



Det juridiske fakultet

Kapitalforhøyelse ved rettet emisjon i henhold til styrefullmakt

En analyse av hvordan det norske lovverket sikrer likhetsprinsippet og den enkelte aksjonær/minoritetsvernet, når loven åpner for å gjennomføre rettede emisjoner ved styrefullmakt. Sett i lys av aksjerettslige regler, særlig aksjeloven § 6-28 om myndighetsmisbruk.

Tiril Adelsten Rydningen

Masteroppgave i rettsvitenskap, JUR-3902, mai 2022

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Tema og problemstilling	1
1.2	Aktualitet.....	2
1.3	Avgrensning	3
1.3.1	Avgrensning mot allmennaksjeloven	3
1.3.2	Avgrensning mot fondsemisjon etter aksjeloven §§ 10-20 flg.	4
1.4	Metode.....	5
2	Hovedlinjene for utøvelse og fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett	6
2.1	Innledning.....	6
2.2	Kort om prosessen ved fullmaktstildeling og utøvelse av fullmakten	6
2.3	Grunnleggende aksjerettslige prinsipper	8
2.3.1	Innledning.....	8
2.3.2	Likhetsprinsippet – formålet med likebehandling.....	9
2.3.3	Vinningsformålet.....	11
2.3.4	Majoritetsprinsippet	12
2.3.5	Prinsippet om minoritetsvern og forbudet mot myndighetsmisbruk.....	13
3	Rettet emisjon fraviker aksjelovens utgangspunkt.....	15
3.1	Lovens utgangspunkt om aksjonærenes fortrinnsrett.....	15
3.1.1	Innledning.....	15
3.1.2	Aksjonærene har en forholdsmessig fortrinnsrett	16
3.1.3	Innskudd i penger eller innskudd i annet enn penger.....	17
3.2	Fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett for å gjennomføre rettede emisjoner	18
3.2.1	Innledning.....	18
3.2.2	Aksjelovens grunnlag for å sette aksjonærenes fortrinnsrett til side.....	19
3.2.3	Virkingen av at fortrinnsretten fravikes – utvanningsproblematikk	20

3.2.4	Selskapet og styrets handlingsrom ved fravikelse av fortrinnsretten – hvilke begrensninger setter loven?	21
4	Fullmaktstildelingen – tildeling av styrefullmakt for rettede emisjoner	23
4.1	Innledning.....	23
4.2	Krav om flertall som for vedtektsendring	23
4.3	Fullmaktens rammer beskytter aksjonærene	24
4.4	Omfattes fullmaktstildeling av aksjeloven § 5-21?	25
5	Styrets beslutning om kapitalinnhenting ved rettede emisjoner.....	26
5.1	Innledning.....	26
5.2	Styrebeslutningens rammer	27
5.2.1	Innledning.....	27
5.2.2	Kort om minstekravene i aksjeloven § 10-1.....	28
5.2.3	Hvem kan innbys til å tegne aksjer ved en rettet emisjon i aksjeselskap?	29
5.3	Aksjeloven § 6-28 begrenser styrets handlingsrom	30
5.3.1	Innledning.....	30
5.3.2	Hva innebærer forbudet mot myndighetsmisbruk?	30
5.3.3	Plikt- og rettighetssubjekt.....	33
5.3.4	Forbudet mot myndighetsmisbruk er rettet mot å «foreta noe»	34
5.3.5	Beslutningen må være «egnet til» å gi noen en urimelig fordel.....	35
5.3.6	Urimelighetskravet, herunder kravene om saklig grunn og forholdsmessighet 36	
5.3.7	Krav til saklig begrunnelse for fravikelse av fortrinnsretten.....	38
5.3.8	Hva er i «selskapets interesse»?	40
5.3.9	Er den rettede emisjonen saklig begrunnet i selskapets interesse?	42
5.3.10	Kravet til forholdsmessighet ved fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett	47
	Referanseliste	55
	Norske lover	55
	Lovforarbeider.....	55

Rettsavgjørelser.....	55
Litteratur.....	56
Bøker.....	56
Tidsskrifter.....	57

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Tema for masteravhandlingen er kapitalforhøyelse ved rettede emisjoner i henhold til styrefullmakt. Avhandlingen søker å belyse hvordan det norske lovverket sikrer likhetsprinsippet og den enkelte aksjonær/minoritetsvernet, når loven åpner for å gjennomføre rettede emisjoner ved styrefullmakt. Sett i lys av aksjerettslige regler, særlig aksjelovens § 6-28 om myndighetsmisbruk.¹ Formålet med avhandlingen er å analysere hvilke grenser aksjeloven setter for selskapets adgang til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett for å gjennomføre rettede emisjoner ved styrefullmakt, herunder selskapets styringsrom etter misbruksreglene.

En kapitalforhøyelse går ut på at selskapets aksjekapital forhøyes, ved at eksisterende aksjonærer eller nye investorer tilfører selskapet kapital, mot at de får tegne aksjer i selskapet. Dette skjer etter beslutning i generalforsamlingen eller av styret i henhold til styrefullmakt fra generalforsamlingen. Forhøyelse av aksjekapitalen er en form for finansiering av selskapet, men innebærer likevel mer enn en endring av selskapets aksjekapital. Aksjeeiernes aksjonærbeføyelser er knyttet til aksjene. Når det totale antall aksjer i selskapet økes ved rettet emisjon, vil nye aksjonærer få «en del av kaka». Eksisterende aksjonærers rettigheter tilknyttet egne aksjer vil derfor påvirkes av kapitalforhøyelsen. For eksempel kan eksisterende aksjonærers posisjon i selskapet utvannes og maktbalansen i selskapet forskyves. Når selskapet skal gjennomføre en kapitalforhøyelse må derfor flere ulike hensyn tas i betraktning ved emisjonsbeslutningen.

Aksjeselskapsretten bygger på en rekke grunnleggende prinsipper og til dels kryssende hensyn. Som hovedregel har selskapets eksisterende aksjonærer en lovbestemt fortrinnsrett til aksjer utstedt ved kapitalforhøyelse. Fortrinnsretten har sitt utspring fra likhetsprinsippet, og er begrunnet i kravet til likebehandling av selskapets aksjonærer.² En rettet emisjon vil medføre at aksjonærenes grunnleggende rettigheter i selskapet tilsidesettes. I tillegg innebærer en rettet emisjon i henhold til styrefullmakt at selskapet kan gjennomføre kapitalforhøyelse uten behandling i generalforsamling.

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

² Se punkt 2.4.2 om aksjelovens likhetsprinsipp.

Når et selskap skal gjennomføre en kapitalforhøyelse, gjør mange kryssende hensyn seg gjeldende. Spørsmålet er hvordan disse er søkt varetatt gjennom de ulike løsninger lovgiver åpner for i aksjeloven.

1.2 Aktualitet

Aksjeselskapets kapitalforhold vurderes løpende av styret ut fra selskapets situasjon og fremtidige planer. En kapitalforhøyelse ved rettet emisjon kan begrunnes i ulike behov i selskapet, herunder et behov for å løse likviditetsproblemer, ved oppkjøpssituasjoner, for å investere i selskapets vekst og fremtid ved å knytte seg til bestemte og attraktive investorer, eller for å knytte de ansatte nærmere selskapet, og således skape et incentiv for ansattes innsats i selskapet.

Særlig aktuelt de siste par årene er finansiering som følge av covid 19-pandemien. Covid 19-pandemien har hatt store konsekvenser for selskapers virksomhet og omsetning, og har blant annet ført til likviditetsproblemer for mange selskaper. Dette gjør at selskaper har hatt et økt kapitalbehov, og det har vært, og er, nødvendig å tilføre selskaper kapital gjennom ulike finansieringsmåter. Innhenting av kapital, og finansiering av selskapets virksomhet kan gjennomføres på flere ulike måter. Dersom andre handlingsalternativer ikke hjelper på likviditetsbehovet, kan selskapet gjennomføre rettede emisjoner. Dette vil være den enkleste og mest effektive måten å hente kapital, dersom selskapets aksjonærer ikke er klare til å bidra med tilførsel av kapital. En tids- og kostnadseffektiv metode for kapitalforhøyelse.

Når et selskap velger å fravike aksjonærenes fortrinnsrett og aksjonærenes krav til likebehandling, dukker det opp en rekke problemstillinger i tilknytning finansieringsmåten. Det må være noe annet enn selve behovet for kapital som gjør at kapitalen ikke kan hentes fra alle aksjonærene etter lovens utgangspunkt om fortrinnsrett. Ved tilfeller av likviditetsbehov må det for eksempel forutsettes at selskapets aksjonærer ikke kan eller vil bidra med kapital, for at det skal være behov for selskapet å fravike fortrinnsretten for å få tilgang til kapital.

1.3 Avgrensning

1.3.1 Avgrensning mot allmennaksjeloven

I norsk aksjeselskapsrett skiller vi mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap, som har hvert sitt regelsett, i henholdsvis aksjeloven og allmennaksjeloven.³ Utgangspunktet er at aksjeloven er beregnet for aksjeselskap med få eiere, mens allmennaksjeselskapsloven tar sikte på selskaper med mange aksjonærer og spredt eierskap. Dette vil typisk være børsnoterte selskaper og selskaper som ellers retter seg mot allmennheten. Allmennaksjeselskap er ansett som «åpne» selskaper som kan hente kapital fra markedet.⁴ Dette er også selskapsformen som må velges dersom man ønsker å notere selskapet på børs. Motsatt anses aksjeselskap som «lukkede» selskaper, i den forstand at aksjene ikke er beregnet på alminnelig omsetning i markedet.⁵ Lovene oppbygning og innhold er imidlertid svært like, og lovene deler forarbeider.

