



Det juridiske fakultet

Kapitalforhøyelse ved rettet emisjon i allmennaksjeselskap

Om innholdet av kravet til at den rettede emisjonen må være «saklig begrunnet i selskapets interesse», og i hvilken grad rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling av aksjonærene.

Nikolai Grotmoll Myhre

Masteroppgave i rettsvitenskap JUR-3902, høst 2020.

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Tema og problemstilling	1
1.2	Aktualitet.....	2
1.3	Metode.....	3
1.4	Rettskildebildet.....	3
1.4.1	Lovtekst.....	3
1.4.2	Lovforarbeid.....	4
1.4.3	Rettspraksis	4
1.4.4	Næringslivets praksis	4
1.4.5	Reelle hensyn	5
1.4.6	Juridisk teori.....	5
1.5	Avgrensninger i avhandlingen	5
1.6	Begrepsavklaring.....	6
1.7	Videre fremstilling	7
2	Selskapskapitalen	7
2.1	Selskapets kapitalstruktur.....	7
2.2	Selskapets egenkapital.....	8
2.2.1	Bundet egenkapital.....	9
2.2.2	Fri egenkapital.....	10
2.3	Finansiering med fremmedkapital.....	11
2.3.1	Lån.....	11
2.3.2	Finansielle instrumenter	12
2.4	Finansiering med egenkapital.....	13
2.4.1	Fondsemisjon	14
2.4.2	Innskuddsemisjon.....	14
2.5	Utvanning av aksjonærenes eierandeler og verdi.....	18

2.5.1	Begrepet «utvanning»	18
2.5.2	Hvordan fastsette tegningskurs på emisjonsaksjene	21
2.6	Saksbehandlingsregler ved emisjon	23
2.6.1	Styrets saksbehandling	23
2.6.2	Habilitet.....	24
3	Utgangspunktet om kravet til likebehandling av aksjonærene.....	25
3.1	Introduksjon	25
3.2	Det aksjerettslige likhetsprinsippet	26
3.2.1	Hvilket innhold som følger av likhetsprinsippet	27
3.3	Forholdet til likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14	29
4	Vilkåret om at den rettede emisjonen må være «saklig begrunnet i selskapets interesse» 33	
4.1	Introduksjon	33
4.2	Styrets rolle i selskapet.....	33
4.3	Rekkevidden av styrets kompetanse til å foreslå en rettet emisjon.....	35
4.3.1	Vilkåret «egnet til å gi».....	36
4.3.2	Vilkåret «visse aksjeeiere eller andre».....	36
4.3.3	Vilkåret «urimelig fordel».....	37
4.3.4	Urimelighetsvilkårets innhold	38
4.3.5	Vilkåret «på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning»	44
5	Generalforsamlingens beslutningskompetanse	44
5.1	Introduksjon	44
5.2	Utgangspunktet om flertallsprinsippet	45
5.2.1	Vilkåret «egnet til å gi».....	47
5.2.2	Vilkåret «visse aksjeeiere eller andre».....	48
5.2.3	Vilkåret «urimelig fordel».....	48
5.2.4	Vilkåret på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning»	52

6	I hvilken grad rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling av aksjonærene	53
6.1	Oppsummering	53
6.2	Konklusjon	55
7	Kildeliste	56

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Avhandlingens tema omhandler reglene for hvordan allmennaksjeselskap kan finansiere selskapets virksomhet. Nærmere bestemt om adgangen til å forhøye aksjekapitalen i en såkalt rettet emisjon. Avhandlingen tar sikte på å redegjøre for innholdet av kravet til at den rettede emisjonen må være «saklig begrunnet i selskapets interesse», og i hvilken grad rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling av aksjonærene. Avhandlingen er rettsdogmatisk.¹

Kapitalforhøyelse er som ordet tilsier en forhøyelse av et selskaps aksjekapital. Tilgang på kapital er avgjørende for å sikre selskap nødvendig likviditet, både for å kunne finansiere operasjonell drift og for å kunne investere i nye prosjekter og i videre vekst.

Selskapsfinansiering kan gjøres på ulike måter.² Den mest effektive måten å innhente ny kapital til selskap på, er ved å innby til nytegning av aksjer mot kapitalinnskudd. Dette kalles en «emisjon».

Ved en emisjon er selskapets eksisterende aksjonærer gitt en lovbestemt fortrinnsrett til å tegne de nye aksjene. Emisjon på bakgrunn av fortrinnsrett kalles for fortrinnsrettsemisjon og ivaretar hensynet til likebehandling av aksjonærene. Årsaken til at aksjonærene er gitt en lovbestemt rett til å tegne de nye aksjene, er for å unngå såkalt «utvanning».³ Innledningsvis kan utvanning oppsummeres som at aksjonærenes prosentvise eierandel i selskapet, reduseres. Det skilles i den forbindelse mellom verdimessig og eiermessig utvanning.

Allmennaksjeloven⁴ oppstiller ett unntak fra hovedregelen om at kapitalforhøyelsen skal gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon. I stedet for at emisjonen tilbys alle aksjonærene, «rettes» emisjonen mot en nærmere bestemt krets av enten nye eller eksisterende aksjonærer. Dette kalles for en rettet emisjon. En rettet emisjon innebærer at aksjonærene i selskapet

¹ Jens Edvin A. Skoghøy, Rett og rettsanvendelse, 2018 s. 25. Med «rettsdogmatikk» menes fremstilling av gjeldende rett.

² De ulike finansieringsmåtene vil bli behandlet i punkt 2.3 og 2.4.

³ Utvanning vil bli behandlet i punkt 2.5 flg.

⁴ Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) § 10-5.

forskjellsbehandles og utvannes. Kapitalforhøyelse i en rettet emisjon må derfor være «saklig begrunnet i selskapets interesse».

Kravet om at en rettet emisjon må være «saklig begrunnet i selskapets interesse», følger ikke uttrykkelig av allmennaksjeloven. En rettet emisjon reiser dermed viktige spørsmål knyttet til kravet til likebehandling av aksjonærene og i hvilken utstrekning likebehandlingsreglene kan fravikes.

1.2 Aktualitet

Kapitalforhøyelse som følge av en rettet emisjon, er et tema det ofte skrives om i ulike finansmedier. Rettede emisjoner fremstår av denne grunn som den foretrukne måten å innbringe ny kapital til selskap på. Allmennaksjelovens unntaksregel, utgjør flertallet av antall emisjoner på Oslo Børs og omtales i finansbransjen som kapitalmarkedenes «hovedregel».⁵

En analyse av antall emisjoner ved Oslo Børs i perioden 1986 til 2015,⁶ viser at det i perioden i snitt ble gjennomført omtrent tre ganger flere rettede enn offentlige emisjoner.

Selv om analysen ikke angir antall fortrinnsrettsemisjoner for samme periode, virker rettede emisjoner å være det foretrukne alternativet når aksjekapitalen skal forhøyes.

Den ovenfor nevnte praksis har ikke passert ubemerket for Oslo Børs. I et børssirkulære fra 2014 fremgår det blant annet at «*Børsen har i senere tid sett en utvikling som kan tilsa at det er rom for ytterligere bevisstgjøring (...) [Av] likebehandlingsregelen*». Av dette kan det utledes at rettede emisjoner oppstiller viktige spørsmål knyttet til likebehandlingsreglene, og dermed også hvilket innhold som kan ilegges kravet til at forskjellsbehandlingen må være «saklig begrunnet i selskapets interesse».

I hvilken grad rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling av aksjonærene i allmennaksjeselskap, har ikke blitt behandlet av Høyesterett.

Problemstillingen anses derfor å være aktuell.

⁵ Nettartikkel <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fortrinnsrettsemisjon-hvordan-sette-tegningskursen.html>

⁶ Bøhren, Michaelsen og Norli. Finans, Teori og praksis, 2017 s. 225

1.3 Metode

Utgangspunktet for fremleggelse og løsning av avhandlingens problemstilling, er alminnelig rettskildelære.⁷ Med rettskildelære⁸ siktes det til Høyesteretts fremgangsmåte for å klarlegge innholdet av en rettsregel. Utgangspunktet for rettsanvendelsen er de overordnede metanormene relevans, slutning og vekt, kalt rettskildeprinsipper.⁹

Med relevans menes hvilke rettskilder¹⁰ som kan tjene som argumenter for å løse rettsspørsmålet og som oppstiller en rettsvirkning. Med slutning menes hvilket resultat som kan utledes av den relevante rettskilden ved å tolke rettskilden¹¹ og med vekt siktes det til hvordan argumentene fra rettskildene skal avveies mot hverandre¹².

1.4 Rettskildebildet

1.4.1 Lovtekst

Avhandlingens tema og problemstilling reguleres som et utgangspunkt av reglene for aksje- og allmennaksjeselskap, i lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), heretter forkortet asal. og lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven), heretter forkortet asl.

For børsnoterte allmennaksjeselskap gjelder i tillegg lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) heretter vphl og lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven), heretter rskl.

Spesielt for de lovfestede kildene på selskapsrettens område, er at lovbestemmelsene er noe «magre». De angir med andre ord ikke uttømmende hvilke vilkår som må være oppfylt for at rettsvirkningen skal inntre. Dette skyldes at reguleringen i stor grad er av privatrettslig karakter og begrunnes i selskapenes privatautonomi. Lovtekst må derfor i stor grad suppleres med andre rettskilder for å kunne utlede innholdet av de lovfestede reglene.

⁷ Skoghøy s. 17.

⁸ Ibid.

⁹ Skoghøy s. 22.

¹⁰ Ibid.

¹¹ Skoghøy s. 23 jf. s. 239.

¹² Skoghøy s. 256.

1.4.2 Lovforarbeid

Aksje- og allmennaksjeloven har blitt revidert i en rekke omganger og de to selskapstypene var tidligere regulert i samme lov før revideringen i 1996/1997. Lovforarbeidene til allmennaksjeloven bygger som et utgangspunkt på aksjeloven 1976. De enkelte bestemmelsenes forarbeid er derfor noe uoversiktlige og utydelige i de senere lovforarbeidene, som følge av gjentatt revidering og sammenslåing av enkeltbestemmelser.

Forarbeidene til 1976-loven inntatt blant annet i NUT 1970:1 Innstilling til lov om aksjeselskaper, vil derfor være av betydning for å forstå dagens lovregler i allmennaksjeloven.

1.4.3 Rettspraksis

Høyesterettspraksis er normalt en tungtveiende rettskilde. Avhandlingens hovedproblemstilling er som nevnt innledningsvis ikke behandlet av Høyesterett. Det finnes kun et begrenset antall høyesterettsdommer som er av relevans for løsning av avhandlingens problemstilling. Argumenter som kan utledes av dommer og som kan generaliseres, vil likevel være av betydning for å kunne utlede innholdet av de enkelte lovbestemmelsene.

Det finnes enkelte avgjørelser fra underrettspraksis, og som vil være av generell betydning der de gir uttrykk for innholdet av en rettsregel, og hvor det vises til en etablert praksis.

1.4.4 Næringslivets praksis

Næringslivspraksis vil være av begrenset betydning for avhandlingens problemstilling. Årsaken til dette er at reguleringen på selskapsrettens område har til hensikt å sikre et effektivt minoritetsvern.¹³ Minoritetsvernet er gitt for å styrke minoritetsaksjonær, blant annet mot den praksis som føres av næringslivet som normalt innretter seg til fordel for selskapet og aksjemajoriteten.¹⁴

¹³ Truyen, Filip. Aksjonærenes myndighetsmisbruk. «*En studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*». Bergen, 2004 s. 61 under punkt 8.1.

¹⁴ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 29 under punkt 4.2.

Næringslivspraksis vil imidlertid være av generell betydning for å forstå de ulike finansieringsmekanismene selskap kan ta i bruk, blant annet ved kapitalforhøyelser. Finansieringspraksis og begrepsbruk vil derfor benyttes i avhandlingen.

1.4.5 Reelle hensyn

Reelle hensyn får en fremtredende posisjon som relevant rettskilde på selskapsrettens område, men ikke i sin alminnelige «resultatets godhets»-forstand.¹⁵ Det fremgår av lovforarbeidene at årsaken til dette er at lovreguleringen i stor grad bygger på de hensyn som gjør seg gjeldende på selskapsrettens område.¹⁶ Av dette kan det utledes at de bakenforliggende hensynene vil være en viktig faktor for å forstå enkeltbestemmelers innhold, samt systematikken på selskapsrettens område.

Det kan dermed legges til grunn at formålskonform tolkning vil være av særlig viktig betydning for å kunne forstå de lovfestede reglens innhold.

De grunnleggende hensynene vil bli behandlet fortløpende i avhandlingen. Innledningsvis kan de imidlertid oppsummeres som likhetsprinsippet, vinningsformålet, majoritetsprinsippet og minoritetsvernet.

1.4.6 Juridisk teori

Juridisk teori er en svært viktig rettskilde på selskapsrettens område. Årsaken til dette er som nevnt over i punkt 1.4.1, at de lovfestede reglene er noe «magert» i tillegg til at rettsområdet er noe uoversiktlig. Juridisk teori systematiserer i stor grad rettsområdet, samtidig som at enkeltspørsmål som ikke er behandlet i Høyesterett kommenteres.

1.5 Avgrensninger i avhandlingen

Avhandlingen avgrenses til å omfatte kapitalforhøyelse ved aksjetegning mot pengeinnskudd, kalt innskuddsemisjon.¹⁷ Dette begrunnes i at rettede emisjoner som følge av tingsinnskudd ikke oppstiller de samme problemstillingene som for kapitalforhøyelse mot pengeinnskudd. Reglene om kapitalforhøyelse ved tingsinnskudd, vil derfor ikke behandles.

¹⁵ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 29 under punkt 4.2.

¹⁶ Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) s. 15 under punkt 3.1.3.

¹⁷ Bråthen, Tore. Selskapsrett 6. utgave s. 252 under punkt 4.24.1.

De lovfestede reglene for kapitalforhøyelse i aksje- og allmennaksjeloven er som et utgangspunktet likt formulert, men hensynene bak lovene anvendes og vurderes noe ulikt. Årsaken til dette er at allmennaksjeselskap omsetter aksjene sine på offentlig børs, mens omsetting av aksjer i aksjeselskap kan være betinget av styrets samtykke. Minoritetsvernet vil derfor vurderes noe ulikt i de to selskapsformene. Minoritetsvernet vil blant annet anvendes for å gi minoriteten et sterkere vern i aksjeselskap enn i allmennaksjeselskap. Årsaken til dette er at en minoritet kan være avskåret fra å fritt omsette aksjene sine, noe som kan vanskeliggjøre en eventuell uttreden fra selskapet. Tilsvarende forståelse er også lagt til grunn i lovforarbeidene.¹⁸ Aksjonærer i allmennaksjeselskap kan derimot omsette aksjene sine på børs, slik at minoritetsvernet ikke anvendes tilsvarende som for aksjeselskap.

Allmennaksjeselskap har i tillegg en videre aksjonærspredning enn de normalt mindre privateide aksjeselskapene. Allmennaksjeselskap kan i motsetning til aksjeselskap innhente kapital fra markedene, noe som utgjør et grunnleggende skille mellom de to selskapsformene.

Reglene for kapitalforhøyelse i allmennaksjeselskap må derfor sees i en større sammenheng, som følge av at aksjonærspredningen er stor. Avhandlingen avgrenses på bakgrunn av dette mot aksjeselskap, og vil ikke behandles.

1.6 Begrepsavklaring

Viktige begreper vil som et utgangspunkt bli definert fortløpende i avhandlingen.

Innledningsvis vil enkelte sentrale begreper likevel defineres, ettersom at begrepene utgjør en sentral del av avhandlingens tema. Det tas også hensyn til at begrepene kan være ukjent for en leser.

Begrepet «emisjon» vil bli brukt for å illustrere kapitalforhøyelse ved nyutgivelse og nytegning av aksjer mot pengeinnskudd. Begrepet «fortrinnsrettsemisjon» vil benyttes for å illustrere at kapitalforhøyelsen tilbys aksjonærene i selskapet. Begrepet «rettet emisjon» vil kun benyttes i de tilfellene hvor emisjonen er adressert til enkelte. Ordet «utvanning» sikter til en reduksjon av aksjonærenes verdi og andel i selskapet.¹⁹ Begrepene «tegningskurs» og «emisjonskurs» vil bli benyttet om hverandre, men tillegges samme forståelse. Begrepene vil

¹⁸ Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 106 under punkt 10.1.2.

¹⁹ Utvanning av rettigheter vil bli behandlet mer vidtgående i punkt 2.5.

bli benyttet for å illustrere prisen emisjonsaksjene tegnes til. Aksjenes børsnoterte verdi vil imidlertid spesifiseres særskilt i avhandlingen og viser til aksjenes omsetningsverdi.

