal den som åpnet forsamlingen telle opp og notere ned de aksjer og stemmer som er presentert, jf. asal. § 5-13. Fortegnelsen som nedtegnes er gyldig frem til generalforsamlingen endrer den, jf. asal. § 5-13. If. Ved opptelling vil det registreres hvor mange A-aksjer og B-aksjer som er presentert dersom ASA har flere aksjeklasser. Hvilke rettigheter de forskjellige klassene har, fremkomme av vedtektene, jf. asal. § 4-1 (1). F.eks. kan A-aksjer både har organisatoriske og økonomiske rettigheter, mens B-aksjer kun har de økonomiske rettighetene. Det vil si at B-aksjer som utgangspunkt ikke har alminnelig stemmerett.

Asal. § 5-4 oppstiller nærmere regler rundt stemmeretten. Første ledd gir at stemmeretten kan fravikes i vedtekter eller lov. I annet ledd er det gitt at selv om stemmeretten for en aksjeklasse bortfaller i vedtektene, kan ikke vedtektene sette en stemmebegrensning for den kapitalen som aksjene representerer. Dersom en beslutning krever både godkjennelse fra

³⁵ T. Bråthen 2019 s. 101, pkt. 4.4.1

³⁶ <https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/handboker/skatte-abc/2019-2020/> - f.eks. pkt. 4.1

³⁷ T. Bråthen 2019 s. 105

aksjene med stemmerett og fra aksjene som kun utgjør en del av kapitalen, kan ikke dette kravet gyldig fravikes gjennom vedtektene til selskapet, jf. asal. § 5-4 (2)

For ASA notert på Oslo Børs er bruken av forskjellige aksjeklasser mindre enn i AS og ASA utenom børs.³⁸ Dette kan være et resultat av at NUES i pkt. 5 går langt i sin anbefaling å fraråde selskaper å ha flere aksjeklasser med ulike rettigheter. NUES oppstiller særlig rettigheter som går ut over eierskapet, omsetning av aksjer eller stemmerett som rettigheter som ikke bør innskrenkes.

2.7.1 Alminnelige flertallskrav

Utgangspunktet er at beslutninger som gjøres i generalforsamling krever alminnelig flertall, jf. asal. § 5-17 første ledd. Med alminnelig flertallskrav menes at mer enn 50% av de avgitte stemmene må tale for en løsning.³⁹ Dersom stemmetallet blir likt, altså 50/50, vil møteleders stemme være utslagsgivende. Ved spørsmål om ansettelse eller ved valg, vil likt stemmeantall medføre loddtrekning, jf. asal. § 5-17 annet og tredje ledd.

2.7.2 Flertallskrav ved vedtektsendringer og nyemisjon

Når generalforsamlingen stemmer over vedtektsendringer, medfører det et strengere flertallskrav enn det alminnelige. Grunnlaget er at gjennom vedtektene kan det bestemmes forhold ved selskapet som kan få en betydelig konsekvens for selskapets interessenter.⁴⁰ Foruten minstekravet til vedtektene i asal. § 2-2, må kravet til fravikelse av rettigheter i vedtektene vurderes opp mot den enkelte regel. Vurdering her vil være om hensynet til minoriteten, kreditorer, ansatte eller andre tilsier at lovgivningen ikke bør kunne fravikes i vedtektene. Dersom kravet ikke kan fravikes, nytter det ikke med oppfylt flertallskrav. Endringen vil da kunne bli kjent ugyldig.

Flertallskravet for vedtaksendringer er med på å beskytte mot myndighetsmisbruk, f.eks. gjennom bruk av aksjeklasser. Asal. § 5-18 første ledd gir for flertallskravet til vedtektsendringer at:

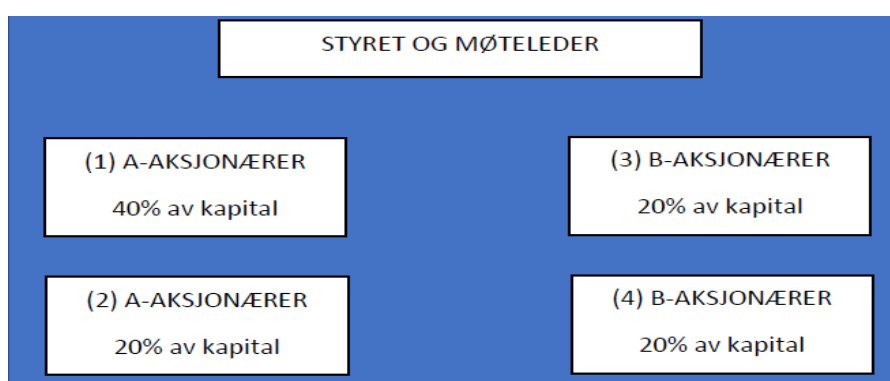
³⁸ T. Bråthen 2017 s. 99

³⁹ T. Bråthen 2019 s. 181

⁴⁰ Jf. asal. §§ 2-2, 4-1 første ledd l.f. og annet ledd, kap. 4 VI – VII, 5-18, 12-7 som eksempel der vedtektene kan få betydelig konsekvens for aksjeminoriteten.

Beslutning om å endre vedtektene treffes av generalforsamlingen, hvis ikke noe annet er fastsatt i lov. Beslutningen krever tilslutning fra minst to tredeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen.

Ordlyden viser til en to deling av flertallskravet. For det første må to tredeler av de avgitte stemmerettene være for endringen.⁴¹ For det andre må i tillegg to tredeler av den samlede aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen være for endringen. Bestemmelsen beskytter dermed også de eventuelle aksjeklasser som kun har økonomiske rettigheter og ikke har eller har begrenset stemmerett.⁴² Bestemmelsen fremstår som noe uklar og vil enklere kunne forklares gjennom eksempel. Illustrasjonsbilde av GF. (Figur 2)



I illustrasjonen har ikke styret eller møteleder aksjer i selskapet. Kun A-aksjer har stemmerettigheter etter vedtektene jf. asal. § 4-1. Ifølge asal. § 5-18, for at en lovlig endring i vedtektene skal kunne bli vedtatt, er det tilstrekkelig at alle A-aksjonærer i (1) stemmer for. A-aksjonærene i (1) representere 2/3 av de stemmeberettigete. I tillegg, dersom A-aksjonærer i (2) stemmer mot, må begge grupper B-aksjonærer også stemme for. Dersom kun B-aksjonærer i (3) stemmer for, medfører dette at kun 60% av den oppmøtte kapital har stemt for. Kravet er som nevnt 2/3 som tilsvarer ca. 66%. Slik sett kan man se flere mulige utfall og blandinger av stemmer med og uten stemmerett. Med en slik ordning, vil man sikre seg mot at de med stemmerettigheter ikke kan overkjøre de med kun kapitalrettigheter gjennom vedtektene. Dette flertallskravet et viktig vern for minoriteten ved nyemisjon der styret først ønsker å gjøre endringer i aksjenes pålydende eller gi fullmakter til styret gjennom vedtektene.

⁴¹ Jf. asal. § 5-4 - som gir at en aksje gir en stemme. Dette kan være begrenset av aksjeklasser.

⁴² Jf. asal. § 5-4 annet ledd - som gir at det ikke kan vedtektsfestes begrensning i stemmeretten til aksjekapitalen.

Når generalforsamlingen skal stemme over styrets forslag til kapitalforhøyelse ved nytegning oppstår spørsmålet om hvilket flertallskrav som gjelder. I asal. § 10-1 første ledd er det gitt at:

Beslutning om å forhøye aksjekapitalen ved nytegning av aksjer treffes av generalforsamlingen hvis ikke noe annet er bestemt i denne loven[...].

Videre i annet ledd, oppstilles det visse minstekrav til beslutningens innhold. Hverken første eller annet ledd sier noe i ordlyden om hvilket flertallskrav som stilles for beslutningen. I loven er det en henvisning til asal. § 5-18 etter «treffes av generalforsamlingen». Dette kan tolkes som at § 5-18 også gjelder her. Det fremkommer også av asal. § 2-2 første ledd (5) at vedtektene skal opplyse om aksjekapitalens størrelse. En endring av aksjekapitalen gjennom asal. § 10-1 vil dermed også medføre en endring av aksjekapitalens størrelse i vedtektene.⁴³ Samlet må det forstås som at beslutning om nyemisjon krever flertallskrav etter asal. § 5-18.

3 Kapitalforhøyelse i ASA notert på Oslo Børs

Hva som kjennetegner et allmennaksjeselskap (ASA) fremkommer av asal. § 1-1 annet ledd, mens første ledd viser at loven gjelder for denne type selskap.

Det som ofte kjennetegner et ASA utad, foruten at det er pliktig til å ha benevnelsen ASA i firmanavnet, jf. foretaksnavneloven § 2-2 femte ledd, er at selskapstypen ofte er av større omfang og har stor aksjespredning.⁴⁴ Dette er derimot ikke en gitt forutsetning.

ASA formen går lengere i å beskytte sine interessenter med at kravet til aksjekapital er vesentlig høyere enn f.eks. i AS, 1millioner NOK mot 30tusen NOK, jf. asal/asal. § 3-1 første ledd. I tillegg er som nevnt kravet til organisering strengere med krav til daglig leder, antall medlemmer i styret sett ut fra antall ansatte, hvor lenge styremedlemmer kan sitte og begrenset selvbestemmelsesrett i vedtekter.⁴⁵ Disse reglene er ment å ivareta selskapets, aksjeeiernes, kreditorer og andres interesser på en betryggende måte.

⁴³ Aksjeloven og allmennaksjeloven, Lovkommentar 4.utg s. 1175 jf. s. 677

⁴⁴ Lov 21.juni 1985 nr. 79 om enerett til foretaksnavn og andre forretningskjennetegn mv.

⁴⁵ Asal. §§ 6-1 til 6-6 og T. Bråthen 2019 s. 68

Utgangspunktet i et ASA er å skape økonomisk gevinst for sine aksjonærer, jf. asal. § 2-2 (2) (vinningsformålet). Lovgivningen må som en naturlig følge av dette være utformet til å kunne oppfylle vinningsformålet. Vinningsformålet står sterkt i aksjelovgivningen, men må ikke gå på urimelig bekostning av andre med interesse i selskapet, som kreditorer, de ansatte eller andre stakeholders. I tillegg skal det etter ordlyden i §2-2 (2) være et felles formål for aksjeeierne og ikke den enkelte aksjeeier.

Allmennaksjeloven oppstiller gjennom § 5-21 en regel som er ment for å ivareta den enkeltes aksjeeiers eller andres interesser i selskapet fra myndighetsmisbruk. Merk at loven nevner aksjeeierne og ikke aksjene. Aksjer kan som nevnt i pkt. 2.6.1 være delt inn i flere klasser som har forskjellige rettigheter uten at dette direkte påvirker asal. § 5-21. Dersom styret eller generalforsamlingen ønsker å foreta disposisjoner som kan medføre at aksjeeiere blir verdimessig eller eiermessig utvannet vil regelen i §§ 5-21 og 6-28 spille en viktig rolle for beslutningen. Reglene utgjør en negativt avgrenset generalklausul for styrets og generalforsamlingens kompetanse til å til å utøve sin kompetanse på en slik måte at det ikke medfører urimelighet ovenfor aksjonærene eller andre.⁴⁶

3.1.1 Myndighetsmisbruk

For å forhindre at aksjonærer må tåle uforholdsmessige tap som følge av styrets og generalforsamlingens disposisjoner, oppstiller asal. § 5-21 et forbud mot å forskjellsbehandle aksjonærer uten at det har grunnlag i selskapets interesser. Asal. § 5-21 siteres i sin helhet under (min utheving).

§ 5-21. Misbruk av generalforsamlingens myndighet

Generalforsamlingen kan ikke treffe noen beslutning som er **egnet til** å gi **visse aksjeeiere eller andre** en **urimelig fordel** på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.

Som ordlyden viser, skal en beslutning treffes av generalforsamlingen. Beslutningen må ikke være «egnet til» å gi «visse aksjeeiere eller andre» en «urimelig fordel» på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning. Hva som ligger i de tre ordlydene drøftes nærmere.

⁴⁶ G. Bråthen 2014. s. 159

Ordlyden «Egnet til»

Ordlyden «egnet til» viser at det ikke er noe krav om at det faktisk må foreligge en urimelig fordel for enkelte aksjeeiere eller andre.⁴⁷ Beslutningen fra generalforsamlingen må ha mulighet for å kunne gi en slik urimelig fordel. Filip Truyen (Truyen) kaller vilkåret for å være et krav om «potensiell kausalitet»⁴⁸. Når det gjelder beslutninger om forhøyelse av aksjekapital vil «egnet til» ikke bare omfatte spørsmålet om selve nyemisjonen er egnet til å medføre tap for aksjonærene. Generalforsamlingens beslutning om å tildele kompetanse til andre, som styret, jf. asal. § 10-14, kan i seg selv også være «egnet til» å medføre tap dersom. Asal. § 10-14 regulerer kun totalsummen for innhenting av ny aksjekapital, ikke laveste verdi på tegningskurs jf. § 10-14 (1). En aksjonær vil da kunne ha behov for å få vurdert styrets beslutningsevne og grunnlag for fastsettelse av tegningskursen o.l.⁴⁹

Ordlyden «Visse aksjeeiere eller andre»

Ordlyden «visse aksjeeiere eller andre» viser at det er åpent for hvem som kan motta den urimelige fordel. Med «eller andre», åpner ordlyden for at det kan være hvilken som helst annen fysiske eller juridiske person.⁵⁰

Ordlyden «urimelig fordel»

Ordlyden «urimelig fordel» er todelt. For det første må det foreligge en «fordel» for visse aksjeeiere eller andre, og for det andre må denne fordelten være av en «urimelig» karakter.