Når et aksjeselskap gjennomfører en kapitalforhøyelse mot nytegning, er det «bare aksjeeiere eller bestemte navngitte personer» som kan innbys til å tegne nye aksjer, jf. aksjeloven § 10-1 første ledd siste punktum. Emisjonen kan således ikke være gjenstand for tegning for hvilken som helst person eller foretak som skulle ønske seg aksjer i selskapet. Retten til å delta i en nyemisjon etter aksjelovens regler er tilgodesett spesifikke persongrupper som etter ordlyden er forutsatt å være aksjeeiere eller andre personer (fysiske og/eller juridiske) identifisert med navn i beslutningen om kapitalforhøyelse.⁶ En slik begrensning gjelder ikke for allmennaksjeselskap, jf. asal. § 10-1 første ledd, og utgjør en av hovedforskjellene mellom aksjeloven og allmennaksjeloven. Allmennaksjeselskap er selskaper som har adgang til å innhente kapital fra allmennheten gjennom aksjetegning i markedet, og er en selskapsform som er ment å ha spredt eierskap.⁷ Av den grunn er det ingen begrensninger for hvem allmennaksjeselskap kan gi tegningstilbud til ved emisjoner. For børsnoterte allmennaksjeselskap vil verdipapirhandelloven og børsreglene sette ytterligere

³ Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (heretter allmennaksjeloven).

⁴ Jf. NOU 1996:3 side 15 punkt 2.1.

⁵ Jf. NOU 1996:3 side 36 punkt 4.1 og 4.2.

⁶ Jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) side 218.

⁷ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 15 punkt 3.2.1.

krav, i tillegg til allmennaksjeloven.⁸ Å vurdere rettede emisjoner ved styrefullmakt i henhold til disse reglene, vil falle utenfor avhandlingens tema.

Siden aksjeloven og allmennaksjeloven regulerer kapitalforhøyelser forholdsvis likt, vil de drøftelser som er gjort etter aksjelovens misbruksregler få tilsvarende relevans ved vurdering etter allmennaksjeloven. Hensynene kan imidlertid være forskjellige, som følge av forskjellen i adgangen til å rette emisjoner mot allmennheten. Dette vil ikke inngå i analysen, da det faller utenfor avhandlingens tema, og en avgrensning er nødvendig av hensyn til oppgavens omfang. Avhandlingen avgrensner derfor mot allmennaksjeloven, og vil ta utgangspunkt i aksjelovens regler for kapitalforhøyelse.

1.3.2 Avgrensning mot fondsemisjon etter aksjeloven §§ 10-20 flg.

Kapitalforhøyelse kan gjennomføres ved fondsemisjon eller nyemisjon, eventuelt ved en kombinasjon av disse.⁹ Fondsemisjon innebærer en intern omdisponering av selskapets midler, hvor fri egenkapital innføres i aksjekapitalen og således blir en del av selskapets bundne egenkapital, sml. aksjeloven § 10-20 flg. Det tilføres med dette ingen ny kapital til selskapet, og emisjonen medfører kun en endring av aksjekapitalen. Fondsemisjon går ut på at selskapet utdeler nye aksjer til aksjonærene ved å overføre fri egenkapital til aksjekapitalen. Dette innebærer en omdisponering av selskapets midler hvor selskapets overskudd føres inn i aksjekapitalen. Fondsemisjon gjennomføres uten innbetaling fra selskapets aksjonærer. Fravikelse av fortrinnsretten ved fondsemisjon medfører en verdiforskyvning fra de aksjonærer som ikke tegner aksjer ved emisjonen til de som tegner aksjer. En riktig priset emisjon vil kun medføre at ikke-deltakende aksjonærer får en forholdsmessig lavere eierandel i selskapet. Rettet fondsemisjon kan likevel medføre at maktbalansen i selskapet blir endret.

Kapitalforhøyelse ved fondsemisjon er særlig hensiktsmessig i tilfeller hvor selskapet ønsker å styrke kapitalbasen, og ikke har behov for ny kapital til selskapet som sådan. Dette gjelder for eksempel i forbindelse med fremtidig finansiering av selskapets anliggende eller for å vise utad at selskapets kapital er styrket. Når selskapet derimot gjennomfører kapitalforhøyelse ved nyemisjon, er meningen å tilføre selskapet ny kapital eller oppfylle andre behov, og

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

⁹ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 674; Se imidlertid Andenæs (2016) side 493, som mener at en kombinasjon av de to formene for kapitalforhøyelse er tvilsom.

emisjonsformen forutsetter innskuddsplikt, jf. forutsetningsvis asl. §§ 10-1 og 10-12 tredje ledd.

Etter aksjelovens regler kan fondsemisjon kun vedtas av generalforsamlingen etter forslag fra styret, jf. aksjeloven § 10-20, jf. § 10-21. Etter ordlyden i § 10-23 er det ikke adgang til å gjennomføre en rettet fondsemisjon. Hensikten med avhandlingen er å belyse hvordan det norske lovverket sikrer grunnleggende hensyn i aksjeselskapsretten ved rettede emisjoner i henhold til styrefullmakt, reglene for fondsemisjon vil derfor falle utenfor oppgavens tema.

1.4 Metode

Avhandlingen er basert på en rettsdogmatisk metode, hvor hovedformålet er å analysere hva som er gjeldende rett når styret skal gjennomføre en rettet emisjon ved styrefullmakt.

Opgavens tema preges av et noe begrenset rettskildebilde med få autorative kilder.¹⁰

Det er klare rammer for fullmaktstildeling og de formelle skrankene for utøvelse av styrefullmakten. Det er imidlertid lite å hente i de materielle skranker som følger av generalklausulene. Vurderingene etter myndighetsmisbruksreglene er svært skjønnspreget, og avgjørelsen av myndighetsmisbruk beror på en konkret skjønnsmessig vurdering. Regelen gir lite retningslinjer for vurderingen. Forarbeidene gir noe bidrag til argumenter ved sine generelle uttalelser om minoritetsvernet og likhetsgrunnsetningen, men gir lite bidrag til de konkrete vurderingene. Det er videre begrenset rettspraksis knyttet til styrefullmakt og rettede emisjoner. Det er imidlertid en del underrettspraksis som gir et viktig bidrag ved tolkning av oppgavens tema. Underrettspraksis kan ikke tillegges særlig rettskildemessig vekt, men kan benyttes til å illustrere ulike eksempler og momenter som kan være relevant for vurderingene, særlig i tilfeller hvor det er begrenset praksis fra høyesterett.¹¹ Dette gjelder særlig ved ulike typetilfeller av rettet emisjon. Videre benyttes juridisk litteratur i utstrakt grad fortløpende i vurderingene som følge av situasjonen rundt autorative kilder. Juridisk litteratur har liten rettskildemessig vekt, men kan på samme måte som underrettspraksis være et viktig bidrag til vurderinger hvor det finnes få autorative kilder.¹² Bruken av grunnleggende aksjerettslige prinsipper som momenter i vurderingen beror på temaets begrensede rettskildebilde,

¹⁰ Se Bråthen (2014) side 41; Skoghøy (2018) side 38-41.

¹¹ Jf. Skoghøy (2018) side 226-227; Nygaard (2017) side 210-211.

¹² Jf. Nygaard (2017) side 105.

sammenholdt med at aksjeselskapsretten er bygd opp rundt flere grunnleggende og til dels kryssende hensyn.¹³ Derfor blir formålsbetraktninger en viktig del av vurderingene.¹⁴ Formålsbetraktninger på aksjeselskapsrettens område er imidlertid ikke uvanlig.¹⁵ Hvilke grunnleggende hensyn og formål som er relevant for vurderingene av rettede emisjoner ved styrefullmakt gjennomgås nedenfor i del 2.

Rettsanvendelsen krever bruk av ulike rettskilder som sammen kan danne en ramme og innhold i vurderingene.¹⁶ Noen grunnleggende formål og prinsipper i aksjeselskapsretten følger direkte av aksjeloven, mens andre følger indirekte i bestemmelsene. Prinsippene har en fragmentarisk karakter, i så måte at de fremgår direkte i ulike bestemmelser, og samtidig er underliggende i andre bestemmelser, og således inngår i konkrete vurderinger.¹⁷ Dette gjelder for eksempel likhetsprinsippet.

2 Hovedlinjene for utøvelse og fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett

2.1 Innledning

Dette kapittelet gir et overblikk over hovedlinjene ved kapitalforhøyelse. Det er hensiktsmessig med en generell innføring som gir overblikk over viktige trekk ved aksjeselskapsretten og prosessen rundt kapitalforhøyelser, som utgangspunkt for den rettslige analysen av rettede emisjoner ved styrefullmakt. Kapittelet gir først en kort beskrivelse av prosessen ved fullmaktstildeling og utøvelse av fullmakten. Dernest en oversikt over grunnleggende selskapsrettslige rammer, som setter grenser for selskapets emisjonsbeslutninger.

2.2 Kort om prosessen ved fullmaktstildeling og utøvelse av fullmakten

En kapitalforhøyelse kan kun besluttes etter reglene i aksjeloven kapittel 10. Bestemmelsene oppstiller en rekke materielle og prosessuelle regler for kapitalforhøyelsen. Dette har

¹³ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 14 punkt 3.1.3.

¹⁴ Jf. Bråthen (2014) side 42.

¹⁵ Jf. Truyen (2005) side 44; Bråthen (2014) side 42.

¹⁶ Se Nygaard (2017) side 106.