Ordet «aksjonær» vil bli brukt overfor eksisterende aksjonærer forut for emisjonen.

1.7 Videre fremstilling

Innledningsvis vil det først redegjøres for selskapenes kapitalsammensetning og kapitalforhold. Årsaken til dette er at en kapitalforhøyelse innebærer å forhøye selskapets egenkapital. I tillegg vil det kort redegjøres for hvilke muligheter selskap har til å finansiere eiendeler og virksomheten generelt, før reglene for kapitalforhøyelse ved både fortrinnsrettsemisjon og rettet emisjon vil gjennomgås. Dette vil bli behandlet i kapittel 2.

Videre vil det i kapittel 3 redegjøres for utgangspunktene for kravet til likebehandling av aksjonærene. Vilkåret om at den rettede emisjonen må være «saklig begrunnet i selskapets interesse», vil bli behandlet sammen med reglene om styrets kompetanse i kapittel 4.

Generalforsamlingens kompetanse til å beslutte en rettet emisjon og reglene som skal verne minoriteten mot aksjemajoritetens myndighetsmisbruk, vil bli behandlet i kapittel 5.

I kapittel 6 vil det avslutningsvis gis en konklusjon av avhandlingens problemstilling; om og i hvilken utstrekning rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling av aksjonærene.

2 Selskapskapitalen

2.1 Selskapets kapitalstruktur

Allmennaksjeloven oppstiller regler for hvordan allmennaksjeselskap kan skaffe til veie kapital for å finansiere virksomheten, og regler for hvordan kapitalen kan anvendes. Det kan i denne forbindelse skilles mellom regler for kapitalanskaffelse og kapitalanvendelse.²⁰

Sentralt for avhandlingens tema, er reglene for kapitalanskaffelse. Reglene for kapitalanvendelse vil som et utgangspunkt ikke bli behandlet, men vil på enkelte områder bli forklart for å underbygge argumentasjonen.

²⁰ Woxholth, Geir. Selskapsrett 4. utgave, 2012 s. 157 under punkt 4.5.

I tillegg til regler for kapitalanskaffelse oppstiller allmennaksjeloven regler for hvordan selskapskapitalen skal være fordelt. Det enkelte selskap kan innenfor rammene av loven kan selv organisere selskapskapitalen for å optimalisere avkastnings- og likviditetsmuligheter. Dette kan oppsummeres som selskapets valg av kapitalstruktur.

Kapitalstruktur er en definisjon på et selskaps kombinasjon av egenkapital og gjeld som benyttes for å finansiere selskapets eiendeler.²¹ Oppsummert kan dette forklares som måten selskap har valgt å finansiere eiendeler og drift av virksomheten. Selskapsfinansiering kan gjøres på ulike måter. Overordnet kan det skilles mellom to hovedkategorier av finansiering; Finansiering med lånekapital og med egenkapital.²²

I den følgende fremstillingen vil det først kort redegjøres for selskapskapitalens organisering. Dette vil bli behandlet i punkt 2.2 flg. De to hovedkategoriene selskapsfinansiering; låne- og egenfinansiering, vil deretter bli behandlet hver for seg i punktene 2.3 flg. og i punkt 2.4 flg.

2.2 Selskapets egenkapital

Det følger ingen egen definisjon av selskapets egenkapital i allmennaksjeloven. Ordet «egenkapital» gir imidlertid uttrykk for at det må forstås som selskapets egne midler. I juridisk teori er det lagt til grunn at både allmennaksjeloven og regnskapsloven bygger på en felles oppfatning om at et selskaps egenkapital, er et uttrykk for verdien av selskapets eiendeler fratrukket selskapets gjeld.²³ Det kan dermed legges til grunn at selskapets egenkapital utgjør selskapets eiendeler fratrukket selskapets gjeld.

Selskapets egenkapital deles normalt inn i to kategorier; som bundet og fri egenkapital. Hvilke midler som inngår som bundet og fri egenkapital, oppstiller et viktig skille for aksjonærenes rett til å disponere selskapskapitalen. Blant annet ved utdelinger fra selskapet, jf. asal. § 3-6 første ledd.

²¹ Innst. 179 S (2014-2015) Innstilling fra kontroll- og konstitusjonskomiteen om Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2013, punkt. 2.1.

²² Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 135 under punkt 4.10.1.

²³ Woxholth. Selskapsrett 4. utgave s. 153 under punkt 4.1.

2.2.1 Bundet egenkapital

Et selskaps bundne egenkapital er oppsummert en «låst» del av selskapskapitalen som ikke kan disponeres av aksjonærene.²⁴ Prinsippet om at selskap skal ha en bundet egenkapital, begrunnes i hensynet til selskapskreditorenes dekningsmuligheter.²⁵

Dersom selskapene motsetningsvis ikke skulle ha hatt en bundet egenkapital, kunne aksjonærene ha tilbakeført selskapskapitalen til seg selv. Konsekvensen av dette hadde vært at kreditorene ville måtte påta hele den økonomiske risikoen for selskapet, samt risikoen for ikke å få dekning for krav mot selskapet. At selskapet har en bundet egenkapital som ikke kan disponeres fritt av aksjonærene, ivaretar grunnlaget for kredittinstituttet. Selskapskreditorene gis dermed en reell mulighet til å få dekket krav mot selskapene, og fører til at kreditorene vil villige til å yte kreditt og lån til selskapene.

Prinsippet om at selskap skal ha en bundet egenkapital, må sees i sammenheng med prinsippet om aksjonærenes begrensede ansvar for selskapets forpliktelser.²⁶ At aksjonærene ikke hefter for selskapets forpliktelser, følger direkte av ordlyden i asal. § 1-1 andre ledd jf. asal. § 1-2 første ledd. Ved en eventuell konkurs følger det ingen innskuddsplikt for aksjonærene for å dekke kreditorenes krav mot selskapet, jf. asal. § 1-2 andre ledd. At aksjonærene er fritatt ansvar begrunner at selskapet skal ha en kapital som forblir i selskapet.

Aksjonærene hefter ikke for mer enn aksjeinnskuddet som er betalt for aksjene og de påtar seg dermed ikke større risiko enn det innskuddet hver enkelt aksjonær er villig til å satse på at selskapet lykkes. Aksjonærenes aksjeinnskudd kan dermed sees på som aksjonærenes risikokapital, som samtidig gir adgang til å drive næringsvirksomhet uten personlig ansvar for selskapsdeltakerne.²⁷ Hvilke midler som inngår i selskapets bundne egenkapital, følger av bestemmelsene inntatt i asal. kap. 3 del I.

Det fremgår av asal. §§ 3-1 til 3-3 at aksjekapitalen samt fond for urealiserte gevinster og vurderingsforskjeller, utgjør et selskaps bundne egenkapital. Sentralt for avhandlingen er selskapets aksjekapital, jf. asal. § 3-1. De to fondene vil derfor ikke bli behandlet.

²⁴ Woxholth. Selskapsrett 4. utgave s. 68.

²⁵ Ibid.

²⁶ Woxholth. Selskapsrett 4. utgave s. 67 under punkt 5.4.

²⁷ Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 136.

2.2.1.1 Selskapets aksjekapital

For å kunne stifte et allmennaksjeselskap oppstiller loven et minstekrav til at selskapet har en aksjekapital på minst én million norske kroner, jf. asal. § 3-1 første ledd. Aksjekapitalen kan også være høyere, jf. ordet «minst».

Aksjekapitalens størrelse skal fremgå av selskapets vedtekter, jf. asal. § 2-2 første ledd nr. 5. Aksjenes pålydende og antall skal også spesifiseres, jf. nr. 6 og nr. 7. Aksjekapitalen skal være fordelt på én eller flere aksjer som rettighetene som aksjeeier knytter seg til, jf. asal. § 3-1 andre ledd. Aksjene representerer dermed aksjonærenes eierandeler i selskapet.

Aksjekapitalens størrelse svarer til aksjonærenes innskudd for aksjene. Aksjekapitalen utgjør selskapets innskutte «startkapital» i oppstartsfasen.

Selv om aksjekapitalen er en del av selskapets bundne egenkapital, kan den likevel benyttes til å finansiere selskapets drift.²⁸ I den grad aksjekapitalen er «bundet» er som et utgangspunkt kun av betydning for aksjonærenes rett til å disponere selskapskapitalen.²⁹

2.2.2 Fri egenkapital

Hvilke midler som inngår i et selskaps «fri» egenkapital, er ikke uttrykkelig definert i allmennaksjeloven. Det kan imidlertid utledes av systemforutsetningen i asal. kap. 3 at all egenkapital som ikke omfattes av bundet egenkapital, er såkalt fri egenkapital. Hvilke midler som skal anses som fri egenkapital, må sees i lys av reglene for hvor hvilke midler som kan deles ut fra selskapet, jf. asal. § 3-6 jf. asal. kap. 8.

Det fremgår av bestemmelsen inntatt i asal. § 8-1 første ledd første punktum at «*Selskapet bare kan dele ut utbytte så langt det etter utbetalingen har tilbake netto eiendeler som gir dekning for selskapets aksjekapital og øvrig bundet egenkapital etter §§ 3-2 og 3-3*».

Bestemmelsens formulering taler for at adgangen til å utdele midler fra selskapet, kun kan gjøres av den kapital som eventuelt overstiger selskapets bundne egenkapital. Den bundne egenkapitalen utgjør i denne sammenheng den innskutte aksjekapitalen som ikke kan

²⁸ Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 136

²⁹ Jf. det som er nevnt i punkt 2.2.1.

disponeres av aksjonærene. Fri egenkapital forstås dermed som midlene et selskap har ut over den innskutte aksjekapitalen og de to fondene.

Det fremgår av asal. § 8-1 første ledd andre punktum at beregningen av hvilke midler som inngår i et selskaps frie egenkapital skal foretas på bakgrunn av «balansen» i selskapets sist godkjente årsregnskap, jf. rskl. § 6-2 C. Ordet «balansen» viser til selskapets bokførte egenkapital.

Bestemmelsen i rskl. § 6-2 angir verdien av selskapets eiendeler på den ene siden, mot selskapets gjeld på den andre siden. Hvilke midler som inngår i selskapets eiendeler fremgår av rskl. § 6-2 C II nr. 1 og nr. 2.

Det fremgår av bestemmelsen i nr. 2, under «Opptjent egenkapital», at «Annen egenkapital» inngår i beregningen. Med «Annen egenkapital» vises det til selskapets genererte overskudd ved virksomheten.³⁰ Med andre ord selskapets opparbeidede egenkapital. Det kan dermed utledes at selskapets frie egenkapital er et uttrykk for selskapets totale verdier, etter fratrekk for gjeld. Selskapets opparbeidede midler inngår i vurderingen.

Det kan dermed konkluderes at selskapets frie egenkapital er all kapital som ikke er bundet egenkapital.

2.3 Finansiering med fremmedkapital

2.3.1 Lån

Fremmedkapitalfinansiering, også kalt lånekapital, er kapital som ofte er lånt av en tredjepart.

Lån opptas normalt i bank, obligasjonsmarked eller annen finansieringsinstitusjon.³¹

Lånekapital er som ordet tilsier en tilbakebetalingsforpliktelse som normalt skal nedbetales med renter over tid, og som innebærer at selskapet stifter gjeld.

Lånefinansiering er som oftest rentebærende ut fra den risiko det er for å tape det lånte beløp, og er generelt en kostbar finansieringsmåte som fordrer at selskapet har tilstrekkelig med midler til å betjene låneforpliktelsen. Lånefinansiering kan også opptas mot pant i selskapets

³⁰ Woxholth. Selskapsrett 4. utgave s. 154.

³¹ Woxholth. Selskapsrett 4. utgave s. 156 under punkt 4.2.

eiendeler som deretter – avhengig av belåningsgrad – setter grenser for i hvilken grad selskap kan oppta ytterligere lån med sikkerhet i selskapets eiendeler.

Dersom selskapet er avhengig av ny kapitaltilførsel, kan gjeldsgraden i selskapet sette grenser for hvor mye lånefinansiering långiver er villig til å yte. Rentekostnaden ved å finansiere selskapet kan også begrense selskapets overskuddsmuligheter. Årsaken til dette er at kostnaden kan konsumere selskapets overskudd.

Et høyt belånt selskap kan i denne sammenheng gi lite avkastning til investorene, og kan i enkelte sammenhenger være i strid med selskapets vinningsformål ettersom at gevinsten forsvinner i kostnadene for lånet.³²

2.3.2 Finansielle instrumenter

I tillegg til lånefinansiering og egenfinansiering finnes det ulike instrumenter som kombinerer både lån og egenkapital, såkalt «hybridkapital». Hybridkapital er en betegnelse på finansielle instrumenter, og reguleres i asal. kap. 11.

Det fremgår av asal. § 11-1 at det ved avtale om lån, kan gis «*fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning*».

Formuleringen angir at «fordringshaveren» gis en «rett» til å «kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning».

En alminnelig forståelse av ordet «fordringshaver», taler for at det er vedkommende som har gitt lånet som tilkjennes en rettighet. Ordet er imidlertid nokså vidt formulert og taler – i vid forstand – for at det er vedkommende som er eier av kravet som kan påberope konverteringsrettigheten. Ordet «fordringshaver» åpner dermed for at rettigheten også kan påberopes av en tredjeperson dersom fordringen er solgt.

Ordet «rett» taler for at fordringshaveren – for enkelthetens skyld långiveren – gis en rettighet. Rettigheten innebærer at långiveren på et senere tidspunkt kan «kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning». Bestemmelsen regulerer såkalte konvertible obligasjonslån og «warrents» og innebærer at lånesummen i stedet for å

³² Selskapets økonomiske vinningsformål vil bli behandlet i punkt 4.3.5.1.

tilbakebetales, gir fordringshaveren rett til å kunne kreve utstedt aksjer mot ytterligere innskudd eller ved å motregne lånet som er gitt til aksjer.³³

Med dette forstås at selskapets forpliktelser om å tilbakebetale lånebeløpet kan kreves innløst i aksjer av utstederen av lånet. Långiver vil dermed kunne få aksjonærposisjon i selskapet i stedet for rolle som selskapskreditor. Lånesummen vil omgjøres til aksjekapital.

Årsaken til at selskap skulle ønske å oppta denne typen lån, er som følge av at rentekostnaden normalt er lavere enn ellers i lånemarkedet. Dette er forutsetningsvis også lagt til grunn i lovforarbeidene.³⁴ Dette gir selskap som trenger kapitaltilførsel flere muligheter til å finansiere virksomheten, til en lavere kostnad. Konvertible obligasjonslån benyttes gjerne i tilfeller der selskapets fremtidsutsikter er usikre, men hvor potensialet for gevinst er stor.³⁵

Konvertible obligasjonslån innehar dermed et opsjonselement for fordringshaveren og kan gi høyere avkastning enn det opprinnelige lånet. Konvertible obligasjonslån er derfor en fleksibel finansieringsmåte som innebærer rimeligere rentekostnader, noe som gir selskapet bedre likviditet uten å måtte påføre selskapet høye rentekostnader.

Forutsetningen for at finansieringsmåten skal lønne seg, baseres i stor grad på om selskapet genererer overskudd og lykkes. Dersom fordringshaveren benytter seg av retten til å kreve utstedt aksjer, kan dette medføre en betydelig omrokking av interne maktforhold i selskapet, for eksempel at konverteringen innebærer at fordringshaveren får avgjørende innflytelse i selskapet.

Avgjørelse om å oppta konvertible obligasjonslån, treffes av generalforsamlingen jf. asal. § 11-2, med flertall som for vedtektsendring, jf. asal. § 5-18.

2.4 Finansiering med egenkapital

Selskapet kan også velge å finansiere sin virksomhet med egenkapital. Dette kan gjøres på to ulike måter, enten ved fondsemisjon eller ved innskuddsemisjon. Ved en innskuddsemisjon tilføres selskapet ny frisk kapital. Som et utgangspunkt øker selskapets egenkapital med det

³³ Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 260.

³⁴ NUT 1970:1 Innstilling til lov om aksjeselskaper s. 104 avsnitt 3.

³⁵ Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 260.

beløp som er innskutt for aksjene. Ved en fondsemissjon omfordeles derimot midler fra selskapets frie egenkapital til bundet aksjekapital. Selskapet vil dermed ikke tilføres nye midler, men organiseringen av kapital i selskapet endres.

Innskuddet for aksjene ved en innskuddsemissjon, kan gjøres opp på tre ulike måter; som kontantinnskudd, jf. asal. § 10-1, som tingsinnskudd jf. asal. § 10-2 eller ved motregning av gjeld, jf. asal. § 11-1.

Relevant for avhandlingens problemstilling er kapitalforhøyelse ved kontantinnskudd.