Terskelen for hva som er en fordel er ikke høy. Truyen beskriver begrepet som at «fordelsbegrepet omfatter ethvert gode. Dette gjelder både økonomiske og organisatoriske rettigheter».⁵¹ Den sentrale vurderingen er om det gode som enkelte aksjeeiere eller andre får, er urimelig. Hva som er urimelig, må vurderes ut fra den enkelte beslutning i et gitt selskap.

I Lovkommentaren til allmennaksjeloven er det nevnt at en «alminnelig vurdering ved [urimelighets]vurderingen er at aksjeeiere ikke kan motsette seg et flertallsvedtak som

⁴⁷ LF-2010-160231 - side 11

⁴⁸ F. Truyen 2005 s. 204

⁴⁹ F. Truyen 2005 s. 206

⁵⁰ F. Truyen 2005 s. 208

⁵¹ F. Truyen 2005 s. 208

fremmer selskapets vinningsformål og som fremmer samtlige aksjeeieres interesser i avkastning og verdistigning av aksjer.»⁵² Uttalelsen knytter seg opp mot majoritetsprinsippet i norsk selskapsrett om at flertallet bestemmer. Videre viser uttalelsen til vinningsformålet.⁵³ Dersom beslutningen er tatt med formål å skape vinning for aksjonærene og selskapet, vil det som utgangspunkt ikke foreligge urimelighet i beslutningen fra flertallet. Som avhandlingen kommer inn på senere, vil dette være en vurdering på kort sikt og lang sikt.

Fra rettspraksis har Frostating Lagmannsrett i dom LF- 2010-160231 på side 10 gitt at «ved anvendelse av asal. § 5-21 må det legges betydelig vekt på selskapets vinnings – og virksomhetsformål». Lagmannsretten trekker også her frem betydningen av vinningsformålet som avgjørende for om det foreligger myndighetsmisbruk. Hvorfor lagmannsretten trekker inn «virksomhetsformålet» i samme setning er uklart. Lagmannsretten sier ikke noe om hvorfor de trekker inn virksomhetsformålet som avgjørende for urimelighetsvurderingen eller hva de legger i ordlyden. Om en virksomheten har til formål å selge tømmer eller utføre kirurgiske inngrep må være likegyldig, så lenge vinningsformålet i driften blir ivaretatt. Det som kan være av betydning for vurderingen er om beslutningen ligger innenfor selskapets vedtektsfestede formål, en beslutning som ligger utenfor virksomhetens formål kan tenkes å få betydning, men igjen, så er det ikke noe i veien for at et selskap utvider sin virksomhet gjennom generalforsamlingen. Dette må da gjøres gjennom en vedtektsendring forut beslutning om kapitalforhøyelsen til det nye formålet.⁵⁴

I avhandlingene til Filip Truyen og Gina Bråthen ligger det i urimelighetsvilkåret etter asal.§ 5-21 en saklighetsvurdering og en forholdsmessighetsvurdering/ inngrepsvilkår.⁵⁵ Vurderingene vil drøftes mer inngående i avhandlingens pkt. 4 flg.

3.1 Verdipapirhandelloven

For allmennaksjeselskaper som ønsker å gjøre sine aksjer omsettelig medfølger det at selskapet må følge lovgivningen i verdipapirhandelloven. Kravet kan utledes av formålsbestemmelsen gitt i vphl. § 1-1 som gir at «Lovens formål er å legge til rette for

⁵² Asl. og asal., Lovkommentar 4.utg. s. 419

⁵³ Se avhandlingen pkt. 1.4

⁵⁴ G. Bråthen 2014 s. 176 – 177. Merk at Bråthen nevner regler for styret til å holde seg innenfor virksomhetens formål. For generalforsamlingen vil fravikelse fra virksomhetsformålet være mer akseptabelt dersom den finner sted gjennom vedtektsendring .

⁵⁵ F. Truyen 2005 s. 293 og G. Bråthen 2014 s. 160

sikker, ordnet og effektiv **handel i finansielle instrumenter** og å sikre investorbeskyttelse »(min utheving). Videre i vphl. § 2-2 (1) nevnes at «med finansielle instrumenter menes: 1. omsettelige verdipapirer». Og til sist i vphl. § 2-4 (1) som gir at « Med omsettelige verdipapirer menes[...] 1. aksjer [...]».

Et spørsmål som kan stilles, er hva regnes som «ordnet og effektiv handel», jf. vphl. § 1-1. Loven har ingen definisjoner av ordnet «handel», men utfra definisjonsbestemmelsen i § 2-7 åttende ledd får vi at «med handelsplass menes et regulert marked, en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet» Ut fra dette må «ordnet og effektiv handel» i § 1-1 forstås at gjelder for handel på en av de nevnte handelsplassene og ikke enhver handel et AS eller ASA foretar seg.

En annen bestemmelse som taler for en slik forståelse, er vphl. § 5-14 om likebehandling. Som avhandlingen kommer tilbake til, vil vi se at vphl. § 5-14 gjelder for finansielle instrumenter som er «opptatt til **handel på norsk regulert marked**». (min utheving).

Det er tidligere vist til at hovedformålet med aksjelovgivningens bestemmelse rundt myndighetsmisbruk er å verne om selskapet, de ansatte, kreditorer, aksjonærene og andre stakeholders. For verdipapirhandelloven er hovedformål å «legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel» med finansielle instrumenter og i tillegg sikre investorene på gjennom dette, jf. vphl. § 1-1. Med investorene i avhandlingen menes aksjonærene i et ASA.

Som drøftet, retter allmennaksjelovens generalklausul i § 5-21 seg mot myndighetsmisbruk,⁵⁶ mens verdipapirhandellovens retter seg mot likebehandling. Likebehandling er som tidligere vist til et av momentene i vurderingen av myndighetsmisbruk etter asal. For å kunne redegjøre for en rettsregel om myndighetsmisbruk for børsnoterte ASA, må vphl. § 5-14 også gjøres rede for, og deretter må begge regelsettene flettes inn i en samlet vurdering mot det konkrete tilfellet. Dette medfører at det virker som å foreligger et strengere krav for ASA på Oslo Børs til likebehandling enn ASA utenom handel på regulert marked. Noe som igjen vil være naturlig ut fra børsnoterte ASA sin store aksjespredning og småaksjonærenes mulighet for kontroll ellers av selskapet.

⁵⁶ Se avhandlingens pkt. 4.1.1

3.1.1 Likebehandling

Verdipapirhandelloven § 5-14 første ledd lyder (min utheving):

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

Første ledd første punktum hjemler likebehandlingsprinsippet i verdipapirhandelloven. Prinsippet gjelder for utstedere av finansielle instrumenter. Utstedere vil her være allmennaksjeselskap (ASA) som er notert på Oslo Børs. Utstedere må derimot ikke være et ASA. Vphl. §§ 2-2 til 2-4 viser til de finansielle instrumenter som er underlagt loven. Listen i § 2-2 ikke uttømmende og må leses i sammenheng med § 2-4 første ledd, som benytter ordlyden «herunder» for de omsettelige finansielle instrumenter, som aksjer faller inn under.⁵⁷ Alle som har tillatelse til å tilby slike finansielle instrumenter i handel og investeringsøyemed, vil dermed kunne være utstedere.⁵⁸

Videre følger det av § 5-14 første ledd annet punktum at likebehandlingsprinsippet kan fravikes dersom det er saklig begrunnet ut fra utsteders og aksjonærenes felles interesse. Hva som ligger i saklig begrunnet og felles interesser er lovgiver tilbakeholden med å si noe om. Hverken forarbeider eller forskrift til loven inneholder noen uttalelser rundt dette. Når domstolene i tillegg har vært tilbakeholden med å overprøve selskapets eget forretningskjønn av styrets og generalforsamlingen beslutninger, vil tilgangen for aksjeeierne til å kunne få et innblikk i vurderingen av likebehandlingsprinsippet være begrenset ut fra dagens lovgivning og rettspraksis.

Som nevnt er det få saker rundt vphl. § 5-14 som domstolene har hatt til behandling. I grunn er det kun en sak som gjaldt fisjonering av REM Offshore ASA som er ført inn for norske domstoler rundt asal. § 5-21 og vphl. § 5-14. Da både som en kjennelse om midlertidig forføyning og dom.⁵⁹

⁵⁷ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 419

⁵⁸ <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Opptaksregler-for-aksjer-paa-Oslo-Boers>

⁵⁹ Kjennelse LF-2009-120317. Dom LF-2010-160231

I dommen LF-2010-160231 som gjaldt gyldighet av et vedtak om fisjonering der det ble anført brudd på likebehandlingsreglen hos generalforsamling, ble det lagt avgjørende vekt på Oslo Børs (OB) sine uttalelser for hva gjelder avklaring rundt innholdet i reglen om likebehandling etter vphl. § 5-14. Retten uttaler på side 12: «Etter at lagmannsretten i sin drøftelse har kommet til at det var nødvendig med tiltak for å endre eiersituasjonen, vektlegges den drøftelse og det resultat Oslo Børs har kommet til i sin avgjørelse 2.juni 2009». Videre på side 12 uttaler lagmannsretten at «De momenter som er relevante i relasjon til verdipapirhandeloven § 5-14 ligger nært opp til de som er relevante i forhold til asal. § 5-21». Videre slutter igjen lagmannsretten seg til den vurderingen av samme sak som ble gjort av Oslo Børs i forbindelse med klage over rettet emisjon i REM Offshore ASA fra 2008.⁶⁰

I nevnte kjennelse fra Frostating lagmannsrett, som gjaldt ønske om midlertidig forføyning for å forby gjennomføring av vedtak i generalforsamling om kapitalnedsettelse i REM Offshore ASA, har lagmannsretten også her lagt stor vekt på Oslo Børs sin avgjørelse.⁶¹ Lagmannsretten uttaler på side 11 at «Lagmannsretten har også lagt betydelig vekt på den uttalelse Oslo Børs har kommet med i sitt brev av 2.juni.2009». At lagmannsretten legger til grunn samme vurdering, kan tale for en viss praksis hos retten når saker som har vært til vurdering hos Oslo Børs eller Børsklagenemda skal avgjøres. Det er derimot for lite rettspraksis til å kunne slå dette fast.

Det er ingen Høyesteretts praksis med et slikt typetilfelle pr. dags dato. Høyesterett nektet derimot anke over nevnte dom, noe som taler for at Høyesterett har vurdert lagmannsrettens avgjørelse som tilfredsstillende med tanke på den rettslige vurdering. Ankenektelsen er begrunnet med at «verken avgjørelsens innhold **utenfor den foreliggende sak eller andre forhold** tilsier at saken blir fremmet». ⁶² (min uthevning).

⁶⁰ Se OB-2009-10 – REM Offshore ASA

⁶¹ LF-2009-120317 - side 10

⁶² HR-2012-2006-U - side 3

Videre gir vphl. § 5-14 annet ledd første punktum at:

I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, **må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte** ikke treffe tiltak som **er egnet til** å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn **en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere** eller utsteder. (min utheving)

Mens første ledd som tidligere nevnt kun retter seg mot utsteder, så retter annet ledd seg mot utsteders beslutningstakere.⁶³ Selv om første ledd ikke nevner beslutningstakere slik som annet ledd, må første ledd forstås å også omfatte de samme organene. Første og andre ledd må leses i lys av hverandre slik loves ordlyd er bygget opp, jf. § 5-14 (2) første punktum. Et selskap kan ikke av seg selv fatte et vedtak eller foreta en handling som forskjellsbehandler aksjonærene, dette krever alltid handlinger av fysiske personer på vegne av selskapet sml. avhandlingen pkt. 2.5.

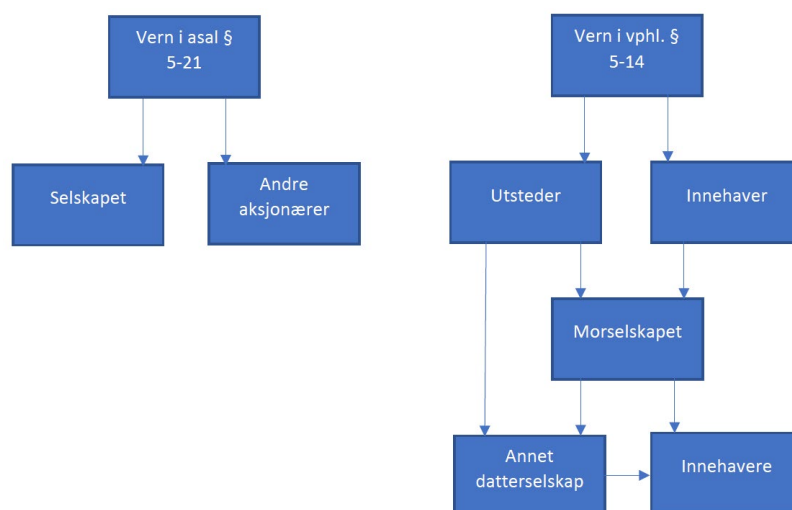
Videre viser § 5-14 (2) til at beslutningstakere ikke må treffe tiltak som «er egnet til» å gi enkelte juridiske eller fysiske personer en «urimelig fordel på bekostning av andre innehavere». Som tidligere nevnt har lagmannsretten kommet til at de momenter som oppstilles i vphl. § 5-14 ligger nært opp til momentene i asal. § 5-21.

For innholdet i momentene «egnet til» og «urimelig fordel» i vphl. vises det til drøftelsen av asal. § 5-21.⁶⁴ Vphl. § 5-14 annet ledd strekker seg lengere etter sin ordlyd enn asal. § 5-21 for hvem regelen oppstiller mot å kunne motta en urimelig fordel. Asal. § 5-21 sier at en beslutning ikke må innebære en «urimelig fordel på andre aksjonærers eller selskapets bekostning». Vphl. § 5-14 annet ledd sier at beslutningen ikke må gi en «urimelig fordel på bekostning av innehavere eller utsteder» og at «Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i».