¹⁷ Se Skoghøy (2018) side 33.

sammenheng med aksjekapitalkravet i aksjelovens § 3-1 første ledd, jf. §§ 2-3 nr. 4, 2-11 og 2-18 annet ledd første punktum, samt ansvarsbegrensningen i aksjeloven § 1-2.

Aksjelovens utgangspunkt er at kapitalforhøyelse ved nytegning skal besluttes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer, jf. asl. § 10-1 første ledd, jf. asl. § 5-18 første ledd. Kapitalforhøyelse innebærer en grunnleggende selskapsrettslig endring, og lovens utgangspunkt må derfor begrunnes i kapitalforhøyelsens karakter og hensynet til selskapets aksjonærer. Loven åpner imidlertid for at kapitalforhøyelse ved nytegning kan skje ved styrebeslutning etter fullmakt fra generalforsamlingen, jf. særreglene i §§ 10-14 til 10-19. Bestemmelsen i § 10-14 stiller opp en rekke krav om hvordan fullmakten skal besluttes, og hva fullmakten må inneholde for at den skal være rettmessig, jf. ordlyden «generalforsamlingens beslutning om styrefullmakt *skal* angi» (min kursivering). Opplistingen innebærer «minimumskrav» til generalforsamlingens beslutning.¹⁸ Kravene må være oppfylt for at styret rettmessig skal kunne ta i bruk den delegerte kompetansen.

Det er videre en forutsetning for at generalforsamlingen kan beslutte tildeling av fullmakt til styret, at styret har fremmet forslag om styrefullmakt til generalforsamlingen, jf. aksjeloven § 10-15, hvor det heter at styret «skal» utarbeide forslag til generalforsamlingens beslutning. Aksjekapitalen kan ikke forhøyes uten styrets medvirkning.¹⁹ Dette gjør at aksjonærene bedre kan forutse hvordan en beslutning om rettet emisjon kan påvirke ens eierandel i selskapet, og således gjøre seg opp en mening ved beslutning om fullmaktstildeling. Bestemmelsen må først og fremst begrunnes i hensynet til selskapets rollefordeling mellom aksjonærene og styret, hvor styret har ansvaret for forvaltningen av selskapet, jf. aksjeloven § 6-14, og derfor er nærmest til å foreta vurderinger av når det er nødvendig for selskapet å gjennomføre en kapitalforhøyelse.²⁰ Dernest må bestemmelsen også kunne bygge på hensynet til aksjonærene og hensynet til forutberegnelighet.

En forutsetning for at selskapets styre skal kunne beslutte kapitalforhøyelse ved rettet emisjon, er at det foreligger en gyldig fullmakt fra generalforsamlingen. Generalforsamlingen kan etter forslag fra styret gi styret fullmakt til å forhøye aksjekapitalen ved rettet emisjon, jf. aksjeloven § 10-14 første og annet ledd nr. 3, jf. aksjeloven § 10-15. Kapitalforhøyelse ved

¹⁸ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 161 til § 10-14.

¹⁹ Jf. NOU 1992:29 side 115 punkt 6.1.

²⁰ Jf. TSTAV-2009-89905 (Stavanger tingrett).

styrefullmakt omfatter en totrinnsprosess, som innebærer beslutning om fullmaktstildeling i generalforsamling, og utøvelse av fullmakten, og beslutning om rettet emisjon i styret.²¹

Når styret skal ta stilling til beslutning om rettet emisjon i henhold til styrefullmakten, må de som utgangspunkt ta hensyn til den særskilte saksbehandlingsregelen i aksjeloven § 3-8.

Bestemmelsen omfatter avtaler mellom selskapet og selskapets nærstående. Kort oppsummert regulerer bestemmelsen i § 3-8 avtaler av en viss størrelse inngått mellom aksjeselskap og aktører som er ansett som nærstående til selskapet, jf. bestemmelsens første ledd første punktum.

Kontantemisjoner inngått ved avtale om tegning av nye aksjer vil kunne rammes av saksbehandlingsbestemmelsen dersom avtalen er av et visst omfang. Det er imidlertid ikke alltid det foreligger en avtaleinngåelse ved kontantemisjoner, men hvor aksjetegningen er inntatt i et generalforsamlingsvedtak. Disse tilfellene rammes ikke av prosedyrene i aksjeloven § 3-8. Når det gjelder emisjoner mot innskudd i annet enn penger, har aksjeloven § 3-8 gjort unntak for avtaler inngått i samsvar med reglene i § 2-4, jf. § 2-6, og § 10-2. Dette gjelder utstedelse av aksjer mot innskudd av annet enn penger i forbindelse med stiftelse av aksjeselskap eller senere kapitalforhøyelse. Slike avtaler er ivarettatt etter saksbehandlingsreglene for stiftelse og kapitalforhøyelse. Det er utenfor oppgavens omfang å gå nærmere inn på bestemmelsen i aksjeloven § 3-8, men for helhetens skyld nevnes bestemmelsen kort her.

2.3 Grunnleggende aksjerettslige prinsipper

2.3.1 Innledning

Aksjeselskapsretten bygger på flere grunnleggende prinsipper. Woxholth betegner grunnprinsippene som rettsprinsipper, i den forstand at «de enten begrunner de selskapsrettslige rettsreglene eller selv er rettsregler».²² Kapittelet inneholder en redegjørelse av de viktigste prinsippene som er relevant for spørsmål som angår kapitalforhøyelse ved rettet emisjon i henhold til styrefullmakt. Det vil ikke foretas en nærmere fremstilling om bruk av prinsipper i rettsanvendelsen.

²¹ Jf. Bråthen (2014) side 22.

²² Jf. Woxholth (2018) side 69.

2.3.2 Likhetsprinsippet – formålet med likebehandling

Aksjeloven bygger på et likhetsprinsipp, som er et grunnleggende prinsipp i aksjeloven, men også i sammenslutningsretten for øvrig.²³ Prinsippet er lovfestet i aksjeloven § 4-1 første ledd første punktum hvor det fastslås at «alle aksjer gir lik rett i selskapet». Likhetskravet gjelder med mindre noe annet er bestemt i lov eller selskapets vedtekter, jf. første ledd annet punktum.

Etter ordlyden gjelder en lik rett for alle «aksjer» i selskapet. Dette innebærer at den enkelte aksje er gjenstand for likebehandling, og ikke aksjonærene som sådan. Bestemmelsen må ses i sammenheng med aksjeloven § 3-1 annet ledd hvor det fremkommer at aksjeeierens rettigheter i selskapet knytter seg til den enkelte aksje, jf. ordlyden «aksjekapitalen skal være fordelt på én eller flere aksjer som rettighetene som aksjeeier knytter seg til». Dette innebærer at aksjonærens rettigheter i selskapet er knyttet til deres eierandel i selskapet. Tilsvarende utgangspunktet i aksjeloven § 4-1 første ledd første punktum. Videre heter det at «aksjekapitalen skal være fordelt på én eller flere aksjer» og at «aksjene skal lyde på like stort beløp». Bestemmelsen gir uttrykk for at alle aksjer i selskapet har lik verdi. Sett i sammenheng med likhetsgrunnsetningen i § 4-1 betyr dette at enhver selskapsandel i et aksjeselskap er likelydende og innehar lik rett i selskapets anliggende. Denne forståelsen kommer likeså til uttrykk i forarbeidene, hvor det heter at en aksje er «en betegnelse på en eierandel i et aksjeselskap», og deltakelse i et aksjeselskap er «i prinsippet knyttet til en aksje».²⁴

Det er lagt til grunn i juridisk litteratur at likebehandlingskravet er relativt etter størrelsen på aksjonærenes aksjepost.²⁵ Dette innebærer at ulik størrelse på aksjonærenes aksjepost, vil kunne medføre forskjellsbehandling av aksjonærene.²⁶ Dette er imidlertid ikke i strid med likebehandlingskravet i § 4-1, så lenge hver enkelt aksje gir lik rett i selskapet. Faktiske forskjeller utenfor selskapsforholdet, som medfører ulike konsekvenser for aksjeeierne, er uten relevans.²⁷ Formålet er «at aksjene skal sikres en lik og rimelig adgang til å nyte godt av

²³ Jf. Truyen (2005) side 97-99.

²⁴ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 85 punkt 8.1 og 8.2.1.

²⁵ Jf. Truyen (2005) side 97-98; Andenæs (2016) side 128.

²⁶ Jf. Andenæs (2016) side 128.

²⁷ Jf. Truyen (2005) side 98; Truyen (2004) side 309.

selskapets virksomhet ut fra aksjenes verdi».²⁸ Tilsvarende vil likebehandling av aksjer, være likebehandling aksjonærene.²⁹ At aksjepostene er av ulike størrelse, og således gir aksjonærene forskjellig påvirkningskraft og rettigheter i selskapet, er på bakgrunn av dette ikke av betydning.

Det er uttalt i forarbeidene at bestemmelsen i § 4-1 første ledd første punktum gir uttrykk for et formelt likhetsprinsipp.³⁰ En forutsetning for likhetsprinsippet er at hver enkelt aksje gir lik rett i selskapet. Dette gjelder uavhengig av om aksjen tilhører en aksjonær med mange aksjer i selskapet eller en aksjonær med få aksjer i selskapet. Bestemmelsen utgjør således et krav om formell likhet.³¹ Det er imidlertid ikke tilstrekkelig at selskapet sikrer aksjene formell likhet, det er også et krav om faktisk likhet.³² Til illustrasjon vises til Rt.1919 s. 550 (Aalesunds Dampskibsrederi). Saken gjaldt et selskap som hadde gjennomført en kapitalforhøyelse, hvor de nye aksjene var forbeholdt aksjeeiere som eide minimum to aksjer. Dette medførte at aksjonærene med kun én aksje ikke fikk delta i tegningen av de nye aksjene, og dermed fikk tilsidesatt fortrinnsretten. Her var aksjonærinteressen «utilbørlig tilsidesatt» med den bakgrunn at aksjene ikke hadde en faktisk likhet i selskapet. Kravet til likebehandling var derfor krenket.