2.4.1 Fondsemissjon

Kapitalforhøyelse ved fondsemissjon følger av bestemmelsen i asal. § 10-20 første ledd. Det fremgår av bestemmelsen i første ledd, at fondsemissjon kan foretas *«ved overføring til aksjekapitalen fra midler selskapet kan benytte til utbytte (...)»*.

En alminnelig forståelse av bestemmelsens formulering, taler for at det kun er midler som kan deles ut som utbytte – fri egenkapital – som kan overføres til aksjekapitalen. Dette fordrer at selskapet har en egenkapital som fritt kan disponeres, ut over den bundne egenkapitalen, jf. asal. § 8-1 første ledd.

En fondsemissjon kan blant annet være aktuelt ved omdannelse fra aksjeselskap til allmennaksjeselskap i medhold av asal. kap. 15. En fondsemissjon vil som nevnt ikke tilføre selskapet ny kapital, og vil som et utgangspunkt ikke få innvirkning overfor aksjonærene. Midlene kunne imidlertid ha blitt disponert på andre måter som forutsetter fri egenkapital, blant annet i form av utdeling som utbytte til aksjonærene.

Beslutning om fondsemissjon treffes av generalforsamlingen, jf. asal. § 10-20 andre ledd jf. asal. § 5-18.

2.4.2 Innskuddsemissjon

Kapitalforhøyelse ved innskuddsemissjon, innebærer at selskapet utgir nye aksjer i selskapet som kan tegnes mot pengeinnskudd, jf. asal. § 10-1. Kapitalen som innhentes i emisjonen, blir som et utgangspunkt ny aksjekapital i selskapet, jf. asal. § 3-1 første ledd. Dette må imidlertid sees i sammenheng med tegningskursen på de nye aksjene.

Differansen mellom aksjenes pålydende og tegningskursen, blir fri egenkapital i balansen i regnskapet. Årsaken til dette er at den del av innbetalingen som dekker aksjenes pålydende blir ny aksjekapital i selskapet. Det overskytende beløp som innbetales ut over aksjenes pålydende, bokføres som fri egenkapital.

Det fremgår av asal. § 10-1 første ledd at beslutning om å forhøye aksjekapitalen ved nytegning av aksjer treffes av generalforsamlingen, med minst to tredelers flertall jf. asal. § 5-18. Årsaken til at en beslutning om kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer krever flertall, er som et utgangspunkt en følge av at aksjekapitalens størrelse i vedtektene må endres, jf. asal. § 2-2 første ledd nr. 5. I tillegg kan en kapitalforhøyelse innebære at aksjonærenes maktposisjon i selskapet endres, noe som vil påvirke aksjonærenes rettigheter.

2.4.2.1 Aksjonærenes fortrinnsrett; lovens hovedregel

Ved emisjon i samsvar med bestemmelsen i asal. § 10-1 første ledd, er aksjonærene gitt en lovbestemt fortrinnsrett til å tegne de nye aksjene, jf. asal. § 10-4 første ledd.

Det fremgår av bestemmelsens første ledd at *«Ved forhøyelse av aksjekapitalen mot innskudd i penger, har aksjeeierne fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet»*.

Bestemmelsens formulering angir at fortrinnsretten kun gjelder for tilfeller der aksjer tegnes mot «innskudd i penger». Dette avgrenser fortrinnsrettens omfang mot tingsinnskudd og gjeldskonvertering. Det kan dermed legges til grunn at aksjonærenes fortrinnsrett kun gjelder ved nytegning av aksjer mot pengeinnskudd.

Videre følger det av bestemmelsen i første ledd at fortrinnsretten begrenses til «samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet». Dette taler for at aksjonærene kun har rett til å tegne seg for en andel tilsvarende den andel de hadde før emisjonen. Dette er også lagt til grunn i juridisk teori.³⁶

³⁶ Woxholth. Selskapsrett 4. utgave s. 163 og Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 255.

Som et eksempel vil en aksjonær som forut for kapitalforhøyelsen eier 20 prosent av selskapets aksjer, ha rett til å kunne tegne seg for en andel tilsvarende 20 prosent av de nye aksjene.³⁷

Årsaken til at selskapets aksjonærer er gitt en fortrinnsrett, er av hensynet til likebehandling av aksjonærene og for å motvirke såkalt «utvanning»³⁸ av aksjonærrettigheter.

Det kan foreløpig konkluderes at fortrinnsrettens sørger for en forholdsmessig likebehandling av aksjonærene. At aksjonærene har en lovfestet rett til å tegne aksjene, sikrer forutberegnelighet og oppstiller betryggende rammer for å investere kapital i selskapene.

2.4.2.2 Tidsforløp ved en fortrinnsrettsemisjon

En fortrinnsrettsemisjon i henhold til asal. § 10-4 første ledd, kan ikke gjennomføres tidligere enn minst to uker regnet fra tidspunktet når skriftlig underretting er gitt aksjonærene som kan tegne de nye aksjene, jf. asal. § 10-1 andre ledd nr. 5 jf. asal. § 10-1 tredje ledd. Dette innebærer at gjennomføringen av kapitalforhøyelsen kan ta lang tid.

Dersom styret ikke har innhentet nødvendige fullmakter fra generalforsamlingen til å gjennomføre kapitalforhøyelsen, jf. asal. § 10-14, må styret innkalle til ekstraordinær generalforsamling, jf. asal. § 5-7. Dette vil forsinke prosessen med å gjennomføre kapitalforhøyelsen.

Underrettingen til aksjonærene skal blant annet inneholde opplysninger om hva aksjonærene må foreta seg for å tegne aksjene i emisjonen, jf. asal. § 10-1 tredje ledd siste punktum. Det er normalt også forbundet høye kostnader med å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon. Årsaken til dette er at det som oftest må utarbeides prospekt til aksjonærene i forbindelse med emisjonen, jf. vphl. § 7-5 flg. samtidig som aksjonærene skal gis tilstrekkelig tid til å beslutte om de skal tegne seg i emisjonen.

Det tar derfor lang tid å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon, samtidig som det er forbundet høye kostnader ved gjennomføringen. At det tar tid å gjennomføre emisjonen, vil normalt også påvirke markedene når nyheten om emisjonen offentliggjøres. Årsaken til dette er at en kapitalforhøyelse ofte er begrunnet i at selskapet trenger tilførsel av kapital for å klare seg.

³⁷ Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 254-255 under punkt 4.24.3.

³⁸ Utvanning vil bli behandlet i punkt 2.5.

Børsmelding om kapitalforhøyelse vil som et utgangspunkt få negative konsekvenser for aksjekursen.

Dersom det er store svingninger på aksjekursen – at aksjen er volatil³⁹ – kan det føre til usikkerhet ved fastsettelse av tegningskursen på de nye aksjene. Normalt må tegningskursen på de nye aksjene settes med en viss rabatt for at kapitalforhøyelsen skal kunne gjennomføres. Dersom aksjen er volatil, vil rabatten som gis ofte være betydelig.

Fastsettelse av tegningskurs vil bli behandlet i punkt 2.5.2.

2.4.2.3 Tilsidesettelse av fortrinnsretten; adgangen til å foreta en rettet emisjon

Aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett til å tegne de nye aksjene, jf. asal. § 10-4 første ledd, kan tilsidesettes av generalforsamlingen, jf. asal. § 10-5. En avgjørelse om tilsidesettelse krever minst to tredelers flertall, jf. asal. § 5-18. En tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett innebærer at emisjonen i stedet kan «rettes» mot en bestemt krets av enten nye eller eksisterende aksjonærer eller tredjemenn.⁴⁰ Dette kalles for en rettet emisjon.

Det fremgår av bestemmelsen i asal. § 10-1 første ledd at «beslutning» om kapitalforhøyelse treffes av generalforsamlingen. Den enkelte kapitalforhøyelsen ligger dermed til generalforsamlingen å beslutte. Beslutning om å innhente kapital i en rettet emisjon, skal treffes på bakgrunn av forslag fra styret jf. asal. § 10-3 første ledd. Generalforsamlingens avgjørelse må i tillegg ligge innenfor rammen av styrets forslag, jf. asal. § 10-5 første ledd andre punktum. Generalforsamlingen kan med andre ord ikke beslutte kapitalinnhenting ut over styrets forslag.

Bakgrunnen for at selskap kan foreta rettede emisjoner, begrunnes av flere hensyn. En rettet emisjon kan i mange tilfeller være nødvendig for å tilføre selskapet kapital som følge av en likviditetskrise. Adgangen til å hente kapital i en rettet emisjon er imidlertid ikke begrenset til krisesituasjoner.

En rettet emisjon kan blant annet gjennomføres for å sikre allianser med viktige aksjonærer eller samarbeidspartnere eller for å forhindre «uvennlige» oppkjøp.⁴¹ En rettet emisjon kan

³⁹ Bøhren, Michaelsen, Norli. Finans: Teori og praksis s. 487 under punkt 12.2.12.

⁴⁰ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 277 under punkt 18.1.2.

⁴¹ Woxholth. Selskapsrett 4. utgave s. 164.

også foretas mot selskapets egne ansatte for å skape arbeidsincentiv og for å knytte viktige ressurser nærmere til selskapet.

Aksjonærene i selskapet vil imidlertid utvannes uavhengig av hva bakgrunnen for den rettede emisjonen måtte være. Avgjørelse om å innhente kapital i en rettet emisjon stiller derfor krav til styrets saksbehandling og begrunnelse for at fortrinnsretten fravikes.

Reglene for styrets saksbehandling og forslag til generalforsamlingen, vil bli behandlet i punkt 2.6 flg.

2.5 Utvanning av aksjonærenes eierandeler og verdi

2.5.1 Begrepet «utvanning»

Utvanning er et begrep som illustrerer at aksjonærenes prosentvise eierandel og verdi i selskapet reduseres. En rettet emisjon vil som et utgangspunkt berøre både aksjonærenes eierandel og verdi i selskapet. Årsaken til dette er som følge av at det utgis flere aksjer i selskapet. For at aksjonærene skal kunne opprettholde sin prosentvise eierandel i selskapet, må aksjonærene tegne seg for sin forholdsmessige andel av de nye aksjene.

Størrelsen på eierandelen vil være av betydning for blant annet aksjonærenes påvirkningskraft i selskapsavgjørelser, for eksempel ved å avgi stemmer i generalforsamling.

Utgangspunktet for stemmegivning i generalforsamling, er at hver aksje gir én stemme, jf. asal. § 5-4 første ledd. Lovreglene legger til grunn at det gjelder et flertallskrav for å treffe avgjørelser, jf. asal. § 5-17. Som følge av at hver aksje teller én stemme jf. asal. § 5-4 første ledd, retter flertallskravet seg mot aksjonærenes aksjeandel. Høy aksjeandel representerer dermed flere stemmer i generalforsamlingen.

For at aksjonærene skal kunne treffe beslutning om å innhente kapital i en rettet emisjon, kreves i tillegg minst to tredelers flertall jf. asal. § 10-5 jf. asal. § 5-18. Flertallsprinsippet vil bli behandlet i punkt 5.2. Spørsmålet som reises i forbindelse med valg av tegningskurs i den rettede emisjonen, er om aksjonærene må godta en betydelig utvanning. I det følgende vil det imidlertid kun fokuseres på utvanningsbegrepet. Tegningskurs vil bli behandlet i punkt 2.5.2.

2.5.1.1 Utvanning av aksjonærenes eierandel i selskapet

Ved en kapitalforhøyelse har aksjonærene som et utgangspunkt fortrinnsrett til å tegne aksjene basert på eierandelen forut for emisjonen, jf. asal. § 10-4. Spørsmålet som oppstilles i den forbindelse, er i hvilken grad aksjonærenes eiermessige andel utvannes som følge av den rettede emisjonen, jf. asal. § 10-5.

Ved en kapitalforhøyelse utgir selskapet nye aksjer mot kapitalinnskudd, noe som innebærer at det blir flere aksjer å dele selskapsverdien på. Dersom aksjonærene ikke gis rett til å tegne sin forholdsmessige andel av de nye aksjene jf. asal. § 10-4, vil aksjonærenes prosentvise eierandel i selskapet reduseres. En rettet emisjon innebærer at aksjonærene fratras muligheten til å opprettholde sin prosentvise eierandel i selskapet. Selv om aksjonærenes prosentvise eierandel vil reduseres, kan en rettet emisjon til riktig tegningskurs likevel ivareta aksjonærenes verdi i selskapet.

Dette kan illustreres med følgende eksempel:

Et selskap ønsker å forhøye aksjekapitalen fra 10 MNOK til 20 MNOK i en rettet emisjon. En aksjonær eier 10 prosent av selskapets aksjer, tilsvarende 1 MNOK, men gis ikke anledning til å tegne nye aksjer.

Den rettede emisjonen tegnes til samme verdi som de eksisterende aksjene. Når den rettede emisjonen er gjennomført, eier aksjonæren 5 prosent av selskapet, men eierandelen tilsvarer fortsatt 1 MNOK. Årsaken til dette er at verdien av selskapet har doblet seg etter emisjonen.

Den rettede emisjonen vil i dette eksempelet utvanne og halvere aksjonærens prosentvise eierandel i selskapet, fra 10 til 5 prosent. Dersom tegningskursen ved emisjonen settes til riktig verdi, vil de 5 prosentene som aksjonæren sitter igjen med etter emisjonen likevel tilsvare den verdien aksjonæren eide før emisjonen.

Den rettede emisjonen vil derfor kun utvanne aksjonærens prosentvise eierandel. Det kan dermed legges til grunn at eiermessig utvanning kan forekomme uten at verdien reduseres tilsvarende.

2.5.1.2 Utvanning av aksjonærenes verdi i selskapet

Som et utgangspunkt vil en rettet emisjon føre til at aksjonærenes eierandel utvannes. I hvilken utstrekning aksjonærenes verdier utvannes, avhenger som nevnt av hvilken tegningskurs emisjonsaksjene tegnes til.

Dersom tegningskursen for de nye aksjene tilsvarer aksjenes børsnoterte omsetningsverdi, tilføres selskapet en verdi som tilsvarer aksjenes verdi forut for emisjonen. Aksjonærene vil dermed ikke utvannes verdimessig, kun eiermessig som vist i eksempelet over.

Dersom tegningskursen derimot settes for lavt, vil selskapet i det samme eksempelet som vist ovenfor bli tilført mindre kapital i forhold til antall aksjer som utgis. Konsekvensen av dette er at alle aksjene blir mindre verdt, som følge av at selskapsverdien skal deles på flere aksjer.

Dette kan illustreres ved å endre tegningskursen fra eksempelet over:

Dersom tegningskursen for de nye aksjene settes til 50 prosent av tegningskursen i eksempelet over, vil selskapet innhente 5 MNOK ved en fordobling av antall aksjer i selskapet. Aksjonærens aksjer vil fortsatt utgjøre 5 prosent av selskapets totale antall aksjer, men selskapsverdien er nå 15 MNOK. Verdien av aksjonærens aksjer reduseres dermed fra 1 MNOK til 750 000 NOK.

Tegningskursen vil derfor være en avgjørende faktor for i hvilken grad aksjonærenes verdier utvannes.

I børsnoterte allmennaksjeselskap med mange aksjonærer og bred aksjonærspredning, vil minoritetsaksjonærer ha liten påvirkningskraft i selskapsavgjørelser. Minoritetsaksjonærenes interesse i selskapsdeltakelsen, vil hovedsakelig bestå av økonomisk avkastning.

En reduksjon av aksjeminoritetens prosentvise eierandel i selskapet, vil derfor i liten grad berøre aksjonærenes minoritetsbeskyttede rettigheter. Årsaken til dette er at innflytelsen i selskapet allerede er minimal.

En utvanning av minoritetsaksjonærenes verdier i selskapet, vil derimot få stor innvirkning for aksjonærene som ikke deltar i den rettede emisjonen. Tegningskursen for de nye aksjene, vil derfor være avgjørende for graden av utvanning som aksjonærene utsettes for.

Tegningskursen på de nye aksjene i den rettede emisjonen og graden av utvanning aksjonærene utsettes for, vil være avgjørende for om enkelte gis en «urimelig fordel» på aksjonærenes bekostning jf. asal. §§ 5-21 og 6-28.⁴²

Det kan dermed konkluderes at graden av verdimessig utvanning som følge av den rettede emisjonen, er avgjørende for om myndighetsmisbruksreglene kommer til anvendelse.

2.5.2 Hvordan fastsette tegningskurs på emisjonsaksjene

Både ved en fortrinnsrettsemisjon etter asal. § 10-4 og ved en rettet emisjon etter asal. § 10-5, må generalforsamlingen som et utgangspunkt fastsette hvilken kurs de nye aksjene skal tegnes til, jf. asal. § 10-1 andre ledd nr. 3. Dette omtales som aksjenes tegningskurs, eller emisjonskurs. Videre fremgår det av bestemmelsen i andre ledd nr. 3 at kompetansen til å fastsette tegningskursen i den rettede emisjonen kan delegeres til styret ved fullmakt. Generalforsamlingen kan fastsette en øvre og nedre ramme som styret må forholde seg til.