⁶³ Se kapittel 2.5 om allmennaksjeselskapets organer for hvem som er beslutningstakere

⁶⁴ Se pkt. 4.1.1

Illustrasjon av hvilke parter regelen skal forhindre at får en urimelig fordel (Figur 3)



At bestemmelser som i utgangspunktet er like i sin ordlyd har forskjellige rekkevidder, har sitt grunnlag i den aktuelle lovgivningens formål. Allmennaksjeloven retter seg mot driften av et selskap med det behovet selskapet har for å inngå avtaler med kreditorer og tjenesteytere. En utstrakt begrensning i lov vil kunne vanskeliggjøre eller hindre at selskapets ledelse kan utøve sin myndighet uten å først å måtte presentere forslaget og innhente tillatelse fra generalforsamlingen.⁶⁵ En slik prosess vil kunne ha til følge at det ikke er til det beste for hverken aksjonærer eller selskapet. Reglene i verdipapirhandelloven retter seg ikke mot driften av et gitt selskap, men håndtering av finansielle instrumenter. Vphl. har dermed ikke behov for større frihet rundt avtaleinngåelse til parter som har en tilknytning til det finansielle instrumentet. Kravet til likebehandling gjelder dermed at de som gis en «urimelig fordel» strekker seg langt med tanke på både brudd på likebehandling og myndighetsmisbruk for øvrig.

⁶⁵ Asal. §§ 6-13 og 6-14 for styrets og daglig leders rettigheter og plikter

4 Momenter i vurderingen av myndighetsmisbruk etter asal. 5-21 og vphl. 5-14

Som en grov oppsummering av tidligere kapittel, vil det når momentene i vurderingen om det foreligger myndighetsmisbruk og brudd på likebehandlingsregelen, vurderes om det er: 1. egnet til å gi en urimelig fordel for enkelte, 2. I selskapets- og aksjonærenes interesse, 3. Likebehandler aksjonærene. Underkategorier av punktene blir å vurdere tegningskursen, forholdsmessighet, saklighet og andre mulige inngrep/ løsninger.⁶⁶ Etter en vurdering av de enkelte momenter, må det foretas en konkret avveining. Det er ikke slik at dersom et moment taler mot kapitalforhøyelse ved nyemisjon så er den utelukket. Dersom andre momenter taler for, vil det etter en avveining kunne være innenfor det aksjemajoriteten kan beslutte uten at det oppfattes som myndighetsmisbruk eller brudd på likebehandlingsregelen.

4.1 Tegningskursen

En faktor som spiller en betydelig rolle for om noen er gitt en «urimelig fordel» etter asal. § 5-21 og vphl. § 5-14 når det ønskes gjennomført en nyemisjon, er tegningskursen som blir satt for de nye aksjene som utstedes. Momentet krever, grunnet sin betydning for gjennomføring av nyemisjon, mangel av lovgivning og rettspraksis på område og følbareheten for småaksjonærer (minoritetsvernet), en ganske omfattende drøftelse.

Når tegningskursen skal fastsettes er det klare utgangspunkt, slik det fremkommer av asal. § 10-12 fjerde ledd, jf. § 2-12 første ledd at:

Aksjeinnskudd kan ikke være lavere enn aksjens pålydende. Blir en aksje tegnet mot et lavere vederlag, skal aksjens pålydende likevel skytes inn.

Etter ordlyden kan ikke aksjene tegnes til underkurs. Med underkurs menes lavere verdi enn den vedtektsfestede aksjeverdien pr. aksje (pålydende). Et aksjeinnskudd som settes under pålydende, får den virkning at det må betales inn den vedtektsfestede aksjekursen pr. aksje i emisjonen om den skal gjennomføres. Lovgiver oppstiller her et gulv for den laveste prisen i emisjonen. Ellers gir asal. liten veiledning for kursfastsettelse ved nyemisjoner.

⁶⁶ Filip Truyen never i sin avhandling at i urimelighets vilkåret ligger en inngrepsterskel og et saklighetsvilkår, s. 293. Gina Bråthen benytter seg ikke av vilkåret inngrepsterskel i sin avhandling. Bråthen behandler inngrepstvilkåret under forholdsmessighetsvurderingen. Samme vil avhandlingen.

Tegningskursen kan bli satt lavere enn aksjenes nåverdi. En lavere pris medfører ikke uten videre at det foreligger brudd på asal. § 5-21 eller vphl § 5-14.⁶⁷ I slike tilfeller må det ses til andre forhold rundt nyemisjonen om hvorfor det gis lavere pris. For eksempel kan en betydelig reduksjon på 50 % ved nytegning godtgjøres med at det klart vil være i aksjonærenes og selskapets interesse på lengere sikt. Motsatt kan en mindre reduksjon på 5 % ved nytegning bety brudd dersom det ikke er i aksjonærenes eller selskapets interesse, men kun kommer enkelte aksjonærer eller andre til gode. Hvilken reduksjon som kan settes på tegningskursen må derfor vurderes for det konkrete tilfellet. Et sentralt spørsmål i fastsettelsen av tegningskurs, er ut fra hvilket verdsettelsesobjekt tegningskursen skal fastsettes. Med verdsettelsesobjekt menes om det skal tas utgangspunkt i aksjenes verdi eller selskapets verdi på tidspunktet.⁶⁸

Tar man utgangspunkt i aksjenes verdi, kan det for ASA notert på Oslo Børs resultere i en ganske enkel operasjon. Man ser da på hva markedet er villig til å kjøpe aksjen for på et gitt tidspunkt, som regel når emisjonen besluttes, før man fastsetter en tegningskurs med eller uten prisreduksjon. Et utgangspunkt for en slik vurdering, er at aksjen er i et velfungerende «perfekt» marked, som gjenspeiler aksjens virkelige verdi.⁶⁹ Dersom man legger til grunn at aksjen ikke er i et velfungerende «perfekt» marked, kan det tenkes at børskursen ikke gjenspeiler aksjenes virkelige verdi. Det må da foretas en undersøkelse for å fastsette om børskursen gjenspeiler virkelig verdi eller i hvilken grad den fraviker verdien.

Oslo Børs må tenkes å ikke være ett 100% rasjonelt marked, slik at børskurs ofte vil kunne avvike fra aksjenes virkelige verdi, uansett verdsettelsesobjekt. Dette vil igjen variere fra selskap til selskap. Handelsvolumet, relevante nyheter og aksjekursens historikk vil kunne gi en god pekepinne på om markedskursen gjenspeiler riktig verdi. Når det sies «riktig verdi», tenkes at aksjen ikke på noen måter har vært gjenstand for manipulasjon i forkant av nyemisjonen.

⁶⁷ F. Truyen 2005 s. 374 og G. Bråthen 2014 s. 202

⁶⁸ NTS nr. 3 2015 s. 5 pkt. 2.3.1

⁶⁹ Se NTS nr. 3 (2015) s. 2-4 for vurderingen rundt graden av velfungerende markeder.

4.1.1 Beslutning av tegningskurs

Allmennaksjeloven § 10-1 første ledd gir at en «Beslutning om å forhøye aksjekapitalen ved nytegning av aksjer treffes av generalforsamlingen[...]». Asal. § 10-3 (1) gir videre at «Beslutningen fra generalforsamlingen gjøres på bakgrunn av et forslag om kapitalforhøyelse som er utarbeidet av styret i selskapet». Forslaget fra styret skal inneholde «[...]en kort redegjørelse for forhold som må tillegges vekt når det gjelder å tegne nye aksjer» jf. § 10-3 (2). Asal. § 10-1 (2) nr. 3 nevner at beslutningen om kapitalforhøyelse skal angi «det beløp som skal betales for hver aksje, eller en fullmakt for styret til senere å fastsette tegningskursen innenfor en øvre og nedre grense[...]».⁷⁰

I den nevnte lovgivningen fremkommer hvem som kan beslutte forhold rundt tegningskursen, hvem som skal utarbeide forslag til tegningskurs og de krav som loven stiller til tegningskursen. Samlet ser vi at allmennaksjeloven i seg selv gir liten veiledning om hvilke grenser som finnes rundt selve beløpet på tegningskursen.

4.1.2 Fastsatt pris, «Dutch auction» eller «Book building»

Styret skal som nevnt inngi et forslag til en tegningskurs, eller en øvre og nedre grense dersom styret søker fullmakt til senere å sette kursen. Forslaget fra styret må ses i sammenheng med bestemmelsen i asal. §§ 4-1 og 5-21. Det resulterer i at forslaget ikke kan stride mot reglene om myndighetsmisbruk. For børsnoterte selskaper, må forslaget ivareta likebehandling av aksjonærene, dersom ikke det er mulig, skal forslaget begrunne hvorfor likebehandlingen fravikes jf. vphl. § 5-14, Oslo Regelbok 2 og NUES.⁷¹

I praksis, når styret skal sette en tegningskurs eller får fullmakt til senere å fastsette kursen innenfor en øvre og nedre grense, gjøres dette gjennom en investorbank spesialisert på slike oppdrag. Investorbanken vil først foreta en gjennomgang av selskapet (Due Diligence) for å avgjøre hva aksjen eller selskapet er verdt. Megleren vil deretter vurdere om tegningskursen skal settes som fast pris, eller avgjøres på bakgrunn av «Dutch auction» eller «Book building».

Dutch auction er når megleren har auksjon der investorer kan by på hvor mange aksjer til hvilken pris som ønskes kjøpt. Når megleren kommer til en pris som vil fylle ordreboken,

⁷⁰ Se avhandlingens pkt. 2.5.2 for krav til stemmeflertall for beslutningen

⁷¹ Fremkommer av «Oslo Regelbok 2» pkt. 2.1 og NUES pkt. 4 jf. pkt. 1

stanser auksjonen og alle som har inngitt et høyere bud vil kunne få kjøpt aksjer til prisen auksjonen stanser på.⁷²

Under en book building prosess, sender megler ut forespørsel til utvalgte investorer med tilbud om å inngi bud på antallet aksjer som ønskes og til hvilken pris. Dette innenfor en forespeilet antall aksjer og prisintervall som megler har vurdert gjennom due diligence prosessen. Når alle har inngitt sine tilbud, tar megler enkelt å finner den vektete gjennomsnittet av alle budene for å fastsette «cut-off» prisen, som blir tegningskursen.⁷³

4.1.3 Verdsettelsesobjektene i allmennaksjeloven og i rettspraksis

Det følger av asal. § 4-23 annet ledd, som gjelder for innløsningssum ved forkjøpsrett av aksjer, at det er «aksjenes virkelige verdi på det tidspunkt kravet er fremsatt» som er avgjørende. Hva som er virkelig verdi, fremkommer ikke av ordlyden. I asal. § 4-24 som gjelder innløsning av små aksjeposter, bruker lovgiver «kurs på tilbudsdagen» som avgjørende for virkelig verdi. Etter en naturlig forståelse av ordlyden for ASA notert på børs, tolkes det som børskursen på tilbudsdagen. Allmennaksjeloven retter seg derimot ikke kun mot selskaper notert på børs. Ordlyden blir derfor uklar for hva som faktisk menes med «kurs på tilbudsdagen». I forarbeidene gis det derimot at det er snakk om børskurs for ASA på børs.⁷⁴ Ved tvist om innløsningssummen skal summen avgjøres ved skjønn jf. asal. § 4-25 (2) jf. §§ 4-24 (4) og 4-23 (2).⁷⁵

Hva som er «virkelig verdi» reguleres dermed på tre forskjellige områder, med tre forskjellige utfall, ingen direkte mot kursfastsettelse i nyemisjon. Fellestrekket mellom de tre, er at det er «virkelig verdi» som er utgangspunktet.

I dommen «Norway Seafoods», som handler om et morselskaps ønske om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer, drøfter Høyesterett hvilket verdsettelsesobjekt som må legges til grunn, herunder om børskurs viser til aksjenes virkelige verdi når lovens ordlyd er taus om problemstillingen.⁷⁶ Høyesterett viser til forarbeidene til nye aksjelov NOU: 1996:3 som sier at «når det for øvrig gjelder uttrykket «aksjenes virkelige verdi» vises til forståelse i

⁷² <https://www.investopedia.com/terms/d/dutchauktion.asp>

⁷³ <https://www.investopedia.com/terms/b/bookbuilding.asp>

⁷⁴ NOU 1996:3 s. 215

⁷⁵ Lov 01.juni 1917 skjønnsprosessloven - § 1

⁷⁶ Rt. 2003 s. 713

regnskapsmessig sammenheng». ⁷⁷ I forarbeidene til nye regnskapsloven ⁷⁸ NOU:1995:30 er det gitt at «For markedsbaserte finansielle instrumenter bør virkelig verdi være børskurs eller tilsvarende observerbar markedsverdi». ⁷⁹ Overført, kan det tyde på at børskurs også kan vise til rett tegningskurs i nyemisjonen. Høyesterett går så videre i dommen å viser til lovgivers positive unnløstelse av å forsøke å oppstille kriterier for innløsningssum for aksjer. ⁸⁰ Høyesterett viser videre til Aarbakke utvalget som utarbeidet forslag til ny aksjelov gjennom NOU 1992:29, der professor Magnus Aarbakke har gjennom en betenkning fra 1986 vært tilhenger av at den utviklede skjønnspraksisen som har forekommet rundt fastsettelse av verdien til aksjene og at den bør videreføres i ny aksjelovgivning. Lovgiver har ikke tatt avstand til denne oppfatningen og Høyesterett anser dette som en bevisst avgjørelse grunnet i minoritetsvernet i aksjelovgivningen. ⁸¹

Dersom tegningskursen blir satt til børskurs vil det i utgangspunktet ikke foreligge myndighetsmisbruk, en forutsetning er at børskursen ikke er manipulert for å kunne gi en lavere eller høyere tegningskurs i emisjonen. En annen forutsetning er at alle aksjonærer får lov å delta med likt forholdsmessig antall tegningsretter og det er i selskapets interesse. I en slik situasjon vil det ofte ikke være av interesse for investorene å delta i emisjonen. Aksjene kan da like gjerne handles på åpen børs. Ved handel på børs har investoren i tillegg mulighet til å kjøpe aksjen rimeligere enn tegningskursen ved å tilby en lavere pris på stort volum i håp om at noen vil ut av aksjen. Kursen må dermed som oftest settes lavere enn aksjenes børskurs for å vekke investorenes interesse. ⁸² Tegningskursen settes da til det som kalles for favørkurs eller med rabatt. ⁸³

Dersom kursfastsettelsen tar utgangspunkt i de underliggende verdiene til selskapet, er det snakk om en mer omfattende operasjon. En slik operasjon krever ofte, som nevnt over, større innblanding av kompetanse for verdifastsettelse av selskapet ved bruk av en gitt verdsettelsesmetode for typetilfellet, se pkt. 4.1.4 for verdsettelsesmetode.