Når aksjeloven i § 4-1 første ledd første punktum i det videre taler om at alle aksjer skal ha «lik rett» i selskapet, henviser bestemmelsen til like «rettigheter». Hvorpå den enkelte aksje gir aksjonæren ulike aksjonærrettigheter i form av henholdsvis økonomiske og organisatoriske rettigheter.³³ Bestemmelsen i § 4-1 har ingen opplisting av aksjonærrettigheter. Aksjonærrettighetene kommer til uttrykk gjennom ulike reguleringer i aksjeloven. Økonomiske rettigheter utgjør for eksempel en aksjonærs fortrinnsrett til en forholdsmessig andel av nye aksjer ved kapitalforhøyelse, jf. aksjeloven § 10-4, eller retten til utdeling etter aksjeloven § 3-6. At aksjeinnehaveren har rett til å delta på generalforsamlingen etter aksjeloven § 5-2 første ledd anses som en organisatorisk rettighet i form av å være aksjeeier. Likhetsprinsippet gir uttrykk for aksjonærrettigheter i selskapet. Utgangspunktet om

²⁸ Jf. Christoffersen (2019) side 62.

²⁹ Jf. Truyen (2005) side 97.

³⁰ Jf. NOU 1992:29 side 92 punkt 4.1.

³¹ Jf. Andenæs (2016) side 128.

³² Jf. Andenæs (2016) side 128.

³³ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 85 punkt 8.1.

retten til lik behandling for alle aksjer i selskapet er også en forutsetning for selskapsdeltakelse, og kan være et incentiv for å investere i så vel majoritetsaksjeposter, som minoritetsaksjeposter.³⁴ Likhetsprinsippet er med på å gjøre aksjeselskaper attraktive.

Likhetsprinsippet må ses i sammenheng med aksjelovens generalklausuler i §§ 5-21 og 6-28. Bestemmelsene er et utslag av den aksjerettslige likhetsgrunnsetningen.³⁵ Det kommer til uttrykk i forarbeidene, som uttaler at det formelle likhetsprinsipp i aksjeloven § 4-1 første ledd første punktum, må ses i sammenheng med generalklausulene i §§ 5-21 og 6-28, som gir uttrykk for et materielt likhetsprinsipp.³⁶ Videre omtaler Truyen aksjeloven § 4-1 som en «fanebestemmelse», og legger til grunn at «den materielle vurderingen av kravet til likebehandling foretas innen rammen av generalklausulene».³⁷ Likhetsprinsippet skal sikre formell og materiell likhet. Kravet til likhet i aksjeloven § 4-1 sikrer at aksjene gir formell likhet i selskapet, mens likhetskravets materielle betydning må løses etter reglene i aksjeloven §§ 5-21 og 6-28.

2.3.3 Vinningsformålet

Aksjeloven inneholder ingen bestemmelser som fastslår prinsippet om økonomisk vinning. Prinsippet følger imidlertid forutsetningsvis av aksjeloven § 1-1 tredje ledd nr. 2, hvor det fremgår at loven ikke gjelder «selskaper som ikke har et økonomiske formål». Dette gjelder så fremt noe annet ikke er spesifisert i vedtektene, jf. aksjeloven § 1-1 tredje ledd nr. 2. Ordlyden gir uttrykk for at aksjeselskap som hovedregel skal driftes for å oppnå økonomisk overskudd, noe som innebærer at økonomisk vinning må anses som et hovedformål bak aksjeselskapsformen. Videre heter det i aksjeloven § 2-2 annet ledd at «dersom selskapet ved sin virksomhet ikke skal ha til formål å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte, skal vedtektene inneholde bestemmelser om anvendelse av overskudd og av formuen ved oppløsning». Etter ordlyden må det særskilt spesifiseres i selskapets vedtekter, dersom formålet med overskudd er noe annet enn økonomisk avkastning for aksjonærene. Av dette kan man således utlede at aksjeselskap som utgangspunkt er etablert for å skaffe til veie økonomisk utbytte til aksjeeierne. Sistnevnte kommer også til uttrykk i aksjeloven § 5-20 første ledd nr. 5, hvor det

³⁴ Jf. Truyen (2005) side 100.

³⁵ Jf. NOU 1992:29 side 46 punkt 8.2.

³⁶ Jf. NOU 1992:29 side 92 punkt 4.1.

³⁷ Jf. Truyen (2004) side 309.

kreves tilslutning fra samtlige aksjeeiere dersom selskapets formål ikke skal omfatte økonomisk avkastning for aksjonærene.

Det kan med dette legges til grunn at det aksjeselskapsrettslige vinningsformålet har to aspekter.³⁸ Selskapet skal gjennom sin drift skape økonomisk vinning, samt gi aksjonærene avkastning av økonomisk overskudd.³⁹ Til sammen utgjør dette et grunnleggende vinningsformål i aksjeselskapsretten, og må anses som et hovedformål med aksjeselskapsformen.⁴⁰ Vinningsformålet vil sette grenser for selskapets kompetanse og handlingsrom, og vil derfor være en sentral del av hva som er styrets handlingsrom ved beslutning om fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett.⁴¹ Vinningsformålet inngår i reglene om myndighetsmisbruk.⁴²

2.3.4 Majoritetsprinsippet

Aksjeloven § 5-17 første ledd første punktum gir uttrykk for aksjeselskapsrettens majoritetsprinsipp, og etter ordlyden krever «en beslutning av generalforsamlingen [...] flertall av de avgitte stemmer, om ikke annet er bestemt i loven». Etter ordlyden er lovens hovedregel at beslutninger i selskapets generalforsamling fattes med alminnelig flertall. Flertallskravet innebærer at et vedtak krever oppslutning fra minst 50 prosent av avgitte stemmer i generalforsamling.⁴³ Majoriteten i selskapet har med dette bestemmende innflytelse over selskapets beslutninger. Flertallsprinsippet er et grunnleggende prinsipp i aksjeselskapsretten, og er begrunnet i effektivitetshensyn og hensynet til forutberegnelighet, særlig av hensyn til selskapets ledelse, men også av hensyn til næringslivet.⁴⁴

Flertallskompetansen vil imidlertid kunne misbrukes av majoriteten i selskapet, og majoritetsprinsippet må derfor ses i sammenheng med prinsippet om minoritetsvern og forbudet mot myndighetsmisbruk.⁴⁵

³⁸ Jf. Truyen (2005) side 105, punkt. 9.2.3.1.

³⁹ Jf. Truyen (2005) side 105, punkt 9.2.3.1.

⁴⁰ Jf. Bråthen (2019) side 70 punkt 4.1.6; Gjein (2020) side 212 punkt 7.2.3 avsnitt 51.

⁴¹ Se Andenæs (2016) side 344 punkt 27.2.1.

⁴² Se Truyen (2005) side 106.

⁴³ Se Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

⁴⁴ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1; Truyen (2005) side 85.

⁴⁵ Jf. NOU 1996:3 side 74; Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

2.3.5 Prinsippet om minoritetsvern og forbudet mot myndighetsmisbruk

Aksjeloven bygger på et grunnleggende formål om å beskytte selskapets minoritetsaksjonærer. Aksjeloven gir ingen definisjon av minoritetsvernet eller hva som inngår i en beskyttelse av minoritetsaksjonærer. I forarbeidene er det midlertid uttalt at minoritetsvernet er «betegnelsen til aksjerettslige regler som gir den enkelte aksjeeier eller en gruppe aksjeeiere ... som representerer mindre enn 50 prosent av stemmene i selskapet, rettigheter i selskapsforholdet».⁴⁶ Minoritetsvernet har sammenheng med flertallsprinsippet og likebehandlingsprinsippet. Bestemmelsene skal først og fremst begrense flertallsprinsippet ved å sette skranker ved flertallets makt, slik at denne ikke blir utnyttet på bekostning av minoriteten i selskapet.⁴⁷ Denne begrensningen er også nødvendig for å sikre en likebehandling av aksjonærene.

Både ved generalforsamlingens behandling av fullmaktstildeling, og ved styrets beslutning av kapitalforhøyelse i form av rettet emisjon i henhold til styrefullmakten, setter aksjeloven formelle og materielle skranker ved beslutningen, til vern av minoritetsaksjonærer, herunder også den enkelte aksjonær. Særlig aktuell er forbudet mot myndighetsmisbruk i aksjeloven §§ 5-21 og 6-28. Dette er den sentrale materielle skranke for aksjonærfellesskapets og styrets myndighet.⁴⁸ Aksjeloven § 5-21 oppstiller forbud mot myndighetsmisbruk for generalforsamlingen, og lyder som følgende:

«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.»

Aksjeloven § 6-28 første ledd oppstiller et lignende forbud for styret og andre som handler på selskapets vegne. Bestemmelsen har følgende ordlyd:

«Styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-31 representerer selskapet, må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.»