Hvordan tegningskursen til de nye aksjene skal fastsettes, beror på en rekke finansmarkedsforhold. Tegningskursen må vurderes opp mot den pris man må regne med at markedet priser aksjen til, når nyheten om kapitalforhøyelsen offentliggjøres.

Tegningskursen på de nye aksjene kan som et utgangspunkt aldri være lavere enn aksjenes pålydende i vedtektene, jf. asal. § 2-2 første ledd nr. 6 jf. asal. § 3-1 andre ledd andre punktum.

Dersom tegningskursen må settes lavere enn aksjenes pålydende i vedtektene, må generalforsamlingen først beslutte å nedsette aksjekapitalen etter reglene i asal. kap.12, før kapitalforhøyelsen kan gjennomføres. Forutsatt at tegningskursen ikke er lavere enn aksjenes pålydende og at reglene om nedsettelse av aksjekapitalen ikke er nødvendig, må generalforsamlingen eller styret – dersom det er gitt fullmakt jf. asal. § 10-14 – fastsette en tegningskurs som muliggjør emisjonen.

En nyhet om kapitalforhøyelse vil som oftest føre til at aksjens børsnoterte verdi faller, men det finnes også eksempler hvor kursen har gått opp. Det kan i den forbindelse skilles mellom

⁴² I hvilken grad utvanning av aksjonærenes verdier i selskapet innebærer at enkelte gis en «urimelig fordel» på aksjonærenes bekostning, vil bli behandlet i kapittel 4 og 5.

kapitalforhøyelse på bakgrunn av gode og dårlige nyheter.⁴³ Hvor vidt kapitalforhøyelsen gjennomføres på bakgrunn av gode eller dårlige nyheter, vil være et viktig moment for fastsettelse av tegningskurs, og for at emisjonen skal kunne være mulig å gjennomføre.⁴⁴

Årsaken til dette er at en kapitalforhøyelse ofte sender et signal om at selskapet trenger kapital, noe som kan tolkes som at selskapet ikke genererer nok verdier. Dette kan føre til usikkerhet i markedet. Som en følge av at kursfall er en påregnelig etter offentliggjøring av nyhet om kapitalforhøyelse, må de nye aksjene som et utgangspunkt gis med rabatt.

Bakgrunnen for dette er at dersom tegningskursen er høyere enn notert børsverdi, vil det ikke foreligge noe insentiv for aksjonærene til å tegne seg i emisjonen. Det vil dermed ikke foreligge noe opsjonselement for de som tilgodeses i emisjonen, ettersom at aksjene kan kjøpes til en lavere pris i markedet. Kapitalforhøyelsen vil dermed feile, noe som innebærer at selskapet ikke vil bli tilført ny kapital.

Dersom emisjonen derimot gjennomføres på bakgrunn av gode nyheter, kan det i mange sammenhenger forventes en kursoppgang. Emisjonskursen settes dermed så nært notert verdi siste børsdag før nyheten om emisjonen ble offentliggjort, om ikke også høyere. En positiv nyhet kan blant annet være nye forretningsavtaler, bestillinger eller økt produksjon.⁴⁵

Ved fastsettelse av tegningskurs, må det i tillegg til de ovenfor nevnte forhold også tas i betraktning hvor lang tid det vil ta å gjennomføre emisjonen. En fortrinnsrettsemisjon kan, som nevnt i punkt 2.4.2.1, ta lang tid å gjennomføre.⁴⁶ Langt tidsperspektiv for gjennomføring, begrunner en forholdsvis stor rabatt på tegningskursen for å garantere at aksjene tegnes. Årsaken til dette er at det er forbundet stor risiko med å forutse hvilken pris aksjene omsettes for i fremtiden.

I motsetning til fortrinnsrettsemisjoner, kan rettede emisjoner gjennomføres over natten. Forutsetningen er at styret har innhentet nødvendige fullmakter til å forhøye aksjekapitalen, jf. asal. § 10-14. En rettet emisjon til en sterkt rabattert pris kan imidlertid innebære at enkelte

⁴³ Nettartikkel, 16.04.19. <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fortrinnsrettsemisjon-hvordan-sette-tegningskursen.html#fotnoter>

⁴⁴ Ibid.

⁴⁵ Nettartikkel 16.04.19 <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fortrinnsrettsemisjon-hvordan-sette-tegningskursen.html#fotnoter>

⁴⁶ Ibid.

gis en «urimelig fordel» og kan dermed utgjøre et myndighetsmisbruk, jf. asal. §§ 5-21 og 6-28. Dette vil bli behandlet i kapittel 5.

2.6 Saksbehandlingsregler ved emisjon

2.6.1 Styrets saksbehandling

Det fremgår av bestemmelsen i asal. § 10-3 første ledd at styret skal «*utarbeide forslag til generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse*».

Ordet «utarbeide» taler for at styret skal produsere et «forslag» til generalforsamlingen. Ordet «*forslag*» gir uttrykk for et konkret spesifisert innhold og som angir styrets ønskede handlemåte. Av dette kan det utledes at styret skal produsere et utkast for en ønsket handling til generalforsamlingen. Videre i asal. § 10-3 andre ledd fremgår det at forslaget eller utkastet skal «*begrunnes*», samtidig som det gis en «*redegjørelse for forhold som må tillegges vekt*».

Ordet «begrunnes» gir uttrykk for at forslaget må bygge på argumenter som underbygger årsaken til den ønskede handlingen. Videre skal det gis en «redegjørelse». Ordlyden gir uttrykk for at styret må oppgi bakgrunnen for det fremsatte forslaget og for selskapsforhold som må sees i sammenheng med den valgte løsningen. Det følger av lovforarbeidene at bakgrunnen for at det skal gis en redegjørelse, er for å gi aksjonærene «*et forsvarlig grunnlag for å vurdere styrets forslag*»⁴⁷. Dette kan utledes som en form for opplysningsplikt. Styret skal dermed gi nødvendige opplysninger om bakgrunnen for kapitalforhøyelsen til generalforsamlingen.

Videre følger det av asal. § 10-3 tredje ledd at dersom styret foreslår at aksjonærene skal fravike retten til å tegne de nye aksjene, skal dette «*særskilt angis og begrunnes*».

Formuleringen «særskilt angis» gir uttrykk for at en fravikelse av retten til å tegne de nye aksjene må fremkomme klart og tydelig av styrets forslag. Ordet særskilt må sees i sammenheng med både angivelsen og begrunnelsen. At fravikelsen må angis, taler for at det foreligger et krav til uttrykkelighet. En fravikelse kan med andre ord ikke fremkomme indirekte eller på andre måter «skjult» i forslaget.

⁴⁷ NUT 1970:1 Innstilling til lov om aksjeselskaper s. 92.

Ordet «begrunnes» gir uttrykk for at den foreslåtte løsningen skal være basert på argumenter som taler for at fravikelse av retten til å tegne aksjene er en nødvendighet for kapitalforhøyelsen. Det vil med andre ord ikke være tilstrekkelig å kun angi at aksjonærene skal fravike seg tegningsretten, uten at dette bygger på kvalitative argumenter.

I lovforarbeidene er det også forutsatt at «*styret også gir en begrunnelse for den foreslåtte tegningskursen*» til generalforsamlingen.⁴⁸ Tegningskursen som foreslås av styret, gir aksjonærene et signal for i hvilken grad emisjonen kan innebære at enkelte får en urimelig fordel ved at aksjetegningen skjer til en for lav pris. Dette må sees i sammenheng med reglene om myndighetsmisbruk som vil bli behandlet i kapittel 4 og 5.

2.6.2 Habilitet

At styret skal utarbeide et forslag til generalforsamlingen, må sees i sammenheng med de personelle og materielle reglene for styrets kompetanse jf. asal. §§ 6-27 og 6-28.

Bestemmelsen inntatt i asal. § 6-28 vil imidlertid bli behandlet i kapittel 4. I den videre fremstillingen vil det derfor fokuseres på habilitetsregelen i asal. § 6-27.

Det fremgår av bestemmelsen i asal. § 6-27 første ledd at «*Et styremedlem må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del (...) at medlemmet må anses å ha fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken*».

Ordlyden i bestemmelsens første ledd, retter seg direkte mot subjektene som sitter i styret, jf. ordet «styremedlem». Bestemmelsen oppstiller et forbud om å ta del i både behandlingen og i avgjørelsen i saker der medlemmet selv tilgodeses økonomisk. Formuleringen i «*behandlingen eller avgjørelsen*», gir klart uttrykk for at habilitetsreglene både gjelder for den forberedende saksbehandlingen forut for avgjørelsen, jf. asal. § 6-21 og ved å avlegge stemme i avgjørelsen jf. asal. § 6-25 første ledd.

Et styremedlem kan derfor ikke være med i verken saksbehandlingen eller avgjørelsen av sak som tilgodeser vedkommende selv, for eksempel ved at en rettet emisjon til en sterkt rabattert pris rettes mot styremedlemmet. Dette må sees i sammenheng med at generalforsamlingen velger styremedlemmer jf. asal. § 5-17 andre ledd. En aksjonær som innehar eller kontrollerer

⁴⁸ NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning punkt 14.9.2 merknad til § 9-10, nåværende § 10-3 tredje ledd.

mer enn 50 prosent av stemmene, kan dermed velge styremedlemmer. Det er ikke uvanlig at en majoritetsaksjonær er representert i styret for å ivareta egne interesser. Dette innebærer at aksjonæren kan få særlig innflytelse i selskapsavgjørelser.

Dette åpner for mulighetene til å begunstige seg selv, og som habilitetsregelen i asal. § 6-27 er ment å verne mot. En slik avgjørelse ville som et utgangspunkt også ha blitt fanget opp av generalklausulen i asal. § 6-28 første ledd.

Det kan dermed konkluderes at et styremedlem ikke kan ta del i saksbehandlingen dersom medlemmet selv tilgodeses i den rettede emisjonen.

3 Utgangspunktet om kravet til likebehandling av aksjonærene

3.1 Introduksjon

Allmennaksjelovens regler baseres som et utgangspunkt på et lovfestet likhetsprinsipp.⁴⁹ Prinsippet innebærer at alle aksjonærene som et utgangspunkt har de samme rettighetene med mindre noe annet er bestemt om aksjeklasser i vedtektene.

I juridisk teori er likhetsprinsippet ansett som en grunnleggende forutsetning for aksjonærenes deltakelse i selskapene.⁵⁰ Årsaken til at likhetsprinsippet anses som en forutsetning for selskapsdeltakelsen, forstås som at et overordnet krav som gir aksjonærene like rettigheter, ivaretar hensynene til både rettferdighet og forutberegnelighet. Både for eksisterende og nye investorer. Dette bidrar til å gjøre det å plassere kapital i selskapene attraktivt, som igjen fører til at selskapene kan innhente kapital fra markedet på en effektiv og tillitsvekkende måte.

Prinsippet oppstiller dermed betryggende rammer for å investere kapital i selskapene, idet alle aksjonærene – som et utgangspunkt – gis de samme forutsetningene for selskapsdeltakelsen.

En rettet emisjon kan imidlertid føre til at enkelte aksjonærer eller tredjemenn gis bedre rettigheter enn andre, noe som kan innebære at aksjonærene i selskapet forskjellsbehandles.

⁴⁹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 72.

⁵⁰ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 74 med videre henvisning til Woxholth, Foreningsrett s. 227.

Graden av forskjellsbehandling beror imidlertid på flere forhold, og avhenger blant annet av om den rettede emisjonen rettes mot eksisterende aksjonærer eller tredjemenn.

For de børsnoterte allmennaksjeselskapene gjelder det i tillegg ytterligere krav til likebehandling i verdipapirhandelloven. Likhetsprinsippet og reglene om likebehandling i forbindelse med en rettet emisjon, vil bli behandlet i punktene 3.2 flg.

3.2 Det aksjerettslige likhetsprinsippet

Det aksjerettslige likhetsprinsippet er inntatt i asal. § 4-1 første ledd første punktum. Det fremgår av bestemmelsen i første ledd at «*Alle aksjer gir lik rett i selskapet*».

En alminnelig forståelse av formuleringen «alle aksjer», taler som et utgangspunkt for at alle aksjene i selskapet innehar de samme rettighetene. Ordvalget «aksjer», taler for at det er de enkelte selskapsandelene som gir «lik rett» i selskapet. Bestemmelsen gir ingen nærmere definisjon av aksjebegrepet, men det kan utledes av bestemmelsen inntatt i asal. § 3-1 andre ledd.

Det fremgår av bestemmelsen i asal. § 3-1 andre ledd at «*Aksjekapitalen skal være fordelt på én eller flere aksjer*». Dette taler for at det er de enkelte eierandelene i selskapet som eies av aksjonærene, som gir lik rett i selskapet. Tilsvarende forståelse følger også av lovforarbeidene til den tidligere aksjeloven av 1976, der det legges til grunn at likhetsgrunnsetningen i den nåværende bestemmelsen i asal. § 4-1 første ledd første punktum retter seg mot aksjene i selskapet.⁵¹ Det kan derfor konkluderes at det er aksjene som er gjenstand for likebehandling.

Videre gir aksjene aksjonærene «lik rett» i selskapet. Ordet «rett» gir uttrykk for rettigheter som følger av aksjene. Loven oppstiller ulike aksjonærrettigheter i egenskap av å eie aksjene, blant annet i form av stemmerett, jf. asal. § 5-4 første ledd, rett til å kunne tegne nye aksjer ved en emisjon jf. asal. § 10-4 første ledd og rett til utdelinger fra selskapet jf. asal. § 3-6 jf. asal. § 8-1. Dette taler for at alle aksjene og dermed aksjonærrettighetene, som et utgangspunkt skal behandles likt.

⁵¹ Ot.prp.nr.19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper, merknad til den tidligere bestemmelsen i § 3-1.

Det fremgår imidlertid at likhetsgrunnsetningen i asal. § 4-1 første ledd første punktum er deklatorisk, jf. første ledd andre punktum. Bestemmelsen oppstiller en adgang til å opprette ulike aksjeklasser.

Dersom det opprettes ulike aksjeklasser, må det fremgå av selskapets vedtekter jf. asal. § 2-2 hvilke rettigheter som følger av de ulike aksjeklassene. Som et eksempel kan selskapet bestemme at det kun er én aksjeklasse som gir stemmerett i generalforsamling. Dette må i så fall være spesifisert i vedtektene, noe som sikrer forutberegnelighet for investorene som kjøper aksjene. I den videre fremstillingen legges det til grunn at det ikke er opprettet ulike aksjeklasser. Aksjeklasser vil dermed ikke behandles ytterligere.

Prinsippet om likebehandling gjelder dermed kun for aksjene. Det oppstilles ingen tilsvarende regel om likebehandling av aksjonærene i allmennaksjeloven, og må sees i sammenheng med at det på aksjeselskapsretten gjelder et majoritetsprinsipp⁵².

3.2.1 Hvilket innhold som følger av likhetsprinsippet

Likhetsprinsippet i asal. § 4-1 første ledd første punktum, angir som nevnt at alle aksjer gir lik rett i selskapet. Bestemmelsen oppstiller imidlertid ikke noe konkret materielt innhold, annet enn at aksjene gir lik rett. Formuleringen taler dermed, isolert sett, for at aksjonærene som eier aksjene, har like rettigheter med mindre noe annet er bestemt. Det følger av juridisk teori at likhetsprinsippets kjerne er en differansebetraktning, der ingen skal settes i bedre eller i dårligere stand enn andre.⁵³ Dette taler som et utgangspunkt for at likhetsprinsippet også skal sikre likebehandling av aksjonærene.

At kjernen av likhetsprinsippet er ment å sikre en reell likebehandling, kan oppsummeres som et utslag av hensynet til rimelighet og rettferdighet. Tanken om at likhetsprinsippet skal sikre likebehandling av aksjonærenes rettigheter i selskapet, kan imidlertid ikke tolkes for snevert. Årsaken til dette er at det ville ha ført til at andre selskapsrettslige hensyn ville blitt vanskelig å håndheve, blant annet hensynene som skal sikre handlefrihet og effektive beslutningsprosesser. Både for selskapsledelsen og for aksjemajoriteten. Et lite fleksibelt likhetsprinsipp ville dermed ha ført til at selskapet ikke kunne ha blitt forvaltet og styrt på en

⁵² Majoritetsprinsippet vil bli behandlet i punkt 5.2.

⁵³ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 74.

effektiv måte. Likhetsprinsippet må av denne grunn være relativt, idet andre hensyn må kunne gjøres gjeldende for å ivareta selskapets interesser.