⁷⁷ Rt. 2003 s. 713 premiss 61 og NOU 1996:3 s. 122

⁷⁸ LOV 17.juli 1998 Regnskapsloven (rskl.)

⁷⁹ Rt. 2003 s. 713 premiss 62 og NOU 1995:30 s. 131 - 132

⁸⁰ Viser til forarbeidene ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 139

⁸¹ Rt. 2003 s. 713 premiss 63 – 74

⁸² G. Bråthen 2014 s. 201

⁸³ Se; F. Truyen 2005 kap. 18 og G. Bråthen 2014 kap. 16 for bruken av uttrykket «favørkurs»

Det finnes tilfeller med fortrinnsrettsemisjon, der tegningskursen settes over markedskurs. For slike tilfeller kan det finne sted forskjellsbehandling dersom målet med emisjonen klart er å utvane de organisatoriske rettighetene til mindre likvide aksjonærer og at emisjonen ikke er av betydning for selskapets vinningsformål. Som utgangspunkt har aksjonærene eget ansvar for sin likviditet og mulighet for å delta i emisjoner. Dersom emisjonen tildeler et forholdsmessig antall tegningsretter, er det som utgangspunkt ikke forskjellsbehandling⁸⁴

4.1.4 «Virkelig verdi» ved kapitalforhøyelse ved nyteging av aksjer

Som nevnt i pkt. 4.1 har ikke lovgiver avklart spørsmålet om «virkelig verdi», men heller latt det stå åpent for en mer skjønnsmessig vurdering ut fra den konkrete sak, enten av selskapet selv eller overprøving i domstolen.

Spørsmål som ble stilt i den nevnte «Norway Seafoods» og i «Flesberg» dommen, var om «virkelig verdi» må ta utgangspunkt i aksjene eller i selskapets underliggende verdier.⁸⁵ Det er enighet om, og som må tenkes å gjelde også ved kapitalforhøyelse gjennom nyemisjon, er at det må tas utgangspunkt i «virkelige verdi» også for disposisjoner som omfatter kjøp av aksjer utenom den alminnelige handel på børs. Noe annet ville gitt en urimelig og vilkårlig løsning. For selskaper notert på Oslo Børs, vil en ren fastsettelse etter børskursen på dagen for beslutningen, kunne sies å være et usikkert utgangspunkt uten at det er gjort noen undersøkelser om kursen har vært gjenstand for kunstig påvirkning.

Forskjellen mellom omsetningsverdi og underliggende verdier som verdsettelsesobjekt vil variere fra selskap til selskap. Ved en rettet emisjon kan det ene verdsettelsesobjektet medføre at asal. § 5-21 eller vphl. § 5-14 er brutt, mens det andre verdsettelsesobjektet vil gi en akseptabelt løsning i den konkrete sak. For å minske muligheten for forskjellsbehandling og skape større grad av forutberegnelighet for både styret og aksjonærene under en nyemisjon, er det viktig å finne det verdsettelsesobjektet som er best å tråd med både asal. § 5-21 og vphl. § 5-14 for ASA notert på børs når det kommer til nyemisjoner.

Det finnes ingen Høyesteretts- eller lagmannsrettpraksis der typetilfellet for saken har vært «verdsettelsesobjektet for fastsettelse av tegningskurs i forbindelse med nyemisjon» e.l. For tingrettene kan det ikke garanteres at et slik spørsmål ikke har vært forelagt retten, men det er

⁸⁴ F. Truyen 2005 s. 368 – 370

⁸⁵ HR-2007-01731-A «Flesberg» Avsnitt 1

ikke funnet noen slike avgjørelser. Oslo Børs har ved flere anledninger vurdert reglene i asal. § 5-21 og vphl. § 5-14 opp mot den tegningskurs som har blitt satt, men da kun for å vurdere om tegningskursen har medført en rabatt. Børsen har ikke tatt opp spørsmålet om måten verdien er satt på.

Et noe lignende typetilfelle er drøftet i de nevnte dommer «Norway Seafoods» og «Flesberg» om tvangsinnløsning og selskapets innløsning av aksjer. Situasjonene skiller seg fra nyemisjon, spesielt rettet emisjon, med at den aktuelle aksjonær i dommene skulle få virkelig verdi av sine aksjer utbetalt, mens i rettet emisjon er spørsmålet om hvor mye en aksjonær faktisk er utvannet i forhold til «virkelig verdi». Det som er likt, er at i begge tilfellene er det snakk om å finne en verdi som ikke strider mot asal. § 5-21 eller vphl. § 5-14. Frem til det foreligger noen lovgivning eller rettspraksis for typetilfellet, vil det være mest nærliggende å se til de prinsipper som ble etablert gjennom «Norway Seafoods» og «Flesberg» og foreta en vurdering etter prinsippet om at like tilfeller behandles likt. Dommene er senere fulgt opp i annen rettspraksis på like områder.⁸⁶

For vurdering av verdsettelsesobjektet etter de nevnte dommer, vises det til artikkel «Om verdsettelsesprinsipper ved innløsning av aksjer – fra Norway Seafoods (NWS) til Flesberg – og tilbake?» inntatt i NTS 2015:3. Artikkelen inneholder en utførlig redegjørelse av dommene og problemstillingen. Som utgangspunkt i dommen NWS, la Høyesterett til grunn at de underliggende verdiene måtte være avgjørende for selskapets virkelige verdi, mens i Flesberg ble antatt omsetningsverdi avgjørende. Som Moljord påpeker i avsnitt 2.3.1, fremkommer det av samtlige aksjeloover som inneholder bestemmelse om verdsettelse, at det dreier seg om «aksjenes» virkelige verdi. Slik sett, vil det etter ordlyden kunne tolkes som at det alltid er aksjene som må verdsettes, altså at riktig løsning fremkommer i Flesberg.

En slik tolkning viser seg å bli for enkel etter den Høyesterettspraksisen som foreligger. Slik dommene tolkes, med etterfølgende dom «Bergshavene», må verdsettelsesobjektet vurderes ut fra det konkrete tilfellet. Der det må hensyntas hvilken verdsettelsesobjekt som er nærmest til å kunne gi virkelig verdi for det tilfellet verdien må verdsettes.⁸⁷

⁸⁶ Sml. HR-2016-1439-A (Bergshavene), LE-2019-55741 og TDALA-2013-206136-2

⁸⁷ NTS 2015:3 pkt. 2.3.2 – 2.3.4

NWS dommen legger vekt på at verdsettelsesobjektet ikke må kunne bli påvirket av rabatter i markedet gjennom spekulasjon rundt gunstigst mulig omsetningskurs eller ved manipulasjon for å presse kursen ned, slik at aksjene kan tvangsinnløses rimeligst mulig.⁸⁸ Dommen begrunner dette i hensynet til minoritetsvernet og lojalitetskravet i aksjelovgivningen.⁸⁹ Dommen taler for at markedskursen er et dårlig utgangspunkt for vurderingen ved nyemisjon. Flesberg gir at alle situasjoner som faller inn under eller ved henvisning til asal. § 4-17 femte ledd skal vurderes etter aksjenes virkelige omsetningsverdi. For andre tilfeller er det underliggende verdi som er gjeldene.⁹⁰ Ingen av reglene i asal. kapittel 10 viser til asal. § 4-17 evt. asal. § 4-17.⁹¹ Flesberg taler da for at kapitalforhøyelse ved nyemisjon skal vurderes etter de underliggende verdier i selskapet. Begge dommene vil slik sett tale for at det er allmennaksjeselskapets underliggende verdi som bør være riktig verdsettelsesobjekt.

Løsningen fra dommene fremstår som uegnet ved nyemisjonstilfeller i ASA notert på børs. De underliggende verdiene vil ofte ikke gjenspeile børskursen. Børskursen er som nevnt avgjørende for om en aksjonær i selskapet lider et tap grunnet nyemisjonen. Aksjene er kjøpt på en spesifikk børskurs i tro om at denne skal stige. De underliggende verdiene vil bare være en av flere momenter som har medført handel på den bestemte børskursen. Om en aksjonær må tåle utvanning som skyldes en nyemisjon, må dermed måles opp mot børskursen aksjonæren kunne solgt seg ut på ved det tidspunktet emisjonen ble bestemt.

Oslo Børs har også i sine vedtak og uttalelser⁹² basert seg utelukkende på hva som var børskurs/ markedskurs på tidspunktet for gjennomføring av emisjon når de vurderer hvilken emisjonsrabatt som foreligger.⁹³ Ut fra den lagmannsrettspraksisen som er gjennomgått, har ikke Retten vært uenig med Oslo Børs rundt bruken av børskurs/ markedskurs som verdsettelsesobjekt i sin vurdering av brudd på asal. § 5-21 eller vphl. § 5-14 i forbindelse med emisjoner.

⁸⁸ Se Rt. 2003 s. 713 premiss 69, 70 og 71

⁸⁹ Vernet ble styrket i ny dom HR-2020-1947-A der Høyesterett stadfestet at aksjemajoriteten i et AS har en ulovfestet lojalitetsplikt overfor aksjeminoriteten. Se avhandlingen pkt. 1.4

⁹⁰ NTS nr. 3 (2015) pkt. 4.1

⁹¹ Merk at asal. § 4-17 ikke inneholder femte ledd om «aksjenes virkelige verdi»

⁹² Se avhandlingens pkt. 5 for verdien av praksis fra Oslo Børs

⁹³ Se Børssirkulær 2/2014 – Likebehandling s. 16 og blant annet vedtak av 14.02.2020 XXL, 19.05.2017 Havila Shipping og 23.09.2015 Sparebank 1 Østfold og Akerhus.

Ut fra det overnevnte konkluderes det med at ved nyemisjoner i børsnoterte ASA må verdsettelsesobjektet være markedskursen på beslutningstidspunktet for emisjonen, der kursen må undersøkes for mulig manipulasjon i forkant.

4.1.5 Verdsettelsesmetode

Etter at verdsettelsesobjekter er valgt for å finne virkelig verdi, må verdien fastsettes i sum. Operasjonen som fastsetter virkelig verdi betegnes som verdsettelsesmetode. Vurdering av verdsettelsesmetode innebærer i hovedsak en regnskapsoperasjon som inngår i regnskaps- og finanslovgivningen. Verdsettelsesmetoden vil derfor ikke få en omfattende drøftelse i avhandlingen. Høyesterett har i NWS dommen gitt at hvilken metode som er den riktige må avgjøres konkret ut fra det gitte tilfellet. For emisjoner i selskapet notert på Oslo Børs vil det etter konklusjonen i pkt. 4.1.3 derimot bety at «virkelig verdi» vil være omsetningsverdien på Oslo Børs etter at det er undersøkt om kursen er basert på klart irrasjonelle handler på lavt volum eller annen markedsmanipulasjon. Verdsettelse kan dermed bli adskillelig enklere enn i innløsningstilfellene i dommene NWS og Flesberg.

4.2 Forholdsmessighetsvurderingen etter asal. 5-21 og vphl. § 5-14

Forholdsmessighet inngår i vurderingen om noen er gitt en «urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning», jf. asal. § 5-21. Ordlyden sier ikke noe om innholdet i vurderingen. Tilsvarende gjelder for vphl. § 5-14, der kravet om forholdsmessighet kommer frem i annet ledd første punktum If. Ordlyden viser til tiltak som er «egnet til å gi [...] urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utstedere». Ordlydene i lovene er like og forstås å inneholde de samme vilkår. En forskjell er at fokuset til vphl. § 5-14 er likebehandlingen mellom aksjonærene, mens asal. § 5-21 dekker myndighetsmisbruk fra majoriteten eller styrende organer, i tillegg har de forskjellig rekkevidde for hvem som gis en uforholdsmessig fordel. Videre sier ordlyden «på bekostning av». Ordlyden tolkes slik at beslutning ikke må være uforholdsmessighet mellom det negative/ tapet for de aksjonærene som skal vernes og det positive/ gevinsten beslutningen er «egnet til å gi» til selskapet eller andre.⁹⁴ Har en aksjonær et tap i forbindelse med den «urimelige fordel» må det oppfattes som å være «på bekostning av».

⁹⁴ Sml. G. Bråthen 2014 side 185. Der en lik forståelse av forholdsmessighetsvilkåret etter asal. § 6-28 er gitt. Asal. § 6-28 og § 5-21 hjemler samme regelen, men retter seg mot forskjellige organer.