⁴⁶ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

⁴⁷ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

⁴⁸ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

Forbudet mot myndighetsmisbruk ble lovfestet ved aksjeloven av 1976, og innebar «en lovfesting av det alminnelige aksjerettslige likhetsprinsippet».⁴⁹

Hovedformålet med generalklausulene er å verne minoritetsaksjonærer, og er en direkte følge av aksjeselskapsrettens flertallsprinsipp og majoritetsaksjonærenes kompetanse til å fatte vedtak tildeling av fullmakt til selskapets styre.⁵⁰ Bestemmelsen bygger videre på likhetsprinsippet i aksjeloven § 4-1, og skal verne aksjonærene mot tilfeller hvor styret fatter beslutninger som er egnet til å forskjellsbehandle aksjonærene.⁵¹ Etter forarbeidene er «tilsidesettelse av aksjeeiernes fortrinnsrett til de nye aksjer ved kapitalforhøyelse» et eksempel på bestemmelser som ikke må utøves i strid med prinsippet om myndighetsmisbruk.⁵²

Bestemmelsen bygger også på styrets alminnelige lojalitetsplikt.⁵³ Styremedlemmene er etter aksjeloven § 6-3 første ledd, jf. aksjeloven § 6-12 valgt av generalforsamlingen til å forvalte selskapet i tråd med selskapets interesse. Det er forutsatt at styret forvalter selskapet i tråd med den tillit det har fått av generalforsamlingen. Høyesterett har om dette uttalt at styremedlemmene er «selskapets tillitsmenn og har et selvstendig ansvar for å handle i selskapets interesse».⁵⁴

Generalklausulen er med dette viktig for å ivareta både likhetsgrunnsetningen og minoritetsvernet. Misbruksvernet gjelder først og fremst hvor det ikke finnes særbestemmelser med minoritetsvern for en bestemt type avgjørelse, men vil også ha betydning for avgjørelser som klart er innrammet av hvor langt kompetansen til beslutningsorganet går. Det vil da gjelde som et supplement og som en ytre ramme for hvor langt beslutningsorganet kan strekke en avgjørelse på bekostning av subjektet som er beskyttet av vernet.⁵⁵

⁴⁹ Jf. NUT 1970:1 på side 123 til § 62; Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

⁵⁰ Jf. NUT 1970:1 på side 137-138; Truyen (2005) side 82.

⁵¹ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 415; Andenæs (2016) side 346.

⁵² Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

⁵³ Jf. Andenæs (2016) side 346; Truyen (2004) side 308.

⁵⁴ Jf. Rt. 1996 s. 742.

⁵⁵ Jf. NUT 1970:1 side 138 til § 80.

Ved kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt innebærer minoritetsvernet at aksjeloven begrenser både generalforsamlingen og styrets kompetanse. En beslutning om fullmaktstildeling og en styrebeslutning om rettet emisjon kan begge være «egnet til» å krenke aksjonærenes rettigheter, både av økonomisk og organisatorisk art.⁵⁶ Bestemmelsene begrenser derfor både generalforsamlingens flertall og styrets kompetanse etter fullmakt til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett ved forhøyelse av aksjekapitalen.⁵⁷

I tillegg oppstiller aksjeloven særlige flertallskrav ved beslutninger som er av selskapsrettslig grunnleggende art og som kan påvirke aksjonærenes rettigheter i selskapet. Ved tildeling av styrefullmakt er det derfor krav om flertall som for vedtektsendringer. Formålet med flertallskravene er å «hindre at majoriteten endrer den rådende tilstand i selskapet»,⁵⁸ og er begrunnet i hensynet til selskapets minoritetsaksjonærer.

Retten til å delta på generalforsamling, stemme på generalforsamling, samt kreve opplysninger på generalforsamling mv., er også en del av minoritetsvernet. Dette gjelder også rettigheter som tilkommer et mindretall av aksjonærene i selskapet, for eksempel rett til å kreve ekstraordinær generalforsamling for aksjonærer som representerer minst ti prosent av aksjekapitalen, tilsvarende rett til å kreve utsatt generalforsamling.⁵⁹ Tilsvarende har man reaksjonsregler som retten til å reise ugyldighetssøksmål og retten til å kreve innløsning og oppløsning av selskapet.

3 Rettet emisjon fraviker aksjelovens utgangspunkt

3.1 Lovens utgangspunkt om aksjonærenes fortrinnsrett

3.1.1 Innledning

Aksjonærenes fortrinnsrett er en grunnleggende aksjonærrettighet, og omtales som en av de viktigste økonomiske rettighetene til en aksjeeier.⁶⁰ Formålet med fortrinnsretten er å beskytte rettsposisjonen til den enkelte aksjonær, og begrunnes i hensynet til likebehandling av

⁵⁶ Se Truyen (2004) side 321 punkt 4.2.

⁵⁷ Se Bråthen (2014) side 155.

⁵⁸ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt. 10.1.1.

⁵⁹ Se aksjeloven kapittel 5; Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 105 punkt 10.1.1.

⁶⁰ Jf. Bråthen (2012) side 32.

aksjonærene.⁶¹ Fortrinnsrettens funksjon er å hindre at selskapets aksjonærer får utvannet sin aksjepost i selskapet, og eventuelt at maktforholdet i selskapet forskyves.⁶² For å forstå grunnlaget for å fravike fortrinnsretten, er det nødvendig å se nærmere på hva fortrinnsretten innebærer.

3.1.2 Aksjonærene har en forholdsmessig fortrinnsrett

Aksjeloven § 10-4 første ledd lyder som følger;

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

Ordlyden oppstiller utgangspunktet for emisjoner mot kontantinnskudd. Ved forhøyelse av aksjekapitalen ved nytegning av aksjer, skal emisjonen som hovedregel gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon, jf. aksjeloven § 10-4 første ledd. I bestemmelsen heter det at aksjeeierne har «fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet». At aksjonærene har «fortrinnsrett til de nye aksjene», innebærer at selskapets allerede eksisterende aksjonærer har rett til å tegne aksjer ved kapitalforhøyelsen. Selskapet kan som hovedregel ikke gi enkelte aksjonærer i selskapet eller investorer utenfor selskapet rett til å tegne aksjer før selskapsaksjonærene har fått tilbud om å være med på emisjonen.

Fortrinnsretten gjelder videre «i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet». Dette henviser til at fortrinnsretten må være forholdsmessig. Dette innebærer at en aksjonær som for eksempel eier 20 prosent av aksjene i selskapet, har rett til tegne 20 prosent av aksjene som utstedes ved en kapitalforhøyelse. Med dette blir fortrinnsretten tilsidesatt når en aksjonær ikke får tegne aksjer til den del av aksjene ved en kapitalforhøyelse som tilsvarer aksjonærens eierandel. Forholdsmessighetskravet innebærer således at det ikke er krav at aksjeeieren må miste hele retten til å tegne aksjer ved emisjonen, for at fortrinnsretten skal være fraveket, det er tilstrekkelig at retten til å tegne ikke står seg i forhold til aksjonærens aksjepost i selskapet.⁶³

⁶¹ Jf. Bråthen (2014) side 28 og 30.

⁶² Jf. Andenæs (2016) side 504 punkt 39.6.1.

⁶³ Jf. Bråthen (2014) side 68.

Aksjonærene har en lovbestemt rett til å tegne en forholdsmessig andel av aksjene som blir utstedt ved en kontantemisjon. Aksjonærene kan imidlertid ikke pålegges å delta i en emisjon, jf. § 5-20 første ledd nr. 1.

Utgangspunktet om aksjonærenes fortrinnsrett gjelder både ved beslutning i generalforsamling og beslutning i selskapets styre i henhold til tildelt fullmakt, jf. aksjeloven § 10-4 første ledd og 10-14 annet ledd nr. 3, jf. § 10-4 første ledd.

3.1.3 Innskudd i penger eller innskudd i annet enn penger

I aksjeloven § 10-4 første ledd heter det at aksjonærene har en forholdsmessig fortrinnsrett når selskapet gjennomfører en kapitalforhøyelse ved aksjetegning «mot innskudd i penger». Etter ordlyden gjelder fortrinnsretten kun aksjonærer som tegner aksjer mot kontantinnskudd. Innhenting av kapital kan imidlertid skje i ulike former, herunder ved tingsinnskudd og gjeldskonvertering. Spørsmålet er om fortrinnsretten også gjelder i tilfeller hvor kapitalinnhenting skjer i form av tingsinnskudd eller gjeldskonvertering.

Aksjeloven § 10-2 oppstiller regler om aksjeinnskudd i annet enn penger og andre særlige tegningsvilkår. Det fremkommer ikke eksplisitt av ordlyden i aksjeloven § 10-2, jf. § 10-14 annet ledd nr. 4 hvorvidt det gjelder en fortrinnsrett ved aksjeinnskudd i annet enn penger og ved konvertering av gjeld. Sammenholdt med ordlyden i aksjeloven § 10-4 første ledd hvor det heter at aksjonærenes fortrinnsrett gjelder «ved aksjetegning mot innskudd i penger», taler dette for at fortrinnsretten kun gjelder i tilfeller hvor forhøyelsen skjer ved kontantemisjon. Tilsvarende fremkommer av forarbeidene.⁶⁴ Forarbeidene begrunner begrensningen av fortrinnsrett til kontantemisjon med at «kapitalforhøyelse ved tingsinnskudd må være rettede emisjoner».⁶⁵ På bakgrunn av dette vil det være «upraktisk å gi fortrinnsrettsreglene anvendelse på denne typen emisjoner.»⁶⁶ Dette er på grunn av ytelsens art. Hvis man ser til aksjeloven § 10-2 heter det at i tilfeller hvor kapitalforhøyelsen skal gjennomføres med innskudd i annet enn penger, skal beslutningen angi avtaler om dette, samt «hvilke eiendeler det gjelder, innskyterens navn og adresse, hvor mange aksjer selskapet skal yte for innskuddet, og hvilke vilkår som skal gjelder», jf. bestemmelsens første ledd nr. 1. Etter

⁶⁴ Jf. NOU 1992:29 side 121 til § 6-4.