Det er fremholdt i juridisk teori at et manglende krav til likebehandling av aksjonærene er uten praktisk betydning, idet en likebehandling av aksjene, i realiteten vil innebære en relativ likebehandling av aksjonærene i selskapet.⁵⁴ Dette svarer til hensynet til majoritetsprinsippet, som gir uttrykk for at flertallet bestemmer. Så lenge rettighetene tilhørende hver aksje likebehandles, vil det med andre ord forekomme en relativ likebehandling basert på aksjonærenes aksjeandel og dermed være i tråd med likhetsprinsippet.

Det følger av juridisk teori at likhetsprinsippet ikke er tillagt noe eget materielt innhold, men at det derimot oppstiller et utgangspunkt for å forstå rekkevidden av generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28.⁵⁵ Bestemmelsen i asal. § 4-1 omtales i denne sammenheng som en «faneparagraf».⁵⁶

Videre er det lagt til grunn av likhetsprinsippet er objektivt, i den forstand at bakgrunnen for handlingen er uten betydning.⁵⁷ Det er dermed den faktiske forskjellsbehandlingen som er avgjørende for i hvilken grad likhetsprinsippet er fulgt.⁵⁸ Det kan dermed konkluderes at det er den konkrete forskjellsbehandlingen som er avgjørende, uavhengig av hva som måtte være hensikten med forskjellsbehandlingen.

Det er i teorien lagt til grunn at en relativ forståelse av likhetsprinsippet, også åpner for at saklig begrunnet forskjellsbehandling er tillatt.⁵⁹ Dette taler for at likhetsprinsippet ikke kan forstås for snevert.

Av det ovenfor nevnte kan det konkluderes at likhetsprinsippet nærmest utgjør et generelt utgangspunkt for krav til likebehandling av aksjene. Likhetsprinsippet innebærer at det blant annet stilles strengere krav til begrunnelsens innhold, ved fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett til å tegne emisjonsaksjene. Likhetsprinsippet har imidlertid ikke noe eget

⁵⁴ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 72.

⁵⁵ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 77

⁵⁶ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 77 med videre henvisning til Endresen i TfF 1996:3 s. 54 note 16.

⁵⁷ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 74.

⁵⁸ Ibid.

⁵⁹ Ibid.

materielt innhold, men oppstiller et utgangspunkt for rekkevidden av både styrets og generalforsamlingens kompetanse.

Likhetsprinsippetts materielle innhold, må utledes av innholdet av generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28, og vil bli behandlet i kapittel 4 og 5.

3.3 Forholdet til likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14

Allmennaksjeselskap som omsetter aksjene sine på offentlig børsmarked, er bundet av reglene etter verdipapirhandelloven. Ett at lovens hovedformål er å sikre effektiv investorbeskyttelse jf. vphl. § 1-1. Dette gjelder blant annet kravet til likebehandling av aksjonærene, jf. vphl. § 5-14.

Det fremgår av bestemmelsen inntatt i vphl. § 5-14 første ledd at;

«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 utstедers og innehavernes felles interesse».

Det fremgår av bestemmelsens formulering, at likebehandlingsregelen adresserer «Utstedere av finansielle instrumenter». Ordet «utsteder» taler for at bestemmelsen retter seg mot de som «utgir» finansielle instrumenter, med andre ord selskapene.

Definisjonen «finansielle instrumenter» sikter til «omsettelige verdipapirer» jf. vphl. § 2-2 første ledd nr. 1, nærmere bestemt «aksjer», jf. vphl. § 2-4 første ledd nr. 1.

Utsteder av aksjer «opptatt til handel på norsk regulert marked», sikter dermed til børsnoterte allmennaksjeselskap som omsetter aksjene sine på børs.

Det kan dermed legges til grunn at det er allmennaksjeselskapene, nærmere bestemt styret, som er pliktsubjekt etter bestemmelsen i vphl. § 5-14.

Videre fremgår det av bestemmelsen i vphl. § 5-14 første ledd første punktum, at selskapet skal «likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter».

En alminnelig forståelse av bestemmelsen, taler for at ordet «innehaver» må forstås som de enkelte aksjonærene som eier aksjer i selskapet. Bestemmelsen i vphl. § 5-14 henviser også til likhetsgrunnsetningen i asal. § 4-1. Denne gjelder som nevnt kun for aksjene.⁶⁰

Ordlyden taler dermed for at børsnoterte allmennaksjeselskap, som et utgangspunkt, i større grad også må etterleve reglene om likebehandling av aksjonærene, og ikke bare aksjene.

Av det ovenfor nevnte kan det konkluderes at aksjonærene i børsnoterte allmennaksjeselskap, er gitt en videre rett til å bli likebehandlet enn det som følger av asal. §§ 5-21 og 6-28. Styret skal dermed sørge for at aksjonærene likebehandles ved forslag om kapitalforhøyelse.

Det fremgår imidlertid et unntak i vphl. § 5-14 første ledd andre punktum, og som gir uttrykk for at selskapet ikke må utsette innehaverne for forskjellsbehandling som *«ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehaverens felles interesse»*.

En alminnelig forståelse av bestemmelsens formulering, taler dermed for at forskjellsbehandling som er tillatt dersom forskjellsbehandlingen er *«saklig begrunnet i utsteders og innehavernes felles interesse»*.

Ordlyden åpner dermed for adgangen til å foreta en saklig begrunnet forskjellsbehandling,

3.3.1.1 Hva som menes med selskapet og innehavernes «felles interesse»

Ordvalget «felles interesse» er vagt formulert, men taler for at forskjellsbehandlingen må være begrunnet i både selskapets og aksjonærenes interesser. I aksjerettslig sammenheng vil selskapets interesse bestå av såkalt gevinstmaksimering.⁶¹ Gevinstmaksimering svarer til selskapets vinningsformål, med andre ord målet om å generere økonomisk avkastning.

Aksjonærenes interesser for selskapsdeltakelsen kan være varierte, men interessen i å investere kapital i selskap er i stor grad økonomisk motivert. Aksjonærenes interesse kan dermed oppsummeres å være avkastningspotensialet på investeringene. Dette taler for at selskapets og aksjonærenes felles interesse består av et økonomisk formål.

⁶⁰ Se punkt 3.2.

⁶¹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 78.

At beslutningen skal være saklig begrunnet i selskapets interesse, er også lagt til grunn i generalklausulene jf. asal. §§ 5-21 og 6-28. Disse forbyr enhver forskjellsbehandling som er egnet til å gi en «urimelig fordel».

Bestemmelsen i vphl. § 5-14 synes å bygge på de samme kriteriene som skal verne mot myndighetsmisbruk, men angir uttrykkelig at forskjellsbehandlingen også skal være i aksjonærenes interesse. Dette taler for at det ikke er tilstrekkelig at avgjørelsen utelukkende er i selskapets interesse, selv om selskapsinteressen indirekte vil få innvirkning for aksjonærene.

Som et eksempel vil en rettet emisjon som knytter viktige ressurser til selskapet også være i aksjonærenes interesse på lang sikt. Dette som en følge av at hensikten med kapitalforhøyelsen er å generere fremtidig økonomisk vinning. En avgjørelse som dermed treffes i den hensikt å tilføre selskapet ytterligere gevinster i fremtiden, vil som et utgangspunkt være i tråd med vinningsformålet på lang sikt. Dette selv om den umiddelbare effekten innebærer at aksjonærenes rettigheter utvannes.

Det at aksjonærenes interesse er gitt egen oppmerksomhet i bestemmelsen i vphl. § 5-14, taler for at innholdet av den skjønnsmessige vurderingen ikke utelukkende kan bestå av selskapets interesse, slik det forutsetningsvis legges til grunn i generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28.

Det kan dermed konkluderes at både selskapets og aksjonærenes «felles interesse» består av økonomisk vinning på lang sikt. Styrets forslag skal dermed være begrunnet i både selskapets og aksjonærenes felles interesse i fremtidig økonomisk vinning.

3.3.1.2 Utgangspunktet for den skjønnsmessige vurderingen

Det nærmere innholdet av den skjønnsmessige vurderingen for om forslaget er i selskapets og aksjonærenes felles interesse, fremgår ikke klart av bestemmelsens ordlyd. Det foreligger ingen Høyesterettsrettspraksis som kan belyse hvilke momenter som skal vektlegges i vurderingen.

Det er imidlertid lagt til grunn i underrettspraksis at den skjønnsmessige vurderingen i stor grad sammenfaller med de vurderingene som skal foretas etter generalklausulen i asal. § 5-

21.⁶² Dette taler for at saklighetsvurderingen i vphl. § 5-14, må sees i sammenheng med innholdet og vurderingen som skal foretas etter generalklausulene.⁶³

Saken for lagmannsretten gjaldt oppsummert spørsmålet om delingen av selskapet Rem Offshore mellom to av hovedaksjonærene, innebar en urimelig fordel på aksjonærenes bekostning, jf. asal. § 5-21. Lagmannsretten uttalte at vurderingstemaet i vphl. § 5-14 var «tilnærmet det samme» som etter asal. § 5-21.⁶⁴ Videre la lagmannsretten til grunn Oslo Børs⁶⁵ sin vurdering av hvor vidt forskjellsbehandlingen var saklig begrunnet. Denne vil derfor være av betydning for å belyse innholdet av saklighetsvurderingen.

Oslo Børs la til grunn at spørsmålet i saken var om den aktuelle forskjellsbehandlingen var «klart usaklig, sterkt urimelig eller om det er tatt utenforliggende hensyn».⁶⁶ Det fremgår av vedtaket at vurderingsmomentene i saken var bakgrunnen for den aktuelle selskapsdelingen, arten og graden av forskjellsbehandling, hvilke handlingsalternativer selskapet hadde og om saksbehandlingsreglene var fulgt.⁶⁷

Av dette kan det utledes at vurderingstemaet etter vphl. § 5-14, i stor grad bygger på vurderingene som gjøres etter asal. § 5-21. Ordlyden i vphl. § 5-14 taler imidlertid for at styret kun kan foreslå en rettet emisjon dersom dette også er i aksjonærenes interesse. Dette forstås som at virkningen av den rettede emisjonen, også må vurderes på bakgrunn av aksjonærenes interesser. Dette taler for at alle momenter som har ført til den aktuelle rettede emisjonen, som et utgangspunkt er relevant for å vurdere i hvilken grad emisjonen er i både selskapets og aksjonærenes interesse.

Det kan dermed konkluderes at alle momenter inngår i vurderingen av om selskapets og aksjonærenes felles interesser er ivaretatt. Oppsummert kan det konkluderes at børsnoterte allmennaksjeselskap, i større grad også må sørge for likebehandling av aksjonærene og at forslag fra styret må være i både selskapets og aksjonærenes felles interesse, jf. asal. § 5-14 første ledd.

⁶² LF-2010-160231

⁶³ Innholdet av generalklausulen i asal. § 5-21, vil bli behandlet i kapittel 5. Det vises derfor til vurderingen som foretas i kapittel 5.

⁶⁴ LF-2010-160231

⁶⁵ OB-2009-10 under punkt 7.1.

⁶⁶ Ibid.

⁶⁷ Ibid.

Som det vil bli redegjort for i punkt 5.3.3 flg. må den rettede emisjonen etter asal. § 5-21 være i «selskapets interesse». Det nærmere innholdet av den skjønnsmessige vurderingen etter vphl. § 5-14 vil bli behandlet samlet i kap. 5.

4 Vilkåret om at den rettede emisjonen må være «saklig begrunnet i selskapets interesse»

4.1 Introduksjon

En kapitalforhøyelse som innebærer å utstede nye aksjer i selskapet mot pengeinnskudd, må foreslås av styret, jf. asal. § 10-3 første ledd. Årsaken til at styret må foreslå kapitalforhøyelse til generalforsamlingen, er en følge av styrets rolle i selskapet. Dersom styret samtidig foreslår at aksjonærene skal fravike fortrinnsretten til å tegne de nye aksjene, må dette «særskilt angis og begrunnes» i forslaget, jf. asal. § 10-3 tredje ledd.

Bakgrunnen for at et forslag om fravikelse av fortrinnsretten må begrunnes, er fordi aksjonærenes rettigheter vil utvannes⁶⁸ som følge av at likebehandlingskravet tilsidesettes.

Hvilke krav som stilles til styrets begrunnelse, fremgår imidlertid ikke klart av asal. § 10-3 tredje ledd. Det er i teorien lagt til grunn at en rettet emisjon må være «saklig begrunnet i selskapets interesse».⁶⁹ Hvilket innhold som kan ilegges kravet til både saklighet og til selskapsinteressen, fremgår derimot ikke klart.

Innholdet av saklighetskravet må derfor utledes i samsvar med øvrige rettskilder, blant annet om styrets kompetanse til å foreslå en rettet emisjon. Dette vil bli behandlet i punkt 4.2 flg.

4.2 Styrets rolle i selskapet

Det fremgår av bestemmelsen i asal. § 6-12 første ledd at styrets oppgaver er å sørge for forsvarlig organisering og forvaltning av virksomheten. Styret utgjør dermed selskapets øverste myndighet foruten generalforsamlingen, med andre ord selskapets øverste ledelse. Det ligger til styrets oppgaver å sørge for at selskapet driftes forsvarlig, og at selskapet forvaltes

⁶⁸ Se punkt 2.5 om «utvanning».

⁶⁹ Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 256.

på best mulig måte for å nå sine mål. Styret har dermed det overordnede ansvaret for selskapets fremtidsutsikter.

Det følger blant annet av asal. § 6-12 andre ledd, at styret skal fastsette planer og budsjetter for selskapets virksomhet. I dette ligger både oppgavene med å fastsette selskapets langsiktige mål og planer, og strategier for hvordan disse målene skal kunne realiseres. Selskapets økonomistyring ligger dermed til styrets oppgaver. Dette må sees i sammenheng med at styret skal holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling, jf. asal. § 6-12 tredje ledd.

Årsaken til dette er at styret skal forvalte selskapet på best mulig måte, for at selskapet skal nå sine mål. For å kunne ivareta forpliktelsene til å styre selskapet på best mulig måte, er det en selvfølge at styret også har oversikt over selskapets kapitalforhold.

Videre følger det av asal. § 6-13 første ledd, at styret skal føre tilsyn med selskapets daglige ledelse og virksomheten for øvrig. Tilsynsansvaret innebærer at styret skal sørge for at den daglige ledelse utfører oppgavene i samsvar med selskapets planer og målsettinger.

Tilsynsansvaret skal dermed sørge for at styret til enhver tid har kontroll over hva selskapets daglige ledelse foretar seg, og at dette samsvarer med selskapets målsettinger. Tilsynsansvaret må også sees i sammenheng med styrets handleplikt og når denne blant annet inntreffer.

For å kunne sørge for at selskapet forvaltes på best mulig måte, har styret en handleplikt til å foreta konkrete tiltak dersom selskapets økonomi ikke lenger er forsvarlig. Selskapet skal som et utgangspunkt til enhver tid ha en egenkapital og likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten, jf. asal. § 3-4. I dette ligger det et overordnet krav til at selskapet har økonomi til å opprettholde operativ drift på en forsvarlig måte.

Dersom selskapet eksempelvis skulle risikere å tape egenkapitalen eller at inntrådte forhold har medført at selskapets økonomi ikke lenger er forsvarlig for å drifte virksomheten, har styret en plikt til å agere ved å forslå tiltak for å løse de økonomiske problemene. Dette omtales som styrets handleplikt, jf. asal. § 3-5 første ledd.

Det følger av bestemmelsen i asal. § 3-5 første ledd første punktum, at styret er pålagt en plikt til å foreslå tiltak for å løse blant annet likviditetsproblemer. Ett av flere tiltak for å løse selskapets økonomiske problemer, kan være en rettet emisjon som kan gjennomføres på relativt kort tid. Styret må i så fall utarbeide et forslag til generalforsamlingen som redegjør

for selskapets økonomiske situasjon, samt begrunnelse for hvorfor aksjonærene ikke skal kunne tegne de nye aksjene, jf. asal. § 10-3 tredje ledd.

Det kan dermed konkluderes at styret har det overordnede ansvaret for selskapet, og at det er styret som må vurdere hvor vidt selskapets kapital er forsvarlig.

4.3 Rekkevidden av styrets kompetanse til å foreslå en rettet emisjon

Styrets forslag til generalforsamlingen om å foreta en rettet emisjon, må som nevnt begrunnes jf. asal. § 10-3 tredje ledd. Bestemmelsen gir imidlertid ingen føringer på hvilke krav som stilles til begrunnelsens innhold. Begrunnelsens innhold må derfor sees i lys av reglene for styrets kompetanse, inntatt i asal. § 6-28 første ledd, som lyder;

«Styret eller andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet, må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning».