Forarbeidene til asal. eller vphl. sier ikke noe nærmere om innholdet i ordlyden. I ot.prp.nr.34 (2006-2007) til vphl. nevnes at «Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 17 nr. 1 og 18 nr. 1, og er en videreføring av børsforskriften § 23-8». I rapporteringsdirektivet art. 17-1⁹⁵, som gjelder for selskaper med aksjer notert på regulert marked, er det gitt at direktivet «skal sikre likebehandling av alle aksjonærer som befinner seg i samme situasjon» (egen oversettelse fra dansk språk).⁹⁶ I NOU 1993:3 s. 74 sies at «Generalklausulen må i forhold til spørsmål om minoritetsvern ses i sammenheng med likhetsgrunnsetningen i aksjeretten (utkastet § 1-5).». Forarbeidet sikter til aksjeselskapets flertallsdemokrati. Dette medfører at minoriteten må som utgangspunkt akseptere flertallets avgjørelser. Er avgjørelsen et klart utslag av myndighetsmisbruk og/eller forskjellsbehandling fra majoriteten eller styrende organer, skal generalklausulene kunne brukes, uansett hva avgjørelsen går ut på. Grunnen til de vage reglene kan være at selskapsretten bygger blant annet på en grunnsetning om at lovgivning og rettspraksis ikke skal sette bånd på den selskapsrettslige utviklingen. Den selskapsrettslige profesjonalitet og skjønn skal etter tanken være best egnet til å ta beslutninger for å ivareta selskapets, innehaveres og andres interesser.⁹⁷

Vilkåret om forholdsmessighet er behandlet av både Filip Truyen og Gina Bråthens i deres doktoravhandlinger. Hos Truyen er vilkåret behandlet under vilkår om inngrepsterskel, mens hos Bråthen er vilkåret inngrepsterskel behandlet under forholdsmessighet.⁹⁸ Vilkårene er lik, men Bråthens avhandling finnes mest nærliggende mot avhandlingen og vil følges.⁹⁹

Det oppstilles tre momenter i vurderingen for forholdsmessighet: 1. inngrepsvilkåret, 2. aksjeeieres mulighet for tegning og 3. type emisjon.¹⁰⁰ I inngrepsvilkåret ligger at styrets forslag til kapitalforhøyelse til generalforsamlingen (GF), skal medføre det minst inngripende tiltaket for aksjonærene og selskapet. Dette gjelder særlig ved rettede emisjoner der aksjonærenes fortrinnsrett settes til side.

Dersom ny kapital like godt kunne vært innhentet gjennom fortrinnsrettsemisjon, men selskapet benytter seg av rettet emisjon for enkelhetens del, vil inngrepsvilkåret være brutt.

⁹⁵ Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF

⁹⁶ Direktivet er gjennomført i norsk lov og trådte i kraft 01.11.2007.

⁹⁷ Rt. 2003 s. 335 premiss 14 og dom Rt. 2013 s. 241 premiss 49

⁹⁸ G. Bråthen 2014 s. 189 og F. Truyen 2005 s. 319

⁹⁹ G. Bråthens avhandling handler om styrets fullmakt til kapitalforhøyelse. For denne avhandling vil det dreie seg om styrets forslag til GF og GF beslutning av kapitalforhøyelse. Bråthen går grundigere inn i momentet enn Truyen og har benyttet seg av Truyens doktoravhandling som kilde på problemstillingen.

¹⁰⁰ Sml. G. Bråthen 2014 s. 189 – 192

Dermed kravet til forholdsmessighet.¹⁰¹ Som Gina Bråthen nevner, må inngrepsvilkåret «vurderes i forhold til hypotetisk virkemidler, altså andre finansieringsalternativer» og «Jo større inngrep en rettet emisjon innebærer for aksjeeierne, desto større fordeler må den være egnet til å gi selskapet»¹⁰²

I vilkåret om aksjeeiernes mulighet for tegning ligger at forholdsmessighetsvurderingen må måles opp mot aksjonærenes evne og vilje til å tegne seg i en emisjon. Vilkalet medfører at styret må ut å søke informasjon fra aksjonærene før de utarbeider et forslag til GF. Et slikt vilkår er best egnet for AS med liten aksjespredning. For store ASA med stor aksjespredning må det tenkes at dette vilkåret vil ha noe lavere betydning. For ASA ville dette medført at selskapet først må forsøke en fortrinnsrettsemisjon og dersom emisjonen ikke oppnår tilstrekkelig tegning i forhold til nødvendig kapitalmangel, må en rettet emisjonsprosess igangsettes. En slik tung-grodd, kostbar og tidkrevende prosess vil neppe være i hverken selskapets eller aksjonærenes interesse. I tilfeller der selskapet ønsker kapital til utvikling eller andre fremsiktsplaner, kan vilkåret om nåværende aksjeeieres vilje og mulighet for å tegne seg spille en større rolle.

I vilkåret om typen emisjon¹⁰³ som moment i forholdsmessighetsvurderingen er det avgjørende om og i hvilken grad likhetsprinsippet¹⁰⁴ er overtrådt. Det forhold som må vurderes er om brudd på likhetsprinsippet kan forsvares med behovet selskapet har for kapitalforhøyelse og vinningsformålet.¹⁰⁵

Vilkåret vil lettere kunne være oppfylt ved en emisjon basert på «dårlige nyheter». «Dårlig nytt» situasjoner medfører at selskapet har øyeblikkelig behov for mer kapital grunnet likviditetsproblemer. Denne problemstillingen drøftes nærmere under pkt. 4.3 om saklighetsvurderingen.

Kapitalforhøyelse på «dårlig nytt» hentes som regel inn via en rettet emisjon. Er den rettede emisjonen i selskapets interesse og «egnet til», å være i tråd med vinningsformålet, kan dagens aksjonærer måtte tåle utvanning av økonomisk og organisatoriske rettigheter, jf. asal. § 5-21 og vphl. § 5-14. Som nevnt tidligere vil overtredelse av de økonomiske rettigheter

¹⁰¹ Sml. G. Bråthen 2014 s. 169 pkt. 16.3.2

¹⁰² G. Bråthen 2014 s. 190

¹⁰³ Avhandlingens pkt. 2.3 for typer emisjoner

¹⁰⁴ Avhandlingens pkt. 1.4 for likhetsprinsippet

¹⁰⁵ Sml. G. Bråthen 2014 s. 192 – 194

lettere kunne føre til brudd på forholdsmessigheten enn de organisatoriske rettigheter grunnet i minoritetens interesser (minoritetsvernet).

Spørsmålet da er om brudd på likebehandlingen må vurderes ut fra et kortsiktig eller langsiktig perspektiv rundt vinnings- og virksomhetsformålet, sett opp mot aksjonærenes rett på avkastning av sin investering. Kort kan det sies at formålene bør som regel avgjøres ut fra et langsiktig perspektiv grunnet i selskapets interesse for langvarig drift, som igjen må tenkes å komme aksjonærene til gode, men at dette beror på blant annet graden av utvanning, selskapets virksomhet og vedtektene som eksempler på momenter av betydning for vurderingen.¹⁰⁶

4.3 Saklighetsvurderingen

Saklighetsvurderingen er med på å styrke minoritetsvernet ved å forhindre at styret eller aksjemajoriteten skal fatte beslutninger som ikke grunner ut i selskapets eller aksjeeiernes interesse.

For saklighetsvurderingen er det et større språklig skille mellom allmennaksjeloven § 5-21 og verdipapirhandeloven § 5-14. I asal. § 5-21 kommer ikke saklighetskravet frem i ordlyden. I lovkommentar til nye aksjelover er det gitt at «det sentrale formålet med generalklausulen i § 5-21 er generalforsamlingsvedtak som savner et saklig og forsvarlig grunnlag.»¹⁰⁷ Lovkommentaren viser til forarbeidene fra aksjeloven 1976.¹⁰⁸ Generalklausulen er en videreføring fra aksjelov 1976 til aksjelovene 1997.¹⁰⁹ Saklighetskravet gjelder dermed også etter dagens aksjelover. Både lovkommentaren og G. Bråthen nevner at saklighetskravet etter § 5-21 må være begrunnet ut fra selskapets interesser. Bråthen mener at aksjonærenes interesse er innbakt i selskapets interesse.¹¹⁰

I denne avhandlingen argumenteres det for at aksjonærenes interesse vil utgjøre en selvstendig vurdering. For det første viser ordlyden i begge lover til «urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning», merk at det er snakk om begges interesse hver for

¹⁰⁶ T. Bråthen 2019 s. 72 - Bråthen mener at vinningsformålet tilsier at styret ikke må velge den løsningen som gir størst fortjeneste på kort sikt. Langsiktige mål kan tas i betraktning.

¹⁰⁷ Lovkommentaren 4.utg, s. 419

¹⁰⁸ Ot.prp.nr.19 (1974 - 1975) s. 111-112

¹⁰⁹ HR-2020-1947-A Premiss 44 «på dette punkt er det ingen realitetsendring mellom 1976-loven og 1997-loven»

¹¹⁰ G .Bråthen 2014 s. 172 -173

seg. Forarbeidene nevner i tillegg at «Styret og andre som opptrer på vegne av selskapet skal søke å fremme aksjeeiernes interesser innenfor rammen av gjeldende lov [...]. Ingen aksjeeier skal usaklig diskrimineres og ingen tredjemannsinteresser skal utilbørlig fremmes til skade for aksjeeiernes felles interesser».¹¹¹ Både ordlyd og forarbeider nevner aksjeeierinteressen som et eget vilkår i vurderingen. Saklighetsvurdering må dermed bero på selskapets interesser og aksjeeieres interesser som selvstendige momenter.

I Høyesterettsdommen Arkatunet som gjaldt et AS som påtok seg ansvaret for gjeld stiftet av en aksjonær, var spørsmålet om gjeldsoverdragelse med oppfyllelse av gjeld var i selskapets eller aksjeeierens interesse.¹¹² Høyesterett kom her frem til at gjeldsoverdragelsen var gjort i aksjeeieres interesse, men ikke selskapets. I dommen viser Høyesterett til at selskapets interesse og aksjeeieres vurderes separat og kan utgjøre to forskjellige løsninger. Tilsvarende løsning viser Høyesterett til i dom «Sandakergården» etter tidligere aksjelov 1976.¹¹³

Vphl. § 5-14 første ledd annet punktum går lengere i sin ordlyd enn asal. § 5-21. Ordlyden viser at «Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er **saklig begrunnet** ut fra **utsteders og innehavernes felles interesse**» (min utheving). Ordlyden inneholder et saklighetskrav der selskapet selv (utsteder) ikke må utsette seg selv eller aksjonærene (innehavernes) for usaklig forskjellsbehandling sett ut fra felles interesser. Ut fra drøftelsen over av asal. § 5-21 og det ulovfestede likhetsprinsippet¹¹⁴ vil vurderingen av saklighetskravet for asal. og vphl. være lik for hva gjelder ASA notert på Oslo Børs. Oslo Børs har også inntatt en likelydende bestemmelse i NUES og «Oslo Regelbok 2».¹¹⁵

Saklighetsvurderingen ved kapitalforhøyelse ved nytegning

For å vurdere om en beslutning er saklig må man først se på hvilken emisjonstype som ønskes benyttet. Ved fortrinnsrettsemisjon der likhetsgrunnsetningen og likebehandling er ivaretatt, vil forholdet til saklighet ut fra selskapets interesser være fremhevet. Ved rettet emisjon, der

¹¹¹ NUT 1970:1 s. 123 til «§ 62»

¹¹² Rt. 2008 s. 385 «Arkatunet»

¹¹³ Rt. 1995 s. 1026

¹¹⁴ Må ikke sammenblandes med likhetsprinsippet/ grunnsetningen i asal. § 4-1 – prinsippet går ut på at like tilfeller skal behandles likt med mindre noe taler for at de bør forskjellsbehandles..

¹¹⁵ NUES pkt. 4. NUES pkt. 4 inneholder en feil pr. 15.12.2020. NUES ikke er oppdatert etter nye asl./ asal. § 3-8. Se kommentarer og noter til NUES pkt. 4 og «Oslo Regelbok 2» pkt. 2.1

likhetsgrunnsetningen og likebehandling ønskes tilsidesatt, vil i tillegg kravet til aksjeeiernes interesse få stor betydning. Vurderingsmomentene vil derimot være lik for begge tilfeller.

Som det fremkommer av avhandlingen, sier ikke lov eller lovgiver særlig om innholdet i saklighetsvurderingen. Asal. inneholder kun krav til saklighet gjennom ordlyden når det gjelder samtykkenektelse ved eierskifte av aksjer i asal. § 4-16. For børsnoterte ASA er ikke dette et problem, grunnet i kravet til at aksjer fritt skal kunne skifte eier.¹¹⁶ Den frie omsetningen kan være grunnen til at asal. § 4-16 ikke har noen rettspraksis knyttet direkte til seg.¹¹⁷ For AS derimot finnes det rikelig med rettspraksis. AS har mindre aksjespreding og ofte ønske om å kunne kontrollere hvem som er aksjonærer. Aksjelovene er identiske på området og henviser til hverandre. Det må derfor kunne legges til grunn at vilkårene i lovene skal vurderes likt, jf. det ulovfestede likhetsprinsippet.

To sentrale dommer på området er «Østlendingen» og «Stangeskovene».¹¹⁸ Stangeskovende viderefører praksisen fra Østlendingen og bygger videre på kravet til saklighet. Dommene er fulgt opp i senere rettspraksis for vurderingen av saklighetskravet.¹¹⁹ Begge sakene gjaldt spørsmål om styret hadde saklig grunn til å nekte aksjeerwerb. Høyesterett kom frem til at utgangspunktet for saklighetskravet et at selskapet selv skal være best egnet til å vurdere om det er overholdt. Domstolen skal være varsom med å overprøve det selskapsrettslige skjønn.¹²⁰ Domstolen skal kun prøve om en beslutning har «tilstrekkelig og reell rot i selskapets formål og interesser».¹²¹

Fra uttalelsene ser vi at selskapets saklighetsvurdering i stor grad bero på vedtektene sammen med lovgivningen. Herunder det formål og interesse som tilhører selskapets «drift og egenart».¹²² Høyesterett poengterer også at i saklighetskravet inngår er krav til likebehandling.¹²³ Her samler rettspraksis asl./ asal. § 5-21 og vphl. § 5-14 seg slik

¹¹⁶ Vphl. § 13-2 (1) «Finansielle instrumenter kan opptas til handel på børs[...] dersom [...] de finansielle instrumentene er egnet for det og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning» og «Oslo Regelbok 2» pkt. 3.1.4.3, jf. Regel 6205 i «Regelbok 1».