⁶⁵ Jf. NOU 1992:29 side 121 til § 6-4.

⁶⁶ Jf. NOU 1992:29 side 121 til § 6-4.

ordlyden er det ved innskudd i annet enn penger tale om en specie-ytelse.⁶⁷ En specie-ytelse er en ytelse av bestemt art, for eksempel et maleri fra en kjent kunstner eller aksjer i et bestemt selskap. Det er ytelser som ikke kan erstattes med en tilsvarende vare.⁶⁸ Når kapitalforhøyelsen gjennomføres ved innskudd i annet enn penger skal ytelsen være spesifisert i beslutningen om emisjonen, det vil da være vanskelig for selskapet å sikre en forholdsmessig andel av aksjene til selskapets aksjonærer.⁶⁹ Fortrinnsretten gjelder derfor kun ved kontantemisjon.

Ved emisjoner mot innskudd i annet enn penger er det således ingen lovbestemt fortrinnsrett, og ytelsens art gjør at emisjonen må være rettet. Dette betyr imidlertid ikke at aksjonærene har et svakere vern enn ved kontantemisjoner. Emisjonsbeslutningen vil utløse de samme hensyn, og reglene om myndighetsmisbruk får anvendelse på samme måte ved emisjoner mot innskudd i annet enn penger som ved kontantemisjoner.⁷⁰ Likhetsprinsippet fungerer også som en «ulovfestet fortrinnsrett» ved slike emisjoner.⁷¹ Dette innebærer at det ikke er noen realitetsforskjell i forhold til aksjonærenes minoritetsvern og kravet til likebehandling. Aksjonærene beskyttes mot utvanning av vedkommende aksjepost gjennom reglene om myndighetsmisbruk. Misbruksreglene fungerer således på samme måte som aksjonærenes lovfestede fortrinnsrett ved kontantemisjon.⁷² I tillegg gjelder særlige stemmekrav når beslutning skal fattes, se aksjeloven § 10-14 første ledd sml. aksjeloven § 10-5. Hensynet til aksjonærene ivaretas gjennom både formelle og materielle skranker i aksjeloven.

3.2 Fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett for å gjennomføre rettede emisjoner

3.2.1 Innledning

En rettet emisjon innebærer at selskapet tilsidesetter aksjonærenes fortrinnsrett, slik at bestemte aksjonærer eller nye investorer kan tegne aksjer i selskapet. Dette underkapittelet

⁶⁷ Se Bråthen (2014) side 68; Truyen (2005) side 366.

⁶⁸ Motsatt er genus-ytelser. En ytelse av generell karakter/bestemt art, og som er lett å få tak i tilsvarende ellers i markedet.

⁶⁹ Se Bråthen (2014) side 69.

⁷⁰ Jf. Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) på side 54, jf. NUT 1970:1 på side 93.

⁷¹ Jf. Truyen (2005) side 367

⁷² Jf. Truyen (2005) side 367.

skal redegjøre for aksjelovens grunnlag for å fravike aksjonærenes fortrinnsrett. Videre undersøke hvilke virkninger en slik tilsidesettelse har for selskapets aksjonærer, samt se på selskapet og styrets handlingsrom ved beslutning om å fravike fortrinnsretten.

3.2.2 Aksjelovens grunnlag for å sette aksjonærenes fortrinnsrett til side

Aksjeloven åpner for at selskap, ved den enkelte beslutning, kan fravike aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett for å rette emisjonen mot eksisterende aksjonærer eller nye investorer, jf. §§ 10-5 og 10-14 annet ledd nr. 3, jf. § 10-1 første ledd siste punktum. Aksjonærenes fortrinnsrett kan for det første fravikes ved den enkelte beslutning i generalforsamling med flertall som for vedtektsendringer, jf. aksjeloven § 10-5 jf. § 10-4, dernest ved at generalforsamlingen gir styret fullmakt til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett, jf. aksjeloven § 10-14 annet ledd nr. 3. Ved rettet emisjon i henhold til styrefullmakt vil sistnevnte være den relevante hjemmelen.

Styret kan sette aksjonærenes fortrinnsrett til side ved den enkelte beslutning etter fullmakt fra generalforsamlingen, jf. aksjeloven § 10-14 annet ledd nr. 3. Etter ordlyden skal generalforsamlingen angi hvorvidt «aksjeeiernes fortrinnsrett etter § 10-4 skal kunne fravikes». Det er med dette opp til generalforsamlingen å avgjøre hvorvidt styret kan fravike fortrinnsretten. Ordlyden kan tolkes dit at dersom generalforsamlingen ikke har angitt hvorvidt emisjonen kan gjennomføres rettet, eller om emisjonen skal gjennomføres som fortrinnsrettsemisjon, så vil styret som utgangspunkt ikke ha adgang til å fravike fortrinnsretten. Om styret kan rette emisjonen må derfor bero på fullmaktens rammer. En tilsvarende tolkning anføres av Aarbakke m.fl., som uttaler at «bestemmelsen må forstås slik at dersom det ikke er sagt noe i fullmakten om at fortrinnsretten skal kunne fravikes, har ikke styret adgang til å treffe beslutning om dette».⁷³ En slik tolkning må følge av hensynet til rollefordelingen mellom selskapets organer, samt hensynet til den enkelte aksjonær som ved beslutning om rettet emisjon vil få sine grunnleggende aksjonærrettigheter forringet. Fortrinnsretten er av så sentral betydning at det er aksjeeierne i generalforsamling som skal beslutte om fortrinnsretten skal kunne fravikes når styret skal tildeles fullmakt til kapitalforhøyelse.⁷⁴

⁷³ Aarbakke m.fl. (2017) side 714 punkt 2.3.

⁷⁴ Se til sammenligning NUT 1970:1 side 92.

Når styret skal beslutte om fortrinnsretten skal fravikes beror beslutningen både på generalforsamlingens og styrets beslutning.⁷⁵ Selve kapitalforhøyelsen besluttet av styret, og det er derfor styret som bestemmer om emisjonen skal rettes mot spesifikke investorer på bekostning av aksjonærenes fortrinnsrett. Styrebeslutningen må imidlertid være innenfor rammen av fullmakten.

Det kan være ulike behov i selskapet som begrunner en tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett. Selskapet kan stå overfor et akutt kapitalbehov som gjør det nødvendig med en effektiv og smidig måte å få tilført selskapet kapital, dernest kan det være et ønske om å knytte til seg investorer som innehar en kompetanse som er ønskelig for selskapet. Videre kan det være et ønske om å rette emisjonen mot ansatte som en incentivordning. I flere tilfeller vil derfor en rettet emisjon gagne både aksjonærene og selskapet.⁷⁶ Bakdelen med en tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett for å rette emisjonen er imidlertid at aksjonærenes eierandel i selskapet vil utvannes.

3.2.3 Virkningen av at fortrinnsretten fravikes – utvanningsproblematikk

I kraft av aksjonærenes forholdsmessige fortrinnsrett, kan selskapets aksjonærer hindre at deres økonomiske og organisatoriske rettigheter i selskapet utvannes ved en emisjon.⁷⁷ I tilfeller hvor selskapet retter emisjonen, vil aksjonærene imidlertid ikke kunne ivareta sin prosentvise eierandel i selskapet, og aksjonærenes eierandel i selskapet utvannes. En kapitalforhøyelse innebærer at selskapet utsteder nye aksjer mot et kapitalinnskudd. Dette medfører at selskapets verdier må deles på flere.

Utvanning kan for det første skje ved at aksjonærens økonomiske rettigheter utvannes. Dette betyr at aksjonærenes verdier i selskapet reduseres. Dette vil for eksempel få betydning ved utbytte. Etter en emisjon må utbyttegrunlaget fordeles på flere aksjer, og aksjonærenes økonomiske avkastning i form av utbytte blir således redusert.⁷⁸ En emisjon til favørkurs vil

⁷⁵ Jf. NUT 1970:1 side 99.

⁷⁶ Jf. Woxholth (2018) side 177.

⁷⁷ Bråthen (2014) side 30; Andenæs (2007) side 244 punkt 29.1.3; Woxholth (2021) side 183.

⁷⁸ Bråthen (2014) side 30.

medføre ytterligere verdimessig reduksjon for den enkelte aksjonær. Dette innebærer at aksjene som utstedes får en lavere kurs enn hva aksjen egentlig er verdt.⁷⁹

Aksjonærens organisatoriske rettigheter kan også utvannes som følge av at maktforholdet i selskapet forskyves. Situasjonen kan illustreres på følgende måte; et aksjeselskap består av totalt 100 aksjer, hvor aksjeeier A har en aksjepost på ti aksjer, tilsvarende ti prosent av aksjene i selskapet. Selskapet gjennomfører en emisjon ved utstedelse av 40 nye aksjer til en ny investor B. Totalt antall aksjer i selskapet er etter emisjonen 140. Dette påvirker eierandelen til aksjeeier A ved å redusere vedkommende aksjepost til 6,67 prosent av det totale antallet aksjer i selskapet. Aksjeeier A sin prosentvise eierandel i selskapet reduseres som følge av emisjonen. Etter emisjonen vil hver aksje utgjøre en mindre del av det totale antall aksjer i selskapet. Organisatorisk utvanning innebærer at aksjonærer eller grupper av aksjonærer kan miste påvirkningskraft i selskapet. Dette gjelder for eksempel rettigheter som krever en viss prosent av aksjekapitalen, for eksempel retten til å kreve ekstraordinær generalforsamling. Etter aksjeloven § 5-6 annet ledd kan aksjeeiere som representerer minst en tidel av aksjekapitalen kreve behandling av en sak i ekstraordinær generalforsamling.⁸⁰ Dette kan medføre at en minoritetsgruppe i selskapet taper minoritetsrettigheter som følge av emisjonen. I eksempelet over, vil aksjeeier A miste denne muligheten den rettede emisjonen. Det skjer således en utvanning i forhold til aksjonærens makt i selskapet.