Bestemmelsens formulering oppstiller et forbud mot at styret foretar «noe» som kan innebære at enkelte får en «urimelig fordel», på andres bekostning. Ordet «noe» taler for at handlingen ikke begrenses til enkelte disposisjoner, men til alt styret måtte foreta seg. Bestemmelsen lest i sammenheng, oppstiller dermed et overordnet forbud mot intern forskjellsbehandling av aksjonærene i alle sammenhenger. Videre kan bestemmelsen deles inn i fire vilkår.

Styret må ikke foreta noe som er (1) «egnet til å gi», (2) «visse aksjeeiere eller andre», (3) en «urimelig fordel». I tillegg må den urimelige fordelingen ikke skje på (4) «andre aksjeeiere eller selskapets bekostning».

Bestemmelsen i asal. § 6-28 svarer nærmest likelydende til den tilsvarende bestemmelsen i asal. § 5-21. Det fremgår av lovforarbeidene⁷⁰ at de to bestemmelsene er «tilsvarende» og må sees i «sammenheng», selv om de regulerer to forskjellige typetilfeller; styrets forslag og generalforsamlingens avgjørelse. En prinsipielt viktig forskjell mellom de to bestemmelsene,

⁷⁰ Ot. prp. nr. 19 (1974-1975) s. 111 og s. 136.

er at asal. § 6-28 første ledd retter seg mot alle former for styredisposisjoner jf. ordet «noe», mens asal. § 5-21 kun retter seg mot generalforsamlingens beslutning.

Redegjørelsen av vilkårene vil i det følgende derfor også i stor grad gjelde for den tilsvarende bestemmelsen i asal. § 5-21.

4.3.1 Vilåret «egnet til å gi»

En alminnelig forståelse av formuleringen «egnet til å gi», taler for at det er tilstrekkelig at handlingen «kan» innebære en fordel for andre. Ordlyden oppstiller dermed ikke som et krav at fordelen må ha inntrådt eller at den faktisk vil inntre. Dette taler for at det er tilstrekkelig at disposisjonen kan innebære en fordel.

Tilsvarende forståelse er også lagt til grunn i juridisk teori, og omtales som et krav til «potensiell kausalitet».⁷¹ Det kan dermed legges til grunn at det er tilstrekkelig at fordelen kan være en «mulig» følge av handlingen, men at det ikke er et krav til at fordelen faktisk må inntre.

4.3.2 Vilåret «visse aksjeeiere eller andre»

Formuleringen «visse aksjeeiere» taler for at fordelen kan være rettet mot enten én eller flere aksjonærer i selskapet. Hvem som skal anses som aksjonærer, reguleres av asal. kap. 4 og byr normalt på liten tvil. Det kan dermed legges til grunn at det med aksjeeiere vises til selskapets eksisterende aksjonærer.

Ordet «andre» er derimot vidt formulert, og taler for at fordelen kan være gitt enhver annen person. Juridisk teori legger til grunn at formuleringen kun er av pedagogisk art, og er kun ment for å avklare at den personkrets fordelen kan være gitt til, kan enten være aksjeeiere eller tredjemenn.⁷²

Det kan dermed legges til grunn at fordelen kan være gitt både eksisterende aksjonærer eller tredjemenn.

⁷¹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 156 under punkt 13.4.1

⁷² Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 155 under punkt 13.3

4.3.3 Vilkåret «urimelig fordel»

Det sentrale vilkåret i asal. § 6-28 første ledd, er om styrets forslag er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en «urimelig fordel». Ordlyden er vidt formulert og åpner for en totalvurdering.⁷³ Av dette kan det utledes at i hvilken grad enkelte gis en «urimelig fordel», må vurderes på bakgrunn av en konkret totalvurdering i det enkelte tilfellet.

Formuleringen «urimelig fordel», kan deles i to. For det første må det foreligge en fordel, og for det andre må fordelene være urimelige.

4.3.3.1 Ordet «fordel»

Ordvalget «fordel» er vidt formulert og åpner i sin alminnelige forstand for at alle tenkelige fordeler omfattes av bestemmelsen. I emisjonssammenheng taler ordlyden for at ordet «fordel» må forstås som en rettighet som ikke gis til alle, og som må antas å være på gunstige betingelser som gir enkelte bedre rettigheter enn andre.

I juridisk teori sondres det mellom fordeler av økonomisk og organisatorisk art, men at den vide formuleringen av fordelsbegrepet samtidig er valgt for å omfatte alle tenkelige fordeler, uavhengig av hvilken type fordel forslaget innebærer.⁷⁴

Det kan dermed konkluderes at det med ordet «fordel», siktes til enhver fordel som gis enkelte.

4.3.3.2 Ordet «urimelig»

Videre må fordelene være «urimelige». Ordet «urimelig» taler for at fordelene ikke er rettfærdige eller tilstrekkelig begrunnet. Ordvalget er vidt formulert og angir ingen konkret vurderingsnorm for hvilke fordeler som omfattes av ordlyden.

Det følger av forarbeidene til den tidligere aksjeloven 1976 at *«vedtak som gir en aksjeeier eller tredjemann fordeler til forfang for andre aksjeeiere eller selskapet, må bygge på et saklig forsvarlig grunnlag»*.⁷⁵

⁷³ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 163 under punkt 14.1.4.

⁷⁴ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 153 under punkt 13.2.1.

⁷⁵ Ot.prp.nr. 19 (1974-1975) s. 111-112, merknad til § 8-14.

En alminnelig forståelse av forarbeidenes formulering, taler for at styrets forslag må bygge på et «saklig forsvarlig grunnlag». I juridisk teori omtales dette som nevnt som et krav til at forslaget er «saklig begrunnet».⁷⁶ Av dette kan det utledes at forslag som ikke bygger på et saklig grunnlag, vil være usaklig og dermed urimelig.

Det kan dermed utledes at det med ordet «urimelig», sikter til fordeler som ikke er saklig begrunnet. Urimelighet kan dermed sammenlignes med vilkårlighet.

4.3.4 Urimelighetsvilkårets innhold

Det nærmere innholdet av urimelighetsvilkåret, fremgår ikke klart av forarbeidene. Formuleringen «saklig forsvarlig grunnlag» i lovforarbeidene,⁷⁷ taler imidlertid for at forslaget må være basert på et konkret holdbart grunnlag.

I juridisk teori er det lagt til grunn at saklighet må forstås som saklighet i betydningen «selskapsrelevante forhold».⁷⁸ Med formuleringen «selskapsrelevante forhold» forstås ethvert forhold som kan begrunnes i selskapets interesse, og innebærer at alle tenkelige selskapsforhold som et utgangspunkt er relevante. Som et eksempel vil et selskaps behov for kapital være et selskapsrelevant forhold som vil være «saklig».

Dette taler for at saklighet må forstås som saklighet i betydningen selskapet og i selskapets interesse, og avgrenser mot utenforliggende hensyn som motsetningsvis vil være usaklig.

Videre følger det av juridisk teori at den konkrete urimelighetsvurderingen kan deles inn i to kumulative kriterier, som en inngrepsterskel og som et saklighetskrav.⁷⁹ Med inngrepsterskel siktes det til at reglene om myndighetsmisbruk ikke kommer til anvendelse i alle tilfeller hvor det gis en fordel, det må foreligge et visst avvik fra en handlenorm.⁸⁰ Med dette forstås at den konkrete styredisposisjonen må avvike markant fra et forutberegnelig handlemønster.

I tillegg oppstilles et saklighetskrav. Saklighetskravet har til hensikt å underbygge årsaken til at det gis en fordel, og må som nevnt begrunnes i selskapsrelevante forhold.

⁷⁶ Bråthen. Selskapsrett 6. utgave s. 256.

⁷⁷ Ot.prp.nr. 19 (1974-1975) s. 111-112, merknad til § 8-14.

⁷⁸ Bråthen, Gina. Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt, 2014 s. 161.

⁷⁹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 164 i forhold til forståelsen av asal. § 5-21.

⁸⁰ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 163.

Saklighetsvilkåret omtales i juridisk teori også som et forholdsmessighetsvilkår.⁸¹ Et krav til forholdsmessighet innebærer at i hvilken grad fordelene må antas å være urimelig, er relativt ut fra selskapets situasjon og begrunnelsen for den rettede emisjonen.

For den videre fremstilling vil de to vilkårene i relasjon til styrets saksbehandling, for enkelthetens skyld bli omtalt som saklighetsvilkåret og forholdsmessighetsvilkåret.

Juridisk teori legger til grunn at ordet «urimelig» åpner for en totalvurdering, og at vurderingen må foretas på bakgrunn av en bred interesseavveining.⁸² I emisjonssammenheng vil de berørte interessene være overfor de som tilgodeses i forslaget og de forslaget går på bekostning av. Oppsummert vil de motstridende interessene være selskapets økonomiske interesse og aksjonærenes avkastningsinteresse.

Det følger av lovforarbeidene at *«ingen aksjeeier skal usaklig diskrimineres og ingen tredjemannsinteresser skal utilbørlig fremmes til skade for aksjeeiernes felles interesser»*.⁸³ Formuleringen «til skade for aksjeeiernes felles interesser», taler for at fordelene må ramme aksjonærenes felles forutsetninger for selskapsdeltakelsen. Oppsummert består aksjonærenes felles interesser i all hovedsak i å få avkastning på investeringene sine.

En rettet emisjon vil ofte være begrunnet i at selskapet trenger tilførsel av kapital, men begrenses ikke til det. At selskapet har et kapitalbehov, vil være et klart selskapsrelevant forhold. En rettet emisjon kan også være en del av selskapets strategi for å knytte nødvendige ressurser til selskapet, eller for å unngå oppkjøp av andre selskap.

Bestemmelsen i asal. § 6-28 første ledd tar også sikte på å forhindre opportunistisk opptreden fra styret, som kan ha egne interesser i vedtaket.⁸⁴ Årsaken til dette er at aksjemajoriteten velger styremedlemmer, og kan dermed plassere egne representanter i styret som ønsker å styre selskapet i majoritetens interesse. Det kan derfor oppstå situasjoner hvor selskapets og majoritetens interesse ikke er sammenfallende.⁸⁵

⁸¹ Gina Bråthen, 2014 s. 167.

⁸² Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 160.

⁸³ NUT 1970:1 merknad til § 62.

⁸⁴ Gina Bråthen s. 170.

⁸⁵ Ibid.

Spørsmålet som reises i den forbindelse, er i hvilken grad aksjonærenes interesser må vike for selskapsinteressen, og i hvilken grad selskapsinteressen kan ilegges avgjørende vekt.

4.3.4.1 Saklighetsvilkåret

Det følger av lovforarbeidene til den tidligere aksjeloven 1976, at styrets forslag til generalforsamlingen må være saklig begrunnet i selskapets interesse.⁸⁶ Hva som menes med selskapets interesse, er imidlertid ikke uttrykkelig definert i allmennaksjeloven.

En alminnelig forståelse av formuleringen «selskapet interesse» taler isolert for at forslaget må være i selskapets egeninteresse. Av dette kan det utledes at forslaget må være til det beste for selskapet. At avgjørelsen skal være i selskapets interesse, avgrenser dermed adgangen til å begrunne emisjonsforslaget i andres interesser, for eksempel styrets eller enkelte aksjonærers interesse.

Vilkåret om at en rettet emisjon må være saklig begrunnet i selskapets interesse, finner også støtte i andre lands rett, blant annet i dansk, tysk og angloamerikansk rett.⁸⁷ Det kan dermed legges til grunn at en rettet emisjon må være i selskapets egeninteresse.

Hvilke elementer selskapets interesse består av fremgår ikke klart av allmennaksjeloven, men det kan utledes av reglene om selskapets stiftelsesgrunnlag. Det fremgår blant annet av asl. § 1-1 tredje ledd nr. 2 at loven ikke gjelder for selskap som «ikke har økonomisk formål».

Formuleringen «økonomisk formål», taler for at det kun er selskap som har til hensikt å generere et økonomisk resultat som er gjenstand for loven. Av dette kan det utledes at selskap som stiftes i medhold av aksjeloven, som et utgangspunkt har til hensikt å drive økonomisk virksomhet. At selskapene har et økonomisk formål, må sees i sammenheng med at aksje- og allmennaksjeselskap normalt opprettes med sikte på å drive næringsvirksomhet uten personlig ansvar for deltakerne. Økonomisk motivasjon er dermed en naturlig følge av selskapsformen.

Allmennaksjeloven har ingen tilsvarende bestemmelse som aksjeloven, men det er ikke omtvistet at det samme økonomiske formålet også gjør seg gjeldende for allmennaksjeselskap.⁸⁸ Årsaken til at allmennaksjeloven ikke har en tilsvarende bestemmelse,

⁸⁶ Ot. prp. nr. 19 (1974-1975) s. 111-112.

⁸⁷ Gina Bråthen s. 161.

⁸⁸ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 81.

er at aksjeloven er den generelle loven og danner den nedre grensen mot andre selskapsforhold.⁸⁹ Allmennaksjeselskap trenger derfor ikke å spesifisere det økonomiske formålet i vedtektene, ettersom at dette er en selvfølge ved å velge selskapsformen.

Selskapenes økonomiske formål utgjør det sentrale formålet for selskapsdannelsen, og omtales i teorien som selskapenes vinnings- og virksomhetsformål.⁹⁰ Vinningsformålet innebærer at selskapene tilstreber såkalt gevinstmaksimering, og skal bidra til verdiskapning ved optimal utnyttelse av samfunnets ressurser.⁹¹ Oppsummert består vinningsformålet i å skape økonomisk vekst med sikte på å generere overskudd til aksjonærene. Dette må sees i sammenheng med hva som er det enkelte selskaps valgte virksomhet i vedtektene, jf. asal. § 2-2 første ledd nr. 4.

Virksomhetsangivelsen gjenspeiler bakgrunnen for selskapsstiftelsen og angir samtidig hvordan selskapet planlegger å generere økonomisk avkastning i markedet. At selskapene skal angi virksomheten, skal betrygge forutberegnelighet for selskapsaksjonærene og for de som ønsker å investere kapital i selskapet. Selskapets vedtektsfestede virksomhet angir selskapets valgte næringsområde og hva selskapet skal bedrive for å generere økonomisk vekst. Selskapets vedtektsbestemte virksomhet vil derfor også være av betydning for rammene av styrets handlefrihet.⁹² Virksomhetsformålet setter grenser for hvor langt styret kan begrunne forslag om rettet emisjon i selskapsforhold, og i hvilken grad styrets beslutning er i det aktuelle selskapets egeninteresse.

Dersom begrunnelsen for en rettet emisjon skulle ligge utenfor det som er angitt å være selskapets virksomhet, vil forslaget være basert på utenforliggende hensyn, og dermed ikke være i selskapets interesse. Konsekvensen av at forslaget er basert på utenforliggende hensyn, er at styrets forslag vil være usaklig, og dermed urimelig.

Vinningsformålets økonomiske side er det grunnleggende formålet med allmennaksjeselskap, og skal vurderes over et lengre tidsrom.⁹³ Årsaken til dette er at økonomisk gevinst er noe som normalt oppnås over tid. Dette innebærer at selskapsledelsen legger opp strategier og planer for hvordan selskapet skal kunne nå målene sine på sikt. En avgjørelse som strider mot

⁸⁹ Truyen s. 78 under punkt 9.2.3.1.

⁹⁰ Truyen s. 78 under punkt 9.2.3.1.

⁹¹ Ibid.

⁹² Gina Bråthen s. 176.

⁹³ Ibid.

vinningsformålet på kort sikt, kan derfor likevel være i tråd med vinningsformålet på lang sikt ettersom at gevinsten ikke nødvendigvis fremkommer umiddelbart. Så lenge hensikten med selskapsavgjørelsene er fremtidig gevinst for selskapet, vil vinningsformålet som et utgangspunkt ikke være overtrådt.

Aksjonærenes interesser for selskapsdeltakelsen sammenfaller i mange sammenhenger med selskapets egeninteresse i å generere økonomisk overskudd. Dette som en naturlig følge av at selskapets overskudd skal tilfalle aksjonærene, jf. asal. 2-2 andre ledd. Vinningsformålet gjør seg derfor gjeldende både overfor selskapet og aksjonærene. Jo høyere overskudd selskapet genererer, desto mer avkastning tilfaller som et utgangspunkt aksjonærene. Selskapets vinningsformål vil derfor være av betydning både for aksjonærene og for selskapet.