¹¹⁷ Sammen med den lille rettspraksisen rundt asal. § 5-21 og vphl. § 5-14 gir dette lite grunnlag for å vurdere saklighetskravet direkte mot ASA.

¹¹⁸ Rt. 1999 s. 1682 (s. 1687 -1692) og Rt. 2013 s. 241 (Premiss 41-47 og 50)

¹¹⁹ Jf. LE-2019-22924, LF-2015-141724 og TOSLO-2014-72983

¹²⁰ Rt. 2013 s. 241 premiss 49

¹²¹ Premiss 50

¹²² Premiss 48

¹²³ Premiss 47

avhandlingen tidligere har konkludert med. Allmennaksjeloven inneholder et saklighetskrav selv om ikke det fremkommer av ordlyden, slik som i vphl. § 5-14 første ledd.

I juridisk teori står saklighetsvurderingen seg likt. Bråthen utdyper kravet litt nærmere med å poengtere at det er en objektiv vurdering. I dette ligger at så lenge beslutningen er saklig begrunnet, da ut fra selskapets **og aksjonærenes interesser** (egen tilføyning), så kan beslutningen tilgodese enkelte aksjonærer eller andre. Motsatt, dersom beslutningen er usaklig er styrets eller GF motivasjon for å fremme selskapets interesse eller aksjonærenes uten betydning.¹²⁴ Ved brudd på saklighetskravet fremkommer det av «Stangeskovene» at får den konsekvensen at beslutningene skal kjennes ugyldighet.¹²⁵

5 Reparasjonsemisjon

For hva en reparasjonsemisjon er, vises det til avhandlingens pkt. 2.3.3. Kort forklart skal en reparasjonsemisjon reparere det tap en aksjonær har i forbindelse med en rettet emisjon. På denne måten kan reparasjonsemisjonen brukes som moment til å tale for gjennomføring av en rettet emisjon, som i utgangspunktet ville medført forskjellsbehandling og/ eller myndighetsmisbruk fra styrende og besluttede organs side, jf. asal. §§ 4-1, 5-21, 6-28 og 10-4 og vphl. § 5-14.

I praksis kan en reparasjonsemisjon bli besluttet samtidig eller i etterkant av den rettede emisjonen. Spørsmålet dersom det gjøres i etterkant, er om en beslutningen vil kunne reparere den myndighetsmisbruk eller brudd på likebehandlingen som lå på beslutningstidspunktet for den rettede emisjonen. Et annet spørsmål er om den sakligheten som styret og aksjemajoriteten fant at forelå for å fravike likebehandlingsprinsippet ved den rettede emisjonen, kan følge med videre inn i reparasjonsemisjonen, slik at visse aksjonærer også her kan måtte la seg utvanne ytterligere.

Som nevnt er det ingen lovgivning på området og heller ingen rettspraksis rettet mot bruken av reparasjonsemisjon som vilkår for bortfall eller lemping av kravet til likebehandling. Derimot finnes det en stor grad av praksis fra Oslo Børs. Hvilken vekt praksisen har vil måtte

¹²⁴ G. Bråthen 2014 s. 169

¹²⁵ Rt. 2013 s. 241 premiss 87

vurderes i den enkelte sak. Som nevnt under pkt. 3.2.1 om likebehandling, avgjorde lagmannsretten saken ut fra den rettsregelen og subsumsjonen i vedtaket fattet av Oslo Børs.

Oslo Børs har delegert myndighet fra Finanstilsynet til å fatte vedtak for brudd på «Oslo Regelbok 2». ¹²⁶ Oslo Børs er, når de treffer vedtak, underlagt visse regler i forvaltningsloven jf. vphl. § 12-10. ¹²⁷ Børsen kan, i motsetning til Finanstilsynet, sanksjonere mot brudd på «Oslo Regelbok 2» i form av bøter. ¹²⁸ Som rettskilde legges det dermed til grunn at Oslo Børs har samme vekt som annen offentlig forvaltningspraksis på sitt område. I domstolene legges forvaltningens vedtak stor vekt der det har vært en langvarig, fast, klar og konsistent praksis. ¹²⁹ Alle dommene som vises til gjelder på godt lovfestede områder som trygderetten og skatteretten. På et lovtomt område vil en langvarig, fast og konsistent forvaltningspraksis måtte kunne tenkes å ha avgjørende vekt der den ikke fremstår som klart urimelig.

Avhandlingen vil videre gjøre en vurdering av praksisen fra Oslo Børs opp mot problemstillingene over. Siden det ikke finnes noen gjeldende rett på område, blir argumentasjon en mellomting mellom slik retten burde være (de lege ferenda), men at det ligger noe usikkerhet om dette ville vært slik domstolen hadde dømt (de sententia ferenda). Argumentasjon oppfattes likevel for å fremme den løsningen som bør følges i dag.

5.1 Oslo Børs som forvaltningsorgan

Allerede i brev av 10.juni 1998 tok børsen stilling til selskapers likebehandling av sine innehavere. Da etter børsforskriften § 23-8, som etter sin ordlyd er identisk med dagens vphl. § 5-14. I forarbeidene til aksjeloven ¹³⁰ er det gitt at dagens lov er en ren videreføring av børsforskriften. ¹³¹

Fra 1998 til 2014 har Oslo Børs behandlet en rekke spørsmål rundt likebehandling av aksjonærer. ¹³² I 2014 så børsen seg nødt til å utforme et børssirkulær rundt problemstillingen. Dette resulterte i børssirkulær 2/2014. Sirkulæret tok sikte på å nedfelle børsens praksis og

¹²⁶ Vphl. § 12-10 jf. § 12-5

¹²⁷ Lov 10.02.1967 – Forvaltningsloven - Kap. III,IV,V,VI,VIII

¹²⁸ Se Børsens «Oslo Regelbok 2» pkt. 15.4

¹²⁹ Rt.1995 s. 54 side 61 l.f., ,Rt.2007 s. 801 premiss 55. Rt.2008 s. 688 premiss 44, HR-2016-2017-A premiss 93

¹³⁰ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 423

¹³¹ FOR-1994-01-17-30

¹³² <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo> (vedtak og uttalelser)

forståelse rundt likebehandlingsprinsippet i tekst, særlig mot rettede emisjoner og reparasjonsemisjonen. I 2017 tok børsen på nytt grep. Dette skyldtes da, som grafen fra 2016 og 2017 i pkt. 2.3.3 viser (figur 1), at utstedere unnlot i stor grad å føre reparasjonsemisjon etter rettede emisjoner.

Dette resulterte i at børsen i 2017 ga ut en «Veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner». Veiledning var ment som en supplerende tekst til børssirkulæret fra 2014 om likebehandling. Også denne veiledningen er en nedfellelse av børsens praksis og forståelse av reparasjonsemisjonens rolle under likebehandlingsreglene.¹³³

Etter 2014 har børsen behandlet en rekke saker rundt brudd på likebehandling etter «løpende forpliktelser» nå «Oslo Regelbok 2 » pkt. 2.1 jf. vphl. § 5-14.¹³⁴ I alle saker bruker børsen den samme rettslige vurderingen for innholdet i «Oslo Regelbok 2 » pkt. 2.1 og vphl. § 5-14. Denne praksisen har minst foregått siden 1998 og frem til i dag. Oslo Børs, ved å ha gjennomført en lik praksis for spørsmålet rundt likebehandling i 22 år, må kunne tenkes å oppfylle kravet til å ha vært langvarig, fast og konsekvent ut fra domstolenes krav til forvaltningspraksis.

5.2 Betydning av tidspunktet for beslutning av reparasjonsemisjon

Allmennaksjeloven § 10-1 (1) gir at «beslutning om å forhøye aksjekapitalen ved nytegning av aksjer treffes av generalforsamlingen». Denne regelen gjelder også for beslutning av reparasjonsemisjon. I asal. § 5-21 jf. vphl. § 5-14, er det gitt at det ikke kan «treffes en beslutning» som er egnet til å gi noen en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere. Altså er det tidspunktet for når beslutningen av den rettede emisjonen blir tatt, som er av betydning for vurderingen av «urimelig fordel».

Dette medfører at dersom en reparasjonsemisjon blir besluttet samtidig som den rettede emisjonen, vil den kunne få betydning for vurderingen av «urimelig fordel», dersom den besluttes i etterkant, vil den kunne få betydning for en ugyldighetsvurdering av den rettede emisjonen.¹³⁵

¹³³ Børssirkulær 2/2014 pkt. 2 - OB-2017-3 pkt. 1

¹³⁴ Vedtak 11.mars 2014 «Songa offshore ASA», 23.september 2015 «Sparebank 1 Østfold», 7.juni 2016 «Birdstep Technology ASA», 16.nov og 19.des 2016 «REM Offshore ASA», 2.mai 2017 «Badger Explorer ASA», 19.mai 2017 «Havila Shipping», og 7.mars 2018 «Multiconsult ASA»,

¹³⁵ Sml. G. Bråthen 2014 s. 212 pkt. 16.3

Juridisk teori og Oslo Børs¹³⁶ legger til grunn at en reparasjonsemisjonen alltid vil måtte inngå i ugyldighetsvurderingen med at den kommer etter den rettede emisjonen i tid. En slik tolkning støttes ikke. Ordlyden gir at det er beslutningstidspunktet som er bestemmende og ikke gjennomføringstidspunktet. Et selskap som er i en kritisk situasjon og trenger kapital raskt, kan allerede på generalforsamlingen vite at det må gjennomføres en rettet emisjon og at det legges til grunn en påfølgende reparasjonsemisjon. Beslutes begge samtidig, vil reparasjonsemisjonen også få betydning for «urimelig fordel» vurderingen. Dersom reparasjonsemisjonen da ikke blir gjennomført, grunnet f.eks. markedskursen er lavere enn tegningskursen i den rettede emisjonen, vil dette måtte bli en egen vurdering rundt ugyldigheten. Spørsmålet er da om den rettede emisjonen egentlig var «egnet til» å gi en «urimelig fordel», jf. asal. § 5-21 og vphl. § 5-14, eller om det var uforutsette tilfeldigheter som ga en «urimelig fordel». Oslo Børs virker å ha inntatt en noe lik forståelse i senere tid gjennom børs sirkulær 2/2014 i pkt. 4.3.

5.3 Reparasjonsemisjon beslutes samtidig som rettet emisjon

Selv om reparasjonsemisjon og rettet emisjon beslutes under samme generalforsamling er det to selvstendige beslutninger som vedtas. Dette medfører at selv om en reparasjonsemisjon beslutes samtidig som den rettede emisjonen og reparasjonsemisjon gjør at de som ikke fikk mulighet å delta i den rettede emisjonen oppnår full reparasjon, vil utgangspunktet være at den rettede emisjonen fremdeles må være saklig sett ut fra selskapets nødvendighet for kapitalinnhenting. Om kapitalinnhenting like gjerne kunne vært gjort gjennom en fortrinnsrettsemisjon, skal denne velges, jf. asal. § 10-1. Reparasjonsemisjon kan dermed ikke brukes som en «snarvei» til kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer gjennom rettet emisjon.

En reparasjonsemisjon som en selvstendig emisjon medfører at den på lik linje med en fortrinnsrettsemisjon og rettet emisjon må ha utarbeidet prospekt dersom vilkårene for krav til prospekt er til stede (se pkt. 2.3). For å forenkle arbeidet med prospektet, setter noen ganger utstedere enten krav til minimumsbeholdning for å tegne seg eller benyttet samme kriterier for tegning i reparasjonsemisjon som i den rettede emisjonen. Utsteder kan på denne måten fritta seg fra prospektplikten eller bruke samme prospekt som under rettet emisjon. Dette kan igjen medføre at ikke alle aksjonærer får tegne seg i reparasjonsemisjon heller. Det er særlig dette

¹³⁶ G. Bråthen 2014 s. 211 – 212 og Vedtak og uttalelser OB 2005 pkt. 5.6.1 s. 59

tilfellet Oslo Børs tok til orde for i veiledningen fra 2017.¹³⁷ At den rettede emisjonen ble funnet saklig ut fra selskapets og aksjonærenes interesser, betyr ikke at de samme kriterier medfører at reparasjonsemisjon vil være saklig og forholdsmessig. Reparasjonsemisjon er som nevnt en egen beslutning og krever da også egen vurdering om det medfører en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder, jf. asal. § 5-21 og vphl. § 5-14 (2).

Dersom emisjonene besluttet under samme generalforsamling vil det som utgangspunkt bety at styret har utarbeidet forslag til begge emisjonene på forhånd, jf. asal. § 10-3 (1). Det finnes da riktig at utsteder kan bruke vurderingen av reparasjonsemisjon under forholdsmessighetsvurderingen i den rettede emisjonen. En slik utarbeidelse av forslag til begge emisjonene tilsier at styret har vært bevisst over at den forskjellsbehandlingen som finner sted vil være uforholdsmessig og har ønske om å opprettholde likebehandlingen av sine innehavere gjennom reparasjonsemisjon.

5.4 Reparasjonsemisjon besluttet etter den rettede emisjonen

Dersom en reparasjonsemisjon besluttet etter den rettede emisjon er gjennomført, eller mens den pågår, må enten dette gjøres som en ekstraordinær generalforsamling, jf. asal. § 5-7 eller gjennom at styret har fått fullmakt til reparasjonsemisjon under den tidligere generalforsamlingen, jf. asal. § 10-14. Om tilfældighetene er der, kan også beslutning om reparasjonsemisjon gjøres under den ordinære generalforsamlingen, se: asal. § 5-6 (1).