3.2.4 Selskapet og styrets handlingsrom ved fravikelse av fortrinnsretten – hvilke begrensninger setter loven?

En rettet emisjon er en emisjon forbeholdt enkelte aksjonærer eller investorer, og innebærer at selskapet henter inn kapital fra spesifikke personer, sml. § 10-1 første ledd siste punktum. Denne formen for kapitalforhøyelse sikrer selskapet fleksibilitet, og tilrettelegger for at selskapet skal kunne få enkel tilgang på kapital. Rettet emisjon mot enkelte av selskapets aksjonærer innebærer imidlertid en krenkelse av likhetsprinsippet i § 4-1 første ledd. Videre innebærer en rettet emisjon mot nye investorer en tilsidesettelse av samtlige aksjonærers fortrinnsrett. Ved rettet emisjon vil minoriteten være avskåret fra å beskytte seg gjennom å utøve fortrinnsrett.⁸¹ Hensynet til minoritetsvernet og den enkelte aksjonær må derfor

⁷⁹ Bråthen (2014) side 205.

⁸⁰ Sml. asal. § 5-7 annet ledd hvor det kreves en representasjon på minst en tjuedel av aksjekapitalen for å kreve ekstraordinær generalforsamling.

⁸¹ Jf. Andenæs (2016) side 509.

tillegges betydelig vekt, hvor selskapet fraviker fortrinnsretten til fordel for enkelte av selskapets aksjonærer eller nye investorer.

Aksjeloven oppstiller både formelle og materielle skranker ved fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett. Disse setter rammer for selskapets handlingsrom når de skal beslutte kapitalforhøyelse ved rettet emisjon.

Viktige formelle skranker er for det første skjerpede flertallskrav ved beslutning om tildeling av styrefullmakt. Dette er begrunnet i hensynet til aksjonærene og minoritetsaksjonærene ved fravikelse av grunnleggende aksjonærrettigheter.⁸² Videre er også rammene rundt fullmaktstildelingen ment å være en skranke for utstrekningen av fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett i henhold til styrefullmakt. Reglene om myndighetsmisbruk gir på samme måte som den lovfestede fortrinnsretten, et vern mot at aksjonærenes forholdsmessige eierandel utvannes.⁸³

Den viktigste materielle skranken for selskapets adgang til å fravike fortrinnsretten følger av reglene om myndighetsmisbruk i aksjeloven §§ 5-21 og 6-28.⁸⁴ Formålet med lovfesting av misbruksreglene var å lovfeste den alminnelige aksjerettslige likhetsgrunnsetningen, og vernet er begrunnet i hensynet til minoriteten.⁸⁵ I forarbeidene er det særlig nevnt at bestemmelsen har betydning ved tilsidesettelse av aksjeeiernes fortrinnsrett til nye aksjer ved kapitalforhøyelse.⁸⁶ Hvorledes selskapet velger å gjennomføre en rettet emisjon, må et vedtak i så fall være saklig begrunnet, hvis ikke kan beslutningsorganet gå ut over sitt styringsrom og med dette overskride grensene for myndighetsmisbruk. Den materielle skranken som følger av misbruksreglene vil således avgjøre i hvilken utstrekning fortrinnsretten kan fravikes, og rammer inn styrets handlingsrom når de skal beslutte kapitalforhøyelse ved rettet emisjon.

Avhandlingen vil i det videre vurdere hvilke rammer som beskytter aksjonærenes grunnleggende rettigheter ved fullmaktstildelingen, for deretter å analysere styrets

⁸² Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104.

⁸³ Jf. Truyen (2005) side 367.

⁸⁴ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104; Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) side 54.

⁸⁵ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104.

⁸⁶ Jf. NOU 1992:29 side 46-47.

handlingsrom ved beslutning om kapitalforhøyelse ved rettet emisjon i henhold til styrefullmakt.

4 Fullmaktstildelingen – tildeling av styrefullmakt for rettede emisjoner

4.1 Innledning

Beslutning om tildeling av styrefullmakt for å gjennomføre en rettet emisjon innebærer at styret får myndighet til å avgjøre om og når de skal forhøye aksjekapitalen ved tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett. En fullmakt vil sikre styret en fleksibilitet til å kunne gjennomføre kapitalforhøyelse på en effektiv måte, kompetansetildelingen vil imidlertid også gå på bekostning av aksjonærenes forutberegnelighet. Lovgiver har derfor tatt i bruk flere mekanismer for å ivareta hensynet til aksjonærene ved tildeling av styrefullmakt. I det følgende vil avhandlingen ta for seg fullmaktens rammer, flertallskrav ved fullmaktstildeling, samt forbudet mot myndighetsmisbruk etter aksjeloven § 5-21. Formålet er å undersøke hvordan aksjonærene blir ivaretatt når generalforsamlingen delegerer kompetanse til styret for å gjennomføre en rettet emisjon.

4.2 Krav om flertall som for vedtektsendring

Aksjeloven § 10-14 første ledd oppstiller et krav om «flertall som for vedtektsendring» ved tildeling av styrefullmakt. Ved beslutning om vedtektsendring er det et krav om tilslutning fra minst to tredeler av aksjonærfellesskapet, jf. aksjeloven § 5-18 første ledd. Minst to tredeler av avgitte stemmer, innebærer et krav om kvalifisert flertall. Dette innebærer et kvalifisert flertall av aksjonærfellesskapet må være enig om fullmaktstildeling, for at generalforsamlingen skal kunne delegerer kompetanse til styret. Dette innebærer imidlertid at minoriteten i selskapet, med negativt flertall, kan bestemme at fullmaktstildeling ikke skal gjennomføres. Flertallskravet innebærer videre at det må foreligge et kvalifisert flertall både av de avgitte stemmene, samt av den aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen, jf. aksjeloven § 5-18 første ledd siste punktum.

Reglene er utformet for å gi minoriteten et vern overfor majoriteten.⁸⁷ Stemmeregelen i § 5-18 første ledd, jf. § 10-14 første ledd skal «hindre at majoriteten endrer den rådende tilstanden i

⁸⁷ Jf. NOU 1996:3 side 73-74.

selskapet».⁸⁸ Som følge av emisjonens funksjon og virkning er det satt strenge krav til flertall når generalforsamlingen skal beslutte styrefullmakt til forhøyelse av aksjekapitalen.

Beslutning om kapitalforhøyelse medfører en viktig selskapsrettslig beslutning, og lovgiver har derfor gjort unntak for hovedregelen om flertallsprinsippet, og gitt minoriteten et sterkere vern. På grunn av kapitalforhøyelsens virkning på aksjonærenes rettigheter i selskapet, er flertallsprinsippet hensyn til effektivitet, erstattet med hensynet til aksjonærene, og er ment å vareta minoritetens interesser.

4.3 Fullmaktens rammer beskytter aksjonærene

Ved kapitalforhøyelse endres selskapets vedtektsbestemte aksjekapital. Vedtektsendringen innebærer med dette en grunnleggende selskapsrettslig endring, som kan føre til at aksjonærenes prosentvise eierdel i selskapet utvannes. En beslutning om kapitalforhøyelse ved rettet emisjon vil med dette direkte berøre aksjonærenes stilling. Lovgiver har derfor valgt at den overordnede beslutningsmyndigheten vedrørende kapitalforhøyelse som hovedregel skal være forbeholdt aksjonærene gjennom generalforsamlingen.⁸⁹ Når lovgiver åpner for at generalforsamlingen kan delegerer slik kompetanse til styret, blir spørsmålet hvordan aksjonærenes grunnleggende rettigheter skal bli ivaretatt ved delegering av kompetanse til styret.

Aksjelovens § 10-14 annet og tredje ledd oppstiller krav til utforming av generalforsamlingens fullmakt. Etter ordlyden er det flere krav til skal styrefullmakten skal angi, samt hvilket beløp fullmakten kan gjelde. Etter forarbeidene til aksjeloven 1976 er delegasjonsadgangen derfor ikke betenkelig. Lovgiver bemerket her at «beskyttelsen for aksjeeierne vil ligge i at delegasjonen besluttes i betryggende former og at fullmakten til styret blir hensiktsmessig avgrenset».⁹⁰ Hensynet til aksjonærene er på bakgrunn at dette begrunnelsen til at styrefullmakten har tydelige rammer og føringer for styrets kompetanse ved utøvelse av fullmakten. Generalforsamlingen får ved å fastsette rammene for fullmakten, en viss kontroll over styrets beslutning om rettet emisjon. Et grunnleggende hensyn bak

⁸⁸ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 104.

⁸⁹ Jf. NOU 1996:3 side 79 punkt 9.1.

⁹⁰ Jf. NUT 1970:1 side 99.

kravene til utarbeidelse og innhold i styrefullmakten er med dette hensynet til den enkelte aksjonær og aksjonærfellesskapets funksjon og rolle i selskapet.