En samstemt juridisk teori legger imidlertid til grunn at selskapet har en egen interesse utenom aksjeeiernes interesse.⁹⁴ Dette er også lagt til grunn av Høyesterett, som skiller mellom hvem sin interesse avgjørelsen er foretatt på bakgrunn av.⁹⁵ Et sentralt spørsmål som reises i forbindelse med en rettet emisjon, er om det er i selskapets eller i de som tilgodeses sin interesse at emisjonen gjennomføres. Dersom en rettet emisjon ikke er i selskapets interesse, kan det motsetningsvis legges til grunn at emisjonen skjer på selskapets bekostning. Et slikt forslag vil i mange tilfeller være urimelig, jf. asal. § 6-28 første ledd, men må vurderes i hvert enkelt tilfelle på bakgrunn av den situasjon som selskapet befinner seg i.

Oppsummert kan det konkluderes at selskapets interesse innebærer at selskapet skal gå godt økonomisk. Selskapets egeninteresse innebærer å generere gode økonomiske resultater for selskapet selv. Styrets oppgaver innebærer å avveie de motstridende hensynene i hver enkelt avgjørelse med hverandre, for å sikre at beslutninger tas i selskapets interesse.⁹⁶

Det kan derfor konkluderes at i hvilken grad saklighetskravet er oppfylt, beror på en konkret vurdering av om selskapet har en egeninteresse i det aktuelle forslaget, eller om vedtaket er ment å tjene andres interesser. Med saklighet siktes det i den forbindelse til forhold som nødvendiggjør den rettede emisjonen for selskapets del.

⁹⁴ Gina Bråthen s. 174 med videre henvisninger.

⁹⁵ Rt. 2008 s. 385 og Rt. 1995 s. 1026.

⁹⁶ Gina Bråthen s. 174.

4.3.4.2 Forholdsmessighetsvilkåret

I tillegg til at styrets forslag skal være saklig begrunnet i selskapets interesse, følger det av urimelighetsvilkåret at det skal foretas en proporsjonalitetsvurdering. Utgangspunktet for styrets vurdering er å ta stilling til hvor vidt det enkelte forslag om å foreta en rettet emisjon, veier opp for de ulemper som påføres aksjonærene som utvannes.⁹⁷

Utgangspunktet for vurderingen er at styret skal velge det alternativ som er minst inngripende for aksjonærene.⁹⁸ Dette taler for at styret skal vurdere om kapitalforhøyelsen kan gjennomføres på andre måter enn som en rettet emisjon. Dette avhenger blant annet av situasjonen selskapet befinner seg i, og hva som nødvendiggjør kapitalforhøyelsen. Dersom selskapet for eksempel skulle ha stått overfor en økonomisk krise, kan en rettet emisjon være avgjørende for at selskapet skal klare seg. Dette vil som et utgangspunkt være i tråd med selskapets vinningsformål og dermed også i aksjonærenes interesse, selv om aksjonærene ikke gis rett til å tegne aksjene. Alle selskapsdeltakerne vil på sikt tjene på at selskapet overlever og går godt økonomisk, dersom konsekvensen ved å ikke gjennomføre emisjonen vil være at selskapet går konkurs.

Av det ovenfor nevnte kan det legges til grunn at forholdsmessighetsvilkåret har som funksjon å avveie den gevinst selskapet oppnår mot graden av utvanning som påføres aksjonærene, ved at gevinsten står i forhold til graden av aksjonærutvanning.

Dersom det skulle være mulig å oppnå samme resultat uten at aksjonærene utvannes i like stor grad, vil ikke forholdsmessighetsvilkåret være oppfylt. Et krav til proporsjonalitet innebærer at styret pålegges en plikt til å vurdere om det enkelte emisjonsforslag er det beste alternativet, både for selskapets del og for aksjonærene.

Det kan dermed konkluderes at forholdsmessighetsvilkåret oppstiller en materiell skranke for i hvilken grad styret kan tilsidesette aksjonærenes rettigheter ved innhenting av kapital.

⁹⁷ Gina Bråthen s. 185.

⁹⁸ Gina Bråthen s. 189.

4.3.5 Vilkåret «på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning»

Det fremgår at fordelene ikke må være gitt på «andre aksjeeiere eller selskapets bekostning». En alminnelig forståelse av formuleringen på «andre aksjeeiere (...) bekostning», taler for at fordelene ikke må gå på bekostning av aksjonærfellesskapet, til fordel for enkelte.

Med dette forstås at kostnaden for fordelene som gis i den rettede emisjon, påføres aksjonærene. Aksjonærene tar med andre ord «støyten» for fordelene som gis i emisjonen ved at verdien og eierandelene deres i selskapet, utvannes.⁹⁹

Formuleringen på «selskapets bekostning», taler for at fordelene ikke kan være gitt dersom det strider med selskapets vinningsformål i form av økonomisk inntjening. Dersom selskapet for eksempel skulle ha inngått en avtale som gir rettigheter til en lavere pris enn det selskapet reelt sett kunne ha fått, ville differansen mellom fordelene og den reelle verdien, ha gått på bekostning av selskapets inntjeningspotensial, og dermed på selskapets bekostning.

Som det imidlertid vil bli redegjort for i punkt 5.3.4, vil en rettet emisjon aldri skje på selskapets bekostning. Årsaken til dette er at selskapet alltid blir tilført ny frisk kapital ved en rettet emisjon. En rettet emisjon vil dermed utelukkende skje på aksjonærenes bekostning i form av utvanning.

Det kan dermed konkluderes at en rettet emisjon utelukkende vil gå på bekostning av aksjonærene som utvannes.

5 Generalforsamlingens beslutningskompetanse

5.1 Introduksjon

Som det ble redegjort for i kap. 4, skal styret utarbeide forslag om rettet emisjon til generalforsamlingen, jf. asal. § 10-3 første ledd. Årsaken til at styret skal fremlegge forslag for generalforsamlingen, er som følge av at kompetansen til å beslutte en rettet emisjon ligger til generalforsamlingen, jf. asal. § 10-1 første ledd. Generalforsamlingen utgjør selskapets øverste myndighet jf. asal § 5-1 første ledd.

⁹⁹ Se punkt 2.5 flg. om utvanning

En rettet emisjon vil som nevnt innebære at aksjonærenes verdier i selskapet utvannes.¹⁰⁰ En beslutning om å innhente kapital i en rettet emisjon, krever dermed oppslutning fra flertallet av aksjonærene i generalforsamlingen, heretter majoriteten.

Spørsmålet som reises i forbindelse med beslutning om en rettet emisjon, er i hvilken grad aksjemajoriteten kan treffe beslutninger mot mindretallets ønske. Med andre ord hvor langt majoritetskompetansen rekker ved en beslutning som vil gå på bekostning av de som ikke får ta del i den rettede emisjonen.

5.2 Utgangspunktet om flertallsprinsippet

Allmennaksjeloven bygger som nevnt på et likhetsprinsipp, som gir uttrykk for at alle aksjer som et utgangspunkt gir lik rett i selskapet jf. asal. § 4-1. Samtidig gjelder det et flertallsprinsipp. Flertallsprinsippet innebærer at aksjonærene som representerer majoriteten av aksjene i selskapet, bestemmer, jf. asal. § 5-17 første ledd.

Det fremgår av bestemmelsen i asal. § 5-17 første ledd, at en beslutning av generalforsamlingen krever «flertall av de avgitte stemmer». Ordet «flertall» taler for at et alminnelig flertall av over halvparten av stemmene er tilstrekkelig. Tilsvarende er forutsetningsvis også lagt til grunn i lovforarbeidene.¹⁰¹

Det fremgår av asal. § 5-4 første ledd, at «hver aksje gir én stemme». Forutsatt at det ikke er opprettet egne aksjeklasser med stemmerettsbegrensninger i medhold av asal. § 4-1 første ledd andre punktum, teller hver aksje én stemme. Av dette kan det utledes at det med majoritetskompetanse, siktes til aksjonærer som alene eller samlet, kontrollerer mer enn 50 prosent av stemmene i generalforsamling.

For at generalforsamlingen skal kunne beslutte en rettet emisjon etter asal. § 10-5, stilles det imidlertid krav til oppslutning av minst to tredelers flertall, likt som for vedtektsendring jf. asal. § 5-18 første ledd. Årsaken til at det kreves flertall som for vedtektsendring, er som følge av at kapitalforhøyelsen krever at angivelsen av selskapets aksjekapital i vedtektene må endres, jf. asal. § 2-2.

¹⁰⁰ Jf. det som er nevnt om utvanning i punkt 2.5 flg.

¹⁰¹ Ot. prp. nr. 23 (1996-1997) s. 105 angir i forbindelse med minoritetsvern, at det med mindretallsaksjonærer siktes til aksjonærer som representerer mindre enn 50 prosent av stemmene. Flertallsaksjonærer vil motsetningsvis utgjøre aksjonærer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene (egen gjengivelse).

Det kan dermed konkluderes at aksjonærer som representerer mer enn to tredeler, eller mer enn 66.7 prosent av stemmene i generalforsamlingen, kontrollerer selskapet.

Flertallskompetansen innebærer at aksjemajoriteten bestemmer, noe mindretallet som et utgangspunkt må innrette seg etter. Dette taler for at majoriteten også kan treffe avgjørelser som strider mot mindretallets ønske. Tilsvarende er som et utgangspunkt også lagt til grunn av Høyesterett¹⁰² og taler for at majoriteten står nokså fritt til å treffe avgjørelser som minoriteten hovedsakelig må godta.

Allmennaksjeloven oppstiller imidlertid en begrensning i friheten til å treffe avgjørelser mot mindretallets ønske. Begrensningen angir en skranke for hvor langt majoritetskompetansen rekker i form av et minoritetsvern, jf. asal. § 5-21.

Bestemmelsen er i likhet med asal. § 6-28 en generalklausul, og tar sikte på å sikre minoriteten mot majoritetens eventuelle misbruk av flertallskompetansen. De to generalklausulene er som nevnt nærmest likelydende i innhold, men retter seg mot to ulike situasjoner; styrets forslag og generalforsamlingens beslutning.

Et av hovedformålene med aksjelovreformene i 1997, var å blant annet styrke minoritetsaksjonærenes rettsstilling.¹⁰³ Generalklausulene er generelt utformet, og angir ikke uttømmende innholdet av rettsregelen. Årsaken til dette synes å være som en følge av at aksjeselskapsretten er dynamisk, og fordi bestemmelsens innhold er ment å skulle utvikles parallelt med utviklingen på rettsområdet. Et effektivt minoritetsvern fordrer at bestemmelsen ikke angir konkrete typetilfeller og situasjoner, men at bestemmelsen er vidt formulert, «rund» og anvendelig for de fleste situasjoner.

Vilkårene som det ble redegjort for i punkt. 4 flg. vedrørende bestemmelsen i asal. § 6-28, gjelder som et utgangspunkt tilsvarende for generalforsamlingens beslutning etter asal. § 5-21. Det er imidlertid noen ulikheter mellom de to organene som gjør det nødvendig å presisere det nærmere innholdet av bestemmelsen i asal. § 5-21. Bakgrunnen for dette er at de to organene som et utgangspunkt søker å ivareta noe ulike interesser.

¹⁰² HR-2020-1947-A i avsnitt 19.

¹⁰³ Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s.10 under punkt. 2.1 del. III.

Bestemmelsen som tar sikte på å sikre minoriteten mot misbruk av aksjemajoritetens beslutninger, følger av asal. § 5-21, som lyder;

«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».

Bestemmelsen oppstiller fire vilkår.¹⁰⁴ Beslutningen må være (1) «egnet til å gi», (2) «visse aksjeeiere eller andre», (3) en «urimelig fordel», (4) «på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning».

5.2.1 Vilkåret «egnet til å gi»

Vilkåret som angir at beslutningen må være «egnet til å gi» en urimelig fordel, gjelder som et utgangspunkt tilsvarende i asal. § 5-21 som i asal. § 6-28. Oppsummeringsvis er det tilstrekkelig at beslutningen «kan» innebære at enkelte aksjonærer eller andre gis en urimelig fordel. Det oppstilles ikke som krav at beslutningen faktisk må resultere i en fordel, men at denne hypotetisk kan inntre som følge av beslutningen.

Juridisk teori legger i tillegg til grunn at kausalitetsvurderingen, som nevnt i punkt 3.3.1, er utvidet ved en rettet emisjon.¹⁰⁵ Det fremholdes at også betingede emisjonsbeslutninger oppfyller egnet-kravet, så fremt det ikke er «åpenbart at betingelsen ikke vil inntreffe».¹⁰⁶ Av dette kan det utledes at en rettet emisjon som er betinget av en konkret hendelse, også er omfattet av egnet-kravet, med mindre det er helt klart at betingelsen aldri vil inntreffe. Dette innebærer at egnet-kravet ikke fravikes selv om den rettede emisjonen er betinget av en konkret hendelse eller et konkret resultat.

Det kan konkluderes at det er tilstrekkelig at avgjørelsen «kan» innebære en fordel, men at det ikke er avgjørende at denne har inntrådt eller faktisk vil inntre.

¹⁰⁴ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk, 2004 s. 153 under punkt 13.1.

¹⁰⁵ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 282 under punkt 18.4.1.

¹⁰⁶ Ibid.

5.2.2 Vilkåret «visse aksjeeiere eller andre»

Vilkåret angir at den rettede emisjonen må innebære at «visse aksjeeiere eller andre» gis en urimelig fordel, og svarer innholdsmessig til den tilsvarende bestemmelsen i asal. § 6-28. Det vises derfor til redegjørelsen i punkt 3.3.2. Oppsummeringsvis kan det legges til grunn at fordelene enten kan være gitt eksisterende aksjonærer eller tredjemenn.

5.2.3 Vilkåret «urimelig fordel»

5.2.3.1 Den rettede emisjonen må innebære at enkelte gis en «fordel»

Den rettede emisjonen må innebære at enkelte gis en «urimelig fordel». Ordlyden «fordel» er vidt formulert og taler for at enkelte gis en rettighet som ikke gis til alle og som må antas å være på gunstige betingelser. Som det allerede er redegjort for i punkt 3.3.3.1 i forbindelse med asal. § 6-28, omfatter fordelsbegrepet enhver tenkelig fordel, både av økonomisk og organisatorisk art. En rettet emisjon vil hovedsakelig berøre aksjonærenes verdier i selskapet.

Ved en rettet emisjon vil emisjonskursen sammenholdt med den verdi aksjonærene utvannes med, utgjøre det sentrale vurderingsobjekt for om aksjetegningen innebærer at enkelte gis en «urimelig fordel». Det følger av juridisk teori at fordelsbegrepet ved en rettet emisjon er ment å fange opp alle situasjoner hvor enten likhetsprinsippet eller vinningsformålet krenkes.¹⁰⁷

Av dette kan det utledes at vurderingsobjektet for om det gis en «urimelig fordel» er om tegningskursen er satt for lavt, sammenholdt med graden av utvanning aksjonærene utsettes for.¹⁰⁸

Det kan dermed konkluderes at fordelsbegrepet i emisjonssammenheng retter seg mot tegningskursen på aksjene.

5.2.3.2 Fordelen må være «urimelig»

Sentralt for vurderingen av om beslutningen til å gjennomføre en rettet emisjon er i strid med generalforsamlingens kompetanse, er om fordelene som gis er «urimelig».

¹⁰⁷ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 283 under punkt 18.4.2.1.

¹⁰⁸ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 285.

Ordet «urimelig» er vagt formulert og angir ikke konkret hvilke fordeler som omfattes av bestemmelsen. En alminnelig forståelse av ordet «urimelig», taler imidlertid for at fordelene ikke er rettferdig eller tilstrekkelig begrunnet. Den er med andre ord ikke rimelig.

Det er i teorien lagt til grunn at ordet «urimelig» er skjønnsmessig, og at det åpner for en totalvurdering.¹⁰⁹ Hvilke momenter som inngår i skjønnsvurderingen, fremkommer imidlertid ikke klart av formuleringen i asal. § 5-21. Truyen tar til orde for at vurderingen av om fordelene som gis er urimelig, må tas på bakgrunn av en bred interesseavveining og en konkret totalvurdering.¹¹⁰ Spørsmålet som reises i den forbindelse, er hvilke interesser og momenter som inngår i den skjønnsmessige totalvurderingen.

Urimelighetsvilkåret deles i to kumulative kriterier, som en inngrepsterskel og som et saklighetskrav,¹¹¹ og kan sammenlignes med den vurdering som ble foretatt i asal. § 6-28. Vurderingen av generalforsamlingens kompetanse, er imidlertid noe annerledes enn for styret. Årsaken til dette er at generalforsamlingen står friere til å treffe avgjørelse på bakgrunn av egen interesse, mens styret skal sørge for å ivareta både selskapets og aksjonærfellesskapets interesser.