For å sørge for at kravet til likebehandling blir overholdt, må nødvendigvis en reparasjonsemisjon avholdes straks etter en rettet emisjon.¹³⁸ Om det går lang tid mellom den rettede emisjonen og reparasjonsemisjon øker sannsynligheten for forskjellsbehandling av aksjonærene. Enten i form av at markedskursen faller under emisjonskursen, som medfører at en reparasjonsemisjon er unødvendig, eller at de fordeler som ble oppnådd ved å kunne tegne seg i den rettede emisjonen faller bort.¹³⁹ Dette kan være snakk om fordeler i form av omsetningsmulighet eller lavere økonomisk vinning målt ut fra markedskursen i det gitte tidsrommet. Dette medfører at bruk av ekstraordinær generalforsamling kun for å beslutte

¹³⁷ Se Oslo Børs «veileder til reparasjonsemisjon» pkt. 3.1 og 3.2

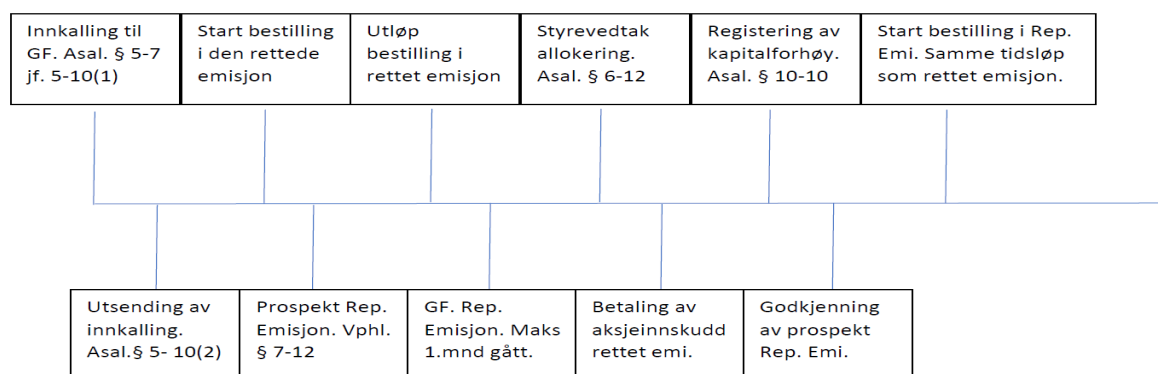
¹³⁸ Sml. Børssirkulær 2/2014 pkt. 4.3 tredje avsnitt

¹³⁹ Sml. Børssirkulær 2/2014 pkt. 4.3 fjerde avsnitt

reparasjonsemisjon er en lite gunstig løsning med tanke opprettholdelse av likebehandlingen, effektivitet og kostnader for øvrig.

Eks. på Tidslinje for rettet emisjon med beslutning om reparasjonsemisjon i etterkant.¹⁴⁰

(Figur 4)



Tiden fra «start bestilling» til «registrering av kapitalforhøyelse» er den tiden det tar før en aksjonær får sine verdipapirer registrert hos verdipapirsentralen og eventuelt hos sin megler/ investeringsbank. Tiden er variabel, men fra tegningsfristens utløp skal det ikke gå mer enn 3 måneder før det er meldt inn til foretaksregisteret, jf. asal. § 10-9 (1). Meldes det ikke inn innen fristen, er ikke tegningen bindende, jf. § 10-9 (3). En aksjonær får heller ikke rettighetene av aksjene før dem er registrert, med mindre annet er vedtektsfestet, jf. asal. § 10-10 (2). Som vi ser, så kan en reparasjonsemisjonsperiode ta ca. 4,5 til 5 måneder fra innkalling til registrering. På denne tiden kan forhold rundt selskapet og/ eller markedskursen tilsi at aksjonærene ikke lenger er likebehandlet som kan medføre ugyldighet av emisjonen.

5.5 Reparasjonsemisjon i praksis – Analyse av «Sparebank 1 Østfold Akershus»

Saken Sparebank 1 Østfold Akershus (Banken) fra 2015 gir et godt bilde av prosessen rundt rettet emisjon, reparasjonsemisjon og klage fra minoritetsaksjonærer. Saken ble klaget inn for Oslo Børs (OB) og videre til Børsklagenemda. Det gis en kort analyse av saken for å vise til utførelse i praksis opp mot avhandlingens øvrige innhold.

¹⁴⁰ Inspirasjon rundt inndeling av tidslinjen er hentet fra Viggo Bang-Hansen og Bjarne Rogdaberg, Emisjoner i børsnoterte selskaper, Børsrettsdagene 2012. s. 38. <https://docplayer.me/1476257-Emisjoner-i-borsnoterte-selskaper-utvalgte-problemstillinger-og-regelendringer.html>

Bakgrunn for saken

Sparebank 1 Østfold Akershus utførte i 2015 en emisjonsprosess rettet mot 5 av sine innehavere av egenkapitalbevis (EKB), der 4 ønsket å delta. Det ble tegnet EKB for 175 millioner fordelt på de fire som deltok. Tegningskursen ble satt til 105kr mot en markedskurs på 146,50 ved offentliggjøring av emisjonen (140kr ved tegning). Sammen med beslutningen om rettet emisjon, ble det besluttet en reparasjonsemisjon på kr 28,76 millioner til samme tegningskurs på 105kr. Reparasjonsemisjon skulle medføre at alle eiere fikk mulighet til å opprettholde sin eierandel. Prosessen ble påklaget av en minoritetsaksjonær til Finanstilsynet som igjen brakte klagen inn for Oslo Børs (OB) som rett klageinstans. OB fant at det lå brudd på likebehandlingsregelen og ila Banken en bot på tre ganger kursnotering, tilsvarende 480.000. Saken ble ikke brakt inn for domstolene.¹⁴¹

Oslo Børs vurdering av saken

OB vurderte spørsmålet om likebehandling opp mot «løpende forpliktelser (LF)» pkt. 2.1 og den tilsvarende bestemmelsen i vphl. § 5-14 (nå Oslo Regelbok 2 pkt. 2.1). Når det gjelder børsens vurdering av vphl. § 5-14 gjengis ordlyden i loven, før Børsen gå inn på vurderingen gjennom egen praksis. Når det kommer til bruk av egen praksis, uttaler OB på side 4:

Som det er nærmere redegjort for i Børssirkulære 2/2014 og overfor, er det ikke tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål; det stilles også krav til forholdsmessighet. I de tilfeller der det er foretatt rettede emisjoner vil det blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor.

Siste setning må forstås å vise til saklighetsvurderingen av den rettede emisjonen, når børsen viser til en vurdering av det som i denne avhandlingen omtales som inngrepsalternativer. OB går videre å vurderer forskjellsbehandling. Det vises til at to aksjonærer fikk tegne seg til en eierandel som var 22,8 og 8,9 ganger større enn deres forholdsmessige andel og til en betydelig rabatterte tegningskurs, mens de andre aksjonærene kun fikk mulighet å tegne seg til sin forholdsmessige andel til samme kurs. Etter dette konkluderer OB med at det foreligger en beslutning som var egnet til forskjellsbehandling av deres innehavere. OB stadfester dermed først at det foreligger brudd på likebehandlingsregelen i LF pkt. 2.1 og vphl. § 5-14.

¹⁴¹ Etter epostkorrespondanse med VP/ CFO hos Banken, viser det seg at grunnlaget for at saken ikke ble brakt inn for domstolene var en helhetsvurdering av egen sak og utfallet av den verserende rettssaken mellom EVERY ASA og OB på tidspunktet i 2015 - TOBYF-2015-157176

OB går videre å vurderer om bruddet på likebehandlingen likevel kan forsvares sett ut fra om den rettede emisjonen med påfølgende reparasjonsemisjon var saklig og forholdsmessig ut fra selskapets og aksjonærenes interesser.

Saklighetsvurderingen

Det første OB ser på er formålet med den rettede emisjonen. OB oppstiller vilkår til at formålet «må være relevant og egnet til å fremme fellesinteressene». Formålet for banken var å styrke sin kjernekapitaldekning (soliditet)¹⁴² som følge av regelendringer som var ventet.¹⁴³ Å styrke kjernekapitalen fant OB ut at var et formål som var ment å komme selskapet og aksjonærer til gode. At reglene var ventet å komme, innbar dermed at det ikke forelå noe akutt behov for å styrke kjernekapitalen. Banken hadde videre anført at grunnlaget for å bruke rettet emisjon fremfor fortrinnsrettsemisjon i dette tilfellet var begrunnet i gjennomføringsrisikoen. I gjennomføringsrisikoen legger Banken bekymringen for hvordan markedet ville reagert på en banks nyhet om å måtte styrke sin egenkapital og det at banken så det for lite sannsynlig å hente inn det ønskede beløpet gjennom en fortrinnsrettsemisjon.¹⁴⁴

I tillegg ble det stilt krav fra enkelte investorer for å delta, at den ble rettet med en viss allokering av aksjer ut fra egenkapital som var ønsket innhentet. Bankens største aksjonær «Sparebankstiftelsen» så det også som ugunstig at en del av deres forholdsmessige andel måtte eventuelt selges grunnet at de ikke ønsket å tegne seg for hele sin forholdsmessige andel. OB tok ikke disse hensyn til følge. En slik vurdering støttes. At subjektive hensyn og bekymringen fra «Sparebankstiftelsen» som ikke ønsker å delta i emisjonen, kan naturlig nok ikke få betydning på likebehandlingsreglene. At enkelte aksjonærer stiller krav for å delta i en emisjon, vil som tidligere nevnt i avhandlingen kunne få betydning for å fravike likebehandlingen.¹⁴⁵

OB konkluderte med at det var andre inngrepsmuligheter som ville stilt aksjonærene i en bedre stilling enn den ikke-offentliggjorte rettede emisjonen. For det første kunne den rettede emisjonen vært forhåndsannonsert og for det andre kunne den vært tilbudt til en bredere

¹⁴² Kjernekapitaldekning er et krav fra norske myndigheter om bankers krav til egenkapital målt ut fra sin virksomhets eksponering mot risiko.

¹⁴³ LOV 4. oktober 2015 Finansforetaksloven § 14-1 og FOR-1990-06-01-435 forskrift om beregning av ansvarlig kapital for banker m.v. Se § 3 for innholdet i kjernekapital.

¹⁴⁴ Det påpekes her at banken kommer med subjektive hensyn tatt inn i sin vurdering, sml. pkt. 4.3 om vurderingens objektive krav.

¹⁴⁵ Se også OB «vedtak og uttalelser 2014» pkt. 4.1.1 (Songa offshore SE)

gruppe investorer uten at dette ville gått ut over gjennomføringsrisikoen. Børsen viser til at ved å rette tilbud mot de 20 største EKB eierne, ville øke eksponeringen med 2,05% av aksjonærene. Med større eksponering følger bedre oversikt over interessen for nytegningen uten at nyemisjonen offentliggjøres. I tillegg ble det i reparasjonsemisjonen meldt en overtegning på 220%, noe som viser til at bankens egen vurdering av interessen ikke var riktig. På bakgrunn av dette ble det konkludert med at den rettede emisjonen ikke var saklig eller forholdsmessig. Det forelå dermed brudd på bestemmelsen om likebehandling etter «LF» pkt. 2.1 og vphl. § 5-14.

Reparasjonsemisjon - betydning for kravet til likebehandling

Utgangspunktet hos OB var i tråd med tidligere praksis. En reparasjonsemisjon kan «få særlig betydning som et reparerende tiltak der den rettede emisjonen innebærer en forskjellsbehandling mellom eksisterende innehavere». Som vilkår for dette oppstiller OB at reparasjonsemisjon må: 1. Være foretatt så raskt som mulig etter den rettede emisjonen, 2. til samme kurs og 3. tilby de andre aksjonærene en forholdsmessig lik mulighet til å tegne seg som de i den rettede emisjonen.

Ut fra de tre oppstilte kriterier og det som er nevnt over, ser vi at vilkår 1 og 2 ikke er problematiske. Reparasjonsemisjonen ble besluttet samtidig som den rettede emisjonen og ble gjennomført mellom 16.juni og 30.juni, med registrering 13.juli 2015. Den rettede emisjonen ble enstemmig vedtatt i representantskapsmøtet 11.juni 2015. Tidskravet må anses å være oppfylt. Tegningskursen ble satt likt i begge emisjonene. Det problematiske lå derimot i tredje vilkår. Banken oppfattet det slik at dersom de andre aksjonærene ble gitt mulighet til å tegne seg ut fra sin forholdsmessige andel var vilkåret oppfylt, mens OB oppstilte vilkåret til å skulle verne mot utvanning «i forhold til de aksjonærene som fikk delta i den rettede emisjonen». Dette betyr at de andre aksjonærene også måtte ha blitt gitt mulighet til å tegne seg for en vesentlig større andel av aksjer enn de selv hadde, noe som ville resultere i en kraftig overtegning i reparasjonsemisjon ut fra det taket som ble besluttet i representantskapet.

Det må tenkes å være urimelig og lite trolig å forvente at alle aksjonærer skal tegne seg i lik grad, men spørsmålet er ikke hva som ville blitt gjort, men hvilken mulighet som ble gitt. Ut fra overtegningen på 220% vises det at interessen for instrumentet var til stede, også hos minoritetsaksjonærene.

OB la noe vekt på at selv om ikke de andre aksjonærene fikk tegne seg i lik grad, så fikk de tegne seg ut fra sin forholdsmessighet. Det som utgjorde at reparasjonsemisjonen ikke ble ansett for å reparere forskjellsbehandlingen av aksjonærene, var den uforholdsmessig store tegningsretten de to aksjonærene i den rettede emisjonen fikk. Dermed fikk ikke reparasjonsemisjon full reparerende effekt sett ut fra fordelene to aksjonærer fikk i den rettede emisjonen.