5.2.3.3 Hva som menes med inngrepsterskel

Generalforsamlingen kan som et utgangspunkt fritt beslutte hvor vidt selskapet skal foreta en rettet emisjon. Det frie handlingsrommet er en naturlig følge av majoritetskompetansen og omtales i teorien som generalforsamlingens «skjønnsmargin».¹¹²

Juridisk teori angir en inngrepsterskel for når reglene om myndighetsmisbruk kommer til anvendelse. Inngrepsterskelen illustrerer et skille mellom beslutninger som må anses å være en følge av majoritetens skjønnsmargin, uten hensyn til om beslutningen er saklig begrunnet¹¹³ og når det stilles krav til at beslutningen må være saklig begrunnet. Det er først når inngrepsterskelen er oversittet at det stilles krav til saklig begrunnelse. Innenfor den frie skjønnsmarginen, kan majoriteten fritt utøve kompetansen som følger av flertallsprinsippet.

¹⁰⁹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 160.

¹¹⁰ Ibid.

¹¹¹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 163.

¹¹² Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 164.

¹¹³ Ibid.

Inngrepsterskelens funksjon er dermed å avgrense flertallets frie handlingsrom mot urimelighet. Urimelighet forekommer ikke i alle tilfeller hvor det gis en fordel. For at det skal være tale om urimelighet, må beslutningen til en viss grad avvike fra en handlenorm for at bestemmelsen i asal. § 5-21 skal kunne komme til anvendelse.¹¹⁴

At handlingen må avvike fra en viss handlenorm, forstås som at inngrepsterskelen oppstiller et krav om at avgjørelsen må avvike fra en viss konsekvent eller forventet praksis. Innenfor den frie majoritetskompetansen, kan aksjonærflertallet som et utgangspunkt også treffe beslutninger mot mindretallets ønske, uten at avgjørelsen må være saklig begrunnet.¹¹⁵

Med dette forstås at beslutningen som gir enkelte en fordel, må være av en viss karakter for at det skal bli tale om urimelighet overfor de aksjonærene som ikke får tegnet seg i emisjonen. Det er først når flertallets frie skjønnsmargin er oversittet, at det kan bli tale om urimelighet.

Aksjemajoriteten kan som et utgangspunkt fritt beslutte en rettet emisjon der de selv tilgodeses. Aksjonærene kan, i motsetning til styret, søke å ivareta egne interesser uten hensyn til mindretallets ønsker. Aksjonærenes investeringer i selskapet har som oftest et økonomisk motiv, der avkastningspotensialet utgjør den underliggende årsaken til at man ønsker å plassere kapital i selskapene.

For en enkeltstående majoritetsaksjonær med avgjørende innflytelse, kan påvirkningskraft i selskapet være en forutsetning for å sikre egne avkastningsmuligheter. Den enkelte aksjonærs interesse, består dermed som et utgangspunkt i å få høyest mulig avkastning på investeringene, men også ved å ha innflytelse til å kontrollere avgjørelser i selskapet. En rettet emisjon til fordelaktig tegningskurs, kan være gjenstand for en urimelighetsvurdering. Dette må sees i sammenheng med hva aksjenes børsnoterte verdi er på beslutningstidspunktet og for årsaken til at prisen eventuelt er satt til en fordelaktig tegningskurs.

Truyen har tatt til orde for at det i vurderingen av om emisjonen innebærer en økonomisk fordel til favørkurs, må sees hen til verdsettelsen av aksjene og hva som er aksjenes

¹¹⁴ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 164.

¹¹⁵ Ibid.

underliggende verdi, slik det prinsipielt kommer til uttrykk i Høyesterettspraksis.¹¹⁶
Bakgrunnen for dette er for å konkretisere vurderingsobjektet for urimelighetsvurderingen.¹¹⁷

En lav tegningskurs kan i enkelte tilfeller være rimelig og avhenger av flere forhold, blant annet hvilken situasjon selskapet befinner seg i, hva som er årsaken til at selskapet ønsker å innhente kapital, samt for årsaken til at aksjonærene ikke skal gis rett til å tegne aksjene. Det er her saklighetskravet gjør seg gjeldende. Saklighetskravet vil bli behandlet i punkt 5.3.3.4.

Av det ovenfor nevnte kan det legges til grunn at inngrepsterskelens funksjon er å avklare rammene for aksjemajoritetens frie kompetanse og hvor langt denne rekker, før en beslutning – som dermed utvider majoritetens kompetanse – må være saklig begrunnet i både selskapet og aksjonærenes interesse.

5.2.3.4 Hvilket innhold som følger av saklighetskravet

Saklighetskravet har til hensikt å utvide aksjemajoritetens kompetanse utover skjønnsmarginen.¹¹⁸ Med dette forstås at majoritetskompetansen utvides dersom beslutningen er saklig begrunnet i selskapets interesse. Dette gir majoriteten ytterligere kompetanse til å beslutte om en rettet emisjon skal gjennomføres.

Det er i teorien lagt til grunn at saklighetskravet oppstiller et krav til proporsjonalitet mellom krenkelsen av likhetsprinsippet på kort sikt, mot det gevinstpotensial som både selskapet og aksjonærene kan oppnå på lang sikt.¹¹⁹ Saklighetskravet kan dermed oppsummeres som et krav til forholdsmessighet mellom graden av forskjellsbehandling, mot den gevinst selskapet oppnår. Som det ble redegjort for i punkt 4.3.4.1, må en beslutning om å foreta en rettet emisjon være saklig begrunnet i selskapets interesse. Selskapsinteressen består av selskapets vinningsformål, med andre ord at selskapet skal gå godt økonomisk.

Det følger av juridisk teori at en saklig begrunnet avgjørelse ikke kan være urimelig.¹²⁰ Årsaken til dette er at definisjonen av urimelighet tilsvarer usaklighet. En saklig begrunnelse

¹¹⁶ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 290 jf. Rt. 2003 s. 713.

¹¹⁷ Ibid.

¹¹⁸ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 164.

¹¹⁹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 294.

¹²⁰ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 294.

vil derfor være rimelig, og vil som et utgangspunkt gå klar av myndighetsmisbruksregelen i asal. § 5-21.

Saklighetskravets innhold består dermed av å vekte selskapsinteressen i form av gevinstmaksimering på lang sikt, mot krenkelsen av likhetsprinsippet og den utvanning av aksjonærrettigheter som emisjonen medfører. Det følger av juridisk teori at saklighetsvilkåret ved en rettet emisjon, innebærer å vurdere om det foreligger proporsjonalitet mellom emisjonens «umiddelbare krenkelse av aksjeminoritetens rettigheter og de fordeler emisjonsbeslutningen samlet sett er egnet til å medføre».¹²¹

Dette forstås som at krenkelsen av aksjonærenes rettigheter på kort sikt, må vurderes mot den samlede gevinst på lang sikt. Dersom avgjørelsen samlet sett er ment å gagne aksjonærfellesskapet på lang sikt, vil beslutningen som et utgangspunkt samsvare med selskapets og aksjonærenes fellesmål om gevinstmaksimering, selv om aksjonærenes verdier utvannes.

Oppsummert oppstiller saklighetskravet grenser for graden av forskjellsbehandling som kan tillates ved en rettet emisjon. Aksjonærenes interesser kan ikke tilsidesettes i større grad enn det som er nødvendig for å tilføre selskapet den aktuelle kapitalen. Dersom selskapet kan tilføres den nødvendige kapital på en mindre inngripende måte enn ved en rettet emisjon, vil forholdsmessighetsvilkåret ikke være oppfylt. At graden av forskjellsbehandling ikke står i forhold til den samlede gevinst som oppnås, innebærer at fordelene enkelte får som følge av emisjonen, vil være «urimelig».

5.2.4 Vilkåret på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning»

En alminnelig forståelse av formuleringen «på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning», taler for at emisjonen verken gagnar aksjonærene eller selskapet. Fordelen som ytes går derimot på bekostning av aksjonærene eller selskapet, som dermed tar kostnaden for fordelene som gis de som tilgodeses i den rettede emisjonen.

Det er i teorien fremholdt at en rettet emisjon aldri vil skje på bekostning av selskapet.¹²² Årsaken til dette er at selskapet alltid vil bli tilført den kapital som innhentes. Selv om

¹²¹ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 294

¹²² Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 284 – 285.

tegningskursen skulle være lavere enn notert børsverdi, følger det av asal. § 10-12 fjerde ledd jf. asal. § 2-12 første ledd, at tegningskursen ikke kan være lavere enn aksjenes pålydende.

En rettet emisjon til «favørkurs»¹²³ vil derfor alltid skje på bekostning av aksjonærene som utvannes verdimessig. Graden av utvanning må som nevnt i punkt 5.3.3.4 stå i forhold til den gevinst som oppnås for selskapet. I hvilken grad emisjonen går på bekostning av aksjonærene, vil derfor være relativt i forhold til den fordel selskapet og dermed også aksjonærene oppnår på sikt.

Det kan dermed konkluderes at forbudet om å gi enkelte en urimelig fordel, må innebære at fordelene går på bekostning av aksjonærene.

6 I hvilken grad rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling av aksjonærene

6.1 Oppsummering

I hvilken grad rettede emisjoner er i strid med kravet til likebehandling av aksjonærene, beror på en konkret totalvurdering i det enkelte tilfellet. Avgjørende er om den aktuelle rettede emisjonen innebærer at enkelte gis en «urimelig fordel» på aksjonærenes bekostning. Vilåret for å kunne innhente kapital i en rettet emisjon, er som nevnt¹²⁴ at emisjonen må være «saklig begrunnet» i både selskapets og aksjonærenes felles interesse, jf. asal. § 6-28 jf. vphl. § 5-14.

Vilåret «i selskapets og aksjonærenes felles interesse», innebærer at emisjonen må ha til hensikt å ivareta fellesmålet om verdiskapning og avkastning på investeringene.¹²⁵ Den rettede emisjonen må derfor begrunnes som del i selskapets mål om fremtidig gevinstmaksimering.

I hvilken grad den rettede emisjonen innebærer en «urimelig fordel», må vurderes på bakgrunn av emisjonskursen på aksjene, sammenholdt med graden av den verdimessige utvanningen aksjonærene utsettes for. Momentene som inngår i den konkrete skjønsmessige totalvurderingen, er blant annet styrets handlingsalternativer, bakgrunnen for emisjonen,

¹²³ Truyen. Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 287.

¹²⁴ Se redegjørelsen i punktene 3.3.1.1 og 4.3.3 flg.

¹²⁵ Se punkt 3.3.3.1

situasjonen til selskapet, om saksbehandlingsreglene er fulgt og nødvendigheten av at kapitalen innhentes uten at aksjonærene gis mulighet til å tegne aksjene.¹²⁶

Avviket mellom emisjonskursen og aksjenes børsnoterte verdi, utgjør vurderingsobjektet for om det foreligger en verdioverføring som kan innebære at enkelte gis en «urimelig fordel». Spørsmålet er om den fastsatte emisjonskursen er for lav, eller om den er korrekt satt og gjenspeiler den pris markedet er villig til å betale for aksjene. Som det ble redegjort for innledningsvis,¹²⁷ fastsettes tegningskursen på bakgrunn av selskapets situasjon. En emisjon sender ofte et signal til markedet om at selskapet trenger tilførsel av kapital for å klare seg. I den forbindelse kan det forventes en nedgang i aksjekursen. Som oftest må emisjonsaksjene derfor gis med rabatt for at emisjonen skal kunne gjennomføres. Denne rabatten kan – avhengig av selskapets situasjon – derfor være betydelig. I hvilken grad den fastsatte emisjonskursen er for lav, beror på en konkret samlet skjønnsmessig vurdering¹²⁸.

Dersom markedet ikke er villig til å betale den pris selskapet ønsker å gjennomføre kapitalforhøyelsen til, vil emisjonen feile. Selskap som er avhengig av ny kapital må derfor sørge for at emisjonen kan gjennomføres. Dette begrunner en betydelig rabatt i forhold til børsnotert kurs. Graden av utvanning som påføres aksjonærenes verdier, vil være ett av flere momenter i vurderingen. Dersom emisjonen er begrunnet i at selskapet desperat trenger kapital for å overleve, taler en høy utvanningsgrad for at emisjonsbeslutningen vil være «saklig begrunnet» i selskapets interesse for å unngå konkurs. Årsaken til dette er at verken aksjonærene eller selskapet er tjent med at selskapet går under. Aksjonærene vil derfor måtte tåle at aksjenes verdi reduseres betydelig, i håp om at selskapet overlever.

En betydelig reduksjon vil derfor være i samsvar med fellesmålet om fremtidig avkastning, og vil som et utgangspunkt være «saklig» i betydningen selskapets overlevelse. Aksjonærenes interesser er dermed betinget av at selskapet overlever likviditetskrisen.

Generalklausulen i asal. § 5-21 oppstiller et materielt forbud mot å forskjellsbehandle aksjonærene dersom det ikke foreligger en «saklig grunn» til forskjellsbehandlingen.

¹²⁶ Se punkt 3.3.1.2.

¹²⁷ Se punkt 2.5.2 om hvordan tegningskurs skal fastsettes.

¹²⁸ Se punkt 5.3.3.2 om urimelighetsvilkåret.

Forbudet er relativt og åpner som illustrert i avhandlingen¹²⁹ for at saklig begrunnet forskjellsbehandling er tillatt.

Grensedragningen for hvilke tilfeller som derimot omfattes av generalklausulen, kan oppsummeres å være mot de rent usaklige tilfellene. Bestemmelsen er med andre ord ment å beskytte aksjeminoriteten mot rene misbrukstilfeller av aksjemajoriteten.

Misbrukstilfeller kan oppsummeres som utøvelse av majoritetskompetansen utover aksjemajoritetens «skjønnsmargin»,¹³⁰ ved at fordelene som gis verken er ment å ivareta selskapets eller aksjonærenes interesser, eller ved at verdioverføringen står i et klart misforhold til den ytelse selskapet mottar. Fordelen vil med andre ord være gitt for å ivareta «andres interesser», uten at disposisjonen på noen måte kan begrunnes i selskapets interesse. I alle fall ikke innenfor rimelighetens grenser.

Satt på spissen vil en rettet emisjon som utelukkende og ubegrunnet består av å tildele en aksjonær avgjørende innflytelse i selskapet til en fordelaktig pris, innebære at verdioverføringen fra selskapet representerer en «urimelig fordel». Årsaken til dette er at det ikke foreligger et reelt kapitalbehov for selskapet og aksjonærens bidrag er heller ikke tiltenkt å tilføre selskapet verdi eller en fremtidig gevinst. Fordelen er med andre ord usaklig.

6.2 Konklusjon

Oppsummeringsvis kan det konkluderes at reglene om myndighetsmisbruk er ment å verne mot de helt konkrete misbrukstilfellene. Selskapene er gitt et betydelig handlingsrom for å kunne finansiere virksomheten og eiendelene. Handlingsrommet er ment å sikre at selskapene går godt økonomisk, og skal sørge for at selskapene gis en vid adgang til å innhente rask kapital i markedene ved behov.

Reglene for myndighetsmisbruk kan derfor konkluderes å være tiltenkt de rene misbrukstilfellene. Likebehandlingsreglene oppstiller i den forbindelse krav til at selskapsbeslutninger skal bygge på kvalitative beslutningsprosesser, og skal sikre forutberegnelighet og ivaretagelse av aksjonærenes interesser med selskapsdeltakelsen.

¹²⁹ Se punkt 5.3.3.4 om saklighetsvilkåret.

¹³⁰ Se punkt 5.3.3.3 om generalklausulens inngrepsterskel.

7 Kildeliste

Lover

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

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

Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven).

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

Forarbeid

NUT 1970:1 Innstilling til lov om aksjeselskaper

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

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning

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

Innst. 179 S (2014-2015) Innstilling fra kontroll- og konstitusjonskomiteen om

Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2013

Rettsavgjørelser

Høyesterettsavgjørelser

Rt. 1932 s. 145.

Rt. 1995 s. 1026

Rt. 2008 s. 385

HR-2020-1947-A

Avgjørelser fra lagmannsretten

LF-2009-120317

LF-2010-160231

Avgjørelse fra Oslo Børs

OB-2009-10

Juridisk litteratur

Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 6. utgave. Gyldendal/Focus Forlag 2019.

Bråthen, Gina, *Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt*, 1. utgave. Gyldendal Norsk Forlag AS 2014.

Bøhren, Øyvind, Dag Michaelsen og Øyvind Norli, *Finans: Teori og praksis*. Fagbokforlaget 2017.

Skoghøy, Jens Edvin A., *Rett og rettsanvendelse*. Universitetsforlaget 2018.

Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 4. utgave. Gyldendal Norsk Forlag AS 2012.

Doktoravhandling

Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk: en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, Bergen, 24. februar 2004.

Nettartikler

Fossan-Waage, Per, *Fortrinnsrettsemisjon: hvordan sette tegningskursen*, Pwc 16.04.19.

<https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fortrinnsrettsemisjon-hvordan-sette-tegningskursen.html#fotnoter>