Etter Ordlyden i asal. § 10-4 (1) tyder det på at en aksjonær kun kan forvente å tegne seg til nye aksjer «i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet». En tolkning av ordlyden kan gi at man ikke kan regne med å få tegne seg for en større forholdsmessig andel enn man alt er eier av, dette i tråd med Bankens anførsel. I rapporteringsdirektivet art. 17-1¹⁴⁶, som gjelder for selskaper med aksjer notert på regulert marked, er det gitt at direktivet «skal sikre likebehandling av alle aksjonærer som befinner seg i samme situasjon» (min understrekning). Rapporteringdirektivet utvider her adgangen til å tegne seg for mer enn sin forholdsmessige andel, dersom andre er gitt denne muligheten. Selv om ikke OB fant sin støtte i direktivet, finnes konklusjonen fra OB som riktig.

Et spørsmål OB ikke tok stilling til, er om den fordelene de to aksjonærene her fikk var «på bekostning» av andre innehavere eller utsteder» jf. vphl. § 5-14 annet ledd første punktum. OB anfører selv at «egenkapitalbeviserne som ikke deltok i den rettede emisjonen fikk mulighet å opprettholde sin forholdsmessige eierandel i Banken ved å tegne seg i reparasjonsemisjon[...]». I dette tilfellet kan det tenkes at selv om enkelte aksjonærer ble gitt en «urimelig fordel», så var det ikke «på bekostning» av de andre aksjonærene, når de fikk mulighet å opprettholde sin verdimeslige og organisatoriske posisjon i Banken. Både «LF» pkt. 2.1 og vphl. § 5-14 oppstiller det som et klart vilkår.

Saken ble innklaget til Børsklagenemda, som ga OB medhold. Når det gjelder reparasjonsemisjonen og spørsmålet om det var på bekostning, nevner Børsklagenemda helt kort til sist at «Børsklagenemda viser til annet ledd i likebehandlingsbestemmelsen og kan ikke se at det er grunnlag for en slik sontring, iallfall ikke slik omstendighetene er i denne sak».

¹⁴⁶ Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF

Her menes det at Børsklagenemda tok en for enkel løsning og at problemstillingen bør ha vært drøftet mer inngående for å gi en akseptabel begrunnelse for den bekostning de andre aksjonærene menes å ha hatt. Når Børsklagenemda ikke begrunnet sin avgjørelse ut fra det nevnte Rapporteringdirektivet, samtidig som Banken påpeker at aksjonærene isolert sett ikke har noe «tap» grunnet nyemisjonen gir ikke vedtaket en tilfredsstillende konklusjon.

5.6 Oppsummering

En reparasjonsemisjons formål er å reparere den forskjellsbehandling som en rettet emisjon medførte. For at de andre innehaverne av instrumentet skal kunne oppnå full reparasjon, stilles det krav til at reparasjonsemisjonen må utføres i nær tid etter den rettede emisjonen, til samme tegningskurs og til samme forholdsmessig andel av tegningsretter som ble gitt i den rettede emisjonen. Vilklårene fremkommer av en langvarig og konsistent forvaltningspraksis fra Oslo Børs. Det finnes ingen lovgivning eller rettspraksis som hverken stadfester eller fraviker Oslo Børs sin praksis her. Inntil slik lov eller praksis finnes, vil Oslo Børs sin praksis på spørsmålet være det mest nærliggende å se til når et selskap skal vurdere effekten av en reparasjonsemisjon.

I tillegg når Oslo Børs er første klageinstans for brudd på likebehandlingen under en reparasjonsemisjon, og andre instans, Børsklagenemda, har vist seg å følge samme retningslinjene som Oslo Børs, vil en etterlevelse av de retningslinjene som er gitt måtte antas å oppfylle de krav som er stilt til reparasjonsemisjonen.

En reparasjonsemisjon vil ikke alltid kunne reparere brudd på likebehandlingen som har oppstått etter en rettet emisjon. For å vurdere dette må man se til når emisjonen er besluttet. Er den gjort samtidig som den rettede emisjonen taler det for at man kan innta den i forholdsmessighetsvurderingen, er den besluttet etter den rettede emisjonen, vil den kunne få betydning for en ugyldighetsvurdering av den rettede emisjonen.

6 Ugyldighetssanksjoner og klageadgang

For ASA notert på Oslo Børs, vil reglene for overprøving være forskjellige ut fra hvem som er innklager. Er det aksjonærene, vil reglene i asal. og vphl. være styrende. Er det selskapet selv, er det «Oslo Regelbok 2 – utsteder regler» som er styrende.

En aksjeeier som føler seg urimelig behandlet gjennom styrets forslag og generalforsamlingens vedtak kan i medhold av asal. § 5-22 «reise søksmål med påstand om at en beslutning av generalforsamlingen er ugyldig» For at beslutningen skal kunne kjennes ugyldig må den ha «blitt til på en ulovlig måte eller for øvrig i strid med loven eller selskapets vedtekter». Ordlyden oppstiller ingen krav til at aksjeeieren må ha en viss andel av selskapet for å kunne reise søksmål. Dette medfører at selv en aksjeeier med kun én av flere millioner aksjer og til en ubetydelig verdi, kan bringe saken inn for domstolen.

For at aksjeeieren skal få prøvet sin sak for domstolen, kreves det at søksmålet er reist innen 3 måneder etter at beslutningen ble truffet, jf. asal. § 5-23 (1). I annet ledd oppstilles unntak for 3 måneders reglen. Unntakene tar sikte på å forsvare mot myndighetsmisbruk i forbindelse med avholdelse av selve generalforsamlingen.

Dersom domstolen kommer til at det foreligger ugyldighet rundt generalforsamlingens beslutning, vil avgjørelsen ikke bare gjelde for den som reiste søksmålet, men også alle som hadde rett til å reise søksmål, jf. asal. § 5-24 (1). Som avhandlingen viser, finnes det lite rettspraksis som retter seg mot nyemisjoner. Dette tenkes å ha sammenheng med den prosessrisiko som ligger for en minoritetsaksjonær sett opp domstolenes ellers varsomhet med overprøving av det selskapsrettslige skjønn.¹⁴⁷

Ellers vil en aksjeeier ha mulighet til å oppfordre Oslo Børs som tilsynsorgan til å undersøke om reglene om likebehandling er overholdt. Oslo Børs kan ikke kjenne en beslutning ugyldig, men kan sanksjonere i form av bot på inntil 10 ganger kursnoteringsavgiften.¹⁴⁸ For selskapet som blir kontrollert av Oslo Børs og blir ilagt bot, kan få saken overprøvd av Børsklagenemda. Får ikke selskapet medhold der, er neste steg domstolsbehandling.

¹⁴⁷ Rt-2003-335 Premiss 14 og 15

¹⁴⁸ Se «Oslo Regelbok 2» pkt. 2.10.3

7 Kilder

Lover

Skjønnsprosessloven – skjl.	Lov 01.juni 1917 om skjønn og ekspropriasjonssaker
Forvaltningsloven – fkjl.	Lov 10.02.1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker
Foretaksnavneloven – ftnavnl.	Lov 21.juni 1985 nr. 79 om enerett til foretaksnavn og andre forretningskjennetegn mv.
Aksjeloven – asl.	Lov 13.juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper
Allmennaksjeloven – asal.	Lov 13.juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper
Regnskapsloven – rskl.	Lov 17.juli 1998 om årsregnskap m.v.
Verdipapirhandeloven – vphl.	Lov 29.juni 2007 om verdipapirhandel
Finansforetaksloven	Lov 4. oktober 2015 om finansforetak og finanskonsern

Forskrifter

Forskrift om beregning av ansvarlig kapital	FOR-1990-06-01-435 - Forskrift om beregning av ansvarlig kapital for banker, kredittforetak, finansieringsforetak, pensjonsforetak, oppgjørssentralen og verdipapirforetak
Børsforskriften (1994)	FOR-1994-01-17-30 - Børsforskriften

Forarbeider

NOU 1992:29	NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper
NOU 1995:30	NOU 1995:30 Ny regnskapslov

NOU 1996:3

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning

Ot.prp.nr. 19 (1974-1975)

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

Ot.prp.nr. 34 (2006-2007)

Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (Verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

Direktiver

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF - Rapporteringdirektivet

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, og om endring av direktiv 2001/34/EF. [Rapporteringdirektivet for omsettelige verdipapirer]

Rettspraksis

Høyesterett

Rt. 1995 s. 54

Rt. 1995 s. 1026

Rt. 1999 s. 1682

Rt. 2003 s. 335

Rt. 2003 s. 713

«Norway Seafoods»

Rt. 2007 s. 801

Rt. 2008 s. 385

«Arkatunet»

Rt. 2008 s. 688

HR-2007-01731-A

HR-2012-2006-U

Rt. 2013 s. 241 «Stangeskovene»

HR-2016-1439-A «Bergshavene»

HR-2016-2017-A

HR-2020-1947-A

Rettspraksis

Underretter

TOSLO-2014-72983

TOBYF-2015-157176

LF-2009-120317

LF-2010-160231

LF-2015-141724

LE-2019-22924

LF-2010-160231

Forvaltningspraksis

Oslo Børs -Vedtak og
uttalelser 2005 OB-2005

Oslo Børs - Vedtak og
uttalelser 2014 OB-2014

Oslo Børs - Vedtak og
uttalelser 2015 OB-2015

Oslo Børs - Vedtak og
uttalelser 2017 OB-2017

Oslo Børs - Vedtak og
uttalelser 2018 OB-2018

Oslo Børs – Retningslinjer for
likebehandling av aksjonærer –
Børssirkulær 2/2014

Oslo Børs – Veileder for gjennomføring av reparasjonsemisjon - OB-2017

Oslo Børs – Vedtak REM Offshore OB-2009-10

Børsklagenemnda – SAK 3/2015 – Sparebank 1 Østfold Akershus

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse 2018 (NUES)

Regelbok 1 – Harmoniserte regler 2020

Oslo Regelbok 2 – Utsteder regler 2020

Litteratur

Juridisk litteratur

- Aarbakke m.fl. (2017) Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre. Aksjeloven og allmennaksjeloven. Lovkommentar 4.utgave 2017
- Bråthen, Gina. (2014) Gina Bråthen. Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt, 1.utgave 2014
- Bråthen, Tore (2017) Tore Bråthen, Selskapsrett, 5.utgave 2017
- Bråthen, Tore (2019) Tore Bråthen, Selskapsrett, 6.utgave 2019
- Truyen, Filip (2004) Filip Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 1.utgave 2004
- Schwencke m.fl. (2019) Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen, Kjell Magne Baksaas, Tonny Stenheim og Erik Avlesen-Østli, Årsregnskapet i teori og praksis, 21.utgave 2019

Artikler

- Medbestemmelse og maktmisbruk i aksjeselskaper Filip Truyen, Revisjon og regnskap, 2. utgave 2005
- Nytt om prinsippet for verdsettelse av aksjer ved innløsning av aksjonærer Tore Bråthen, Magma, nr. 6 2007
- Om verdsettelsesprinsipper ved innløsning av aksjer – fra Norway Seafoods til Flesberg – og tilbake? Kåre I. Moljord, Nordisk tidsskrift for selskapsrett, nr. 3 2015

Emisjoner i børsnoterte selskaper – utvalgte problemstillinger og regelendringer

Viggo Bang-Hansen og Bjarne Rogdaberg, 31.01.2012, skrevet til børsrettsdagene 2012. Kan leses gjennom: <https://docplayer.me/1476257-Emisjoner-i-borsnoterte-selskaper-utvalgte-problemstillinger-og-regelendringer.html> (sist sjekket 14.12.2020)

Nettsider

www.bedriftenbi.no/

Sammendrag fra pensum i faget «Bedriften» på BI – skrevet at BI studentene. <http://www.bedriftenbi.no/introduksjon-og-aksjeselskapet/> (sist sjekket 14.12.2020)

www.brreg.no

<https://www.brreg.no/produkter-og-tjenester/statistikk/bedrifts-og-foretaksstatistikk/> (sist sjekket 14.12.2020)

www.finanstilsynet.no

<https://www.finanstilsynet.no/tema/prospektkontroll/nytt-europeisk-prospektregelverk/> (sist sjekket 14.12.2020) og <https://www.finanstilsynet.no/tema/prospektkontroll/sjekkliste/> (sist sjekket 14.12.2020)

www.investopedia.com

<https://www.investopedia.com/terms/d/dutchauktion.asp> (sist sjekket 14.12.2020)
<https://www.investopedia.com/terms/b/bookbuilding.asp> (sist sjekket 14.12.2020)

www.nues.no

<https://nues.no/eierstyring-og-selskapsledelse/> (sist sjekket 14.12.2020)

www.oslobors.no
(www.euronext.com)

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk> (sist sjekket 14.12.2020), <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere> (sist sjekket 14.12.2020), <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Opptaksregler-for-aksjer-paa-Oslo-Boers> (sist sjekket 14.12.2020) og <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo> (sist sjekket 14.12.2020)

www.skatteetaten.no

<https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/handboker/skatte-abc/2019-2020/> (sist sjekket 14.12.2020)

www.snl.no

https://snl.no/emittere_-_utstede (sist sjekket 14.12.2020)

Figurer

Alle figurer er laget for avhandlingen

Figur 1

Statistikk over antall emisjoner gjennomført på Oslo Børs i perioden 2016-2020

Figur 2

Eksempel på aksjonærer under generalforsamling

Figur 3

Allmennaksjelovens og verdipapirhandellovens rekkevidder for berørte parter

Figur 4

Eksempel på tidshorisont for gjennomføring av rettet emisjon med etterfølgende reparasjonsemisjon