Fullmakten skal angi det beløp aksjekapitalen i alt skal kunne forhøyes med, samt hvor lang tid fullmakten skal gjelde for, jf. aksjeloven § 10-14 annet ledd nr. 1 og 2. Videre følger det et krav om at fullmakten ikke kan gis for mer enn to år av gangen, jf. aksjeloven § 10-14 tredje ledd siste punktum. Begrunnelsen for begrensningen er etter forarbeidene at «hensynet til aksjeeierne tilsier at fullmakten begrenses i tid og omfang».⁹¹ Dette er således en mekanisme for vern av generalforsamlingen og aksjonærfellesskapets funksjon i selskapet. Det beskytter likeså den enkelte aksjonær og minoritetsaksjonærer.⁹² Aksjonærenes grunnleggende rettigheter blir således ivaretatt ved at fullmakten setter klare rammer for den kompetanse styret har til å beslutte kapitalforhøyelse.

4.4 Omfattes fullmaktstildeling av aksjeloven § 5-21?

Bestemmelsen i aksjeloven § 10-14 annet ledd nr. 3 sammenholdt med §§ 10-4 og 10-5 gir generalforsamlingen, ved kvalifisert flertall, tilgang til å la styret fravike aksjonærenes fortrinnsrett ved tildeling av fullmakt. Spørsmålet er om fullmaktstildeling omfattes av forbudet mot myndighetsmisbruk.

Etter lovens ordlyd kan ikke generalforsamlingen treffe en «beslutning» som er «egnet til» å gi «visse aksjeeiere eller andre» en «urimelig fordel» på «andre aksjeeieres eller selskapets bekostning», jf. aksjeloven § 5-21.

For det første er fullmaktstildeling en generalforsamlingsbeslutning på lik linje med andre selskapsrelevante beslutninger, og omfattes derfor av ordlyden «beslutning». Beslutningen må videre være «egnet til» å gi en urimelig fordel.

Truyen har gitt uttrykk for at ordlyden «egnet til», medfører at et vedtak besluttet i generalforsamling, kan anfektes med en gang vedtaket er fattet.⁹³ I følge Truyen innebærer ordlyden «egnet til» bare et krav til at det må foreligge en potensiell kausalitet, og at det ikke er krav til at fordelene må ha materialisert seg. Dette innebærer et krav om årsaksevne, og ikke

⁹¹ Jf. NUT 1970:1 side 99.

⁹² Jf. NUT 1970:1 side 98-99 til § 37-38.

⁹³ Jf. Truyen (2005) side 204 flg.

faktisk årsakssammenheng.⁹⁴ En fullmaktstildeling gir styret kompetanse til å beslutte en kapitalforhøyelse ved et tidspunkt som styret bestemmer. Fullmakten i seg selv utgjør ingen umiddelbare virkninger overfor aksjonærenes rettigheter i selskapet. Imidlertid kan fullmaktens rammer innebære at aksjonærenes rettigheter kan rammes på et senere tidspunkt, altså det tidspunkt styret velger å ta i bruk fullmakten. Dermed kan en fullmaktstildeling være «egnet til» å gi en urimelig fordel på aksjonærenes eller selskapets bekostning. Dette er også lagt til grunn i LB-2020-93644 (Borgarting). Saken gjaldt et selskap som hadde utstedt styrefullmakt til rettet emisjon mot en av selskapets aksjonærer. Lagmannsretten la til grunn at utstedelse av en slik styrefullmakt kunne være egnet til å gi den forfordelte aksjonæren en fordel på de andre aksjonærenes bekostning, og derfor var fullmaktstildelingen omfattet av det materielle vernet i generalklausulen. Beslutning om tildeling av styrefullmakt, omfattes etter dette av aksjeloven § 5-21.

Ved fullmaktstildeling, som ved beslutning om rettede emisjoner ved styrefullmakt, får aksjelovens misbruksregler således anvendelse. Avhandlingen omfatter ikke en bred analyse av aksjelovens § 5-21, da det er styrets beslutning om rettet emisjon som er gjenstand for behandling etter oppgavens tema. Det er styret som i den konkrete situasjonen må beslutte om fravikelse av fortrinnsretten er i tråd med de materielle skranker etter misbruksreglene. Aksjeloven §§ 5-21 og 6-28 har lik ordlyd og vurderingstema. I tillegg er misbruksreglene undergitt de samme forarbeider med tilsvarende formål om å verne aksjonærers krav på likebehandling.⁹⁵ Drøftelsen av hvorvidt hva som innebærer en «urimelig fordel» etter aksjeloven § 6-28 første ledd vil derfor ha tilsvarende relevans for generalforsamlingsvedtak.

5 Styrets beslutning om kapitalinnhenting ved rettede emisjoner

5.1 Innledning

Aksjelovens krav om likebehandling av selskapets aksjonærer omfatter både fravikelse av den lovbestemte fortrinnsretten etter beslutning i generalforsamling, og tilsvarende etter styrebeslutning i henhold til styrefullmakt. En styrefullmakt vil gi uttrykk for hvorvidt aksjonærenes fortrinnsrett kan fravikes ved styrebeslutning, jf. reglene i aksjeloven § 10-14

⁹⁴ Jf. Truyen (2004) side 312 punkt 2.5.1.

⁹⁵ Jf. Bråthen (2014) på side 158.

annet ledd nr. 3.⁹⁶ Forutsatt at den tildelte kompetansen tillater styret å fravike aksjonærenes fortrinnsrett, er det opp til styret å endelig beslutte hvorvidt en tilsidesettelse av den lovbestemte fortrinnsretten, i den konkrete situasjonen, er forenelig med aksjelovens krav. Det forutsettes i det videre at generalforsamlingen har fastslått at fortrinnsretten kan fravikes i henhold til styrefullmakten, samt at generalforsamlingen har gitt gyldig fullmakt.

Ved styrefullmakt er det styret som beslutter om og når fullmakten skal benyttes til forhøyelse av aksjekapitalen. Det er også styret som må vurdere om det er grunnlag for å fravike fortrinnsretten, og i hvilket omfang den kan fravikes. Dette må gjøres på bakgrunn av rammene som følger av styrefullmakten og aksjeloven.

Når styret skal ta i bruk den delegerede kompetansen, og beslutte kapitalforhøyelse, må de i tillegg ta hensyn til aksjelovens alminnelige saksbehandlingsregler for styret, jf. aksjeloven §§ 6-19 flg. Regler for styrets saksbehandling skal sikre forsvarlig saksbehandling i selskapets styrende organer.⁹⁷

Dette kapittelet går nærmere inn på hvilke vurderingstema som er relevant for styrets beslutning om rettede emisjoner, samt i hvilke tilfeller styret rettmessig kan fravike aksjonærenes fortrinnsrett. Videre hvordan tilsidesettelse av fortrinnsretten stiller seg i forhold til hensynet til minoritetsaksjonærene og kravet om likebehandling. Både formelle og materielle skranker ved styrebeslutning i forbindelse med kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt skal belyses.

5.2 Styrebeslutningens rammer

5.2.1 Innledning

Rettede emisjoner ved styrefullmakt skal gjennomføres innenfor rammen av generalforsamlingens fullmakt, jf. aksjeloven § 10-17, jf. § 10-14. I tillegg gjelder aksjeloven § 10-1 tilsvarende ved styrets beslutning om kapitalforhøyelse, som for generalforsamlingens beslutning, jf. aksjeloven § 10-17 første ledd. Bestemmelsen i aksjeloven § 10-1 setter rammen for hva som skal inngå i styrets beslutning om kapitalforhøyelsen. Det vil si at

⁹⁶ Jf. punkt 3.2.2 om aksjelovens grunnlag for å sette aksjonærenes fortrinnsrett til side ved styrefullmakt.

⁹⁷ Jf. NOU 1996:3 på side 73-74.

generalforsamlingen bestemmer hovedlinjene i kapitalforhøyelsen som besluttes og gjennomføres av selskapets styre i henhold til aksjeloven § 10-1.

5.2.2 Kort om minstekravene i aksjeloven § 10-1

Aksjeloven § 10-1 annet ledd oppstiller krav til beslutningens innhold, ved kapitalforhøyelse besluttet i generalforsamling. Bestemmelsen får tilsvarende betydning ved kapitalforhøyelser i henhold til styrefullmakt, men med modifikasjoner på bakgrunn av styrefullmaktens grenser, og at bestemmelsen er ment for beslutning i generalforsamling.

I henhold til aksjeloven § 10-1 annet ledd nr. 1 jf. § 10-17 første ledd, skal styrets beslutning for det første angi «det beløp aksjekapitalen skal forhøyes med» eventuelt kan det fastsettes «en øvre og en nedre grense for forhøyelsen». Det følger imidlertid av aksjeloven § 10-14 annet ledd nr. 1 at styrefullmakten skal angi «det beløp aksjekapitalen i alt skal kunne forhøyes med». Videre følger det av nevnte bestemmelses tredje ledd at

«styrefullmakten ... ikke [kan] gjelde et større beløp enn at det samlede pålydende av aksjer som kan utstedes etter fullmakten, ligger innenfor halvdel av aksjekapitalen på den tid da fullmakten ble registrert».

Dette innebærer at styret innenfor grensene av fullmakten ikke kan beslutte at aksjekapitalen skal forhøyes med et høyere beløp enn det som følger av fullmakten. Bestemmelsen i § 10-14 annet ledd nr. 1, jf. tredje ledd modifierer og begrenser således hva aksjekapitalen totalt kan økes med.

Kravet til at beslutningen skal angi aksjenes pålydende, jf. aksjeloven § 10-1 annet ledd nr. 2, får ikke tilsvarende anvendelse ved emisjon i henhold til styrefullmakt. Det er kun adgang til å gi fullmakt til kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer, jf. aksjeloven § 10-14 første ledd. Styret må i beslutning imidlertid fastsette det beløp som skal betales for aksjene, jf. aksjeloven § 10-1 første ledd nr. 3 jf. § 10-17 første ledd. Beløpet må minst utgjøre aksjenes pålydende, jf. aksjeloven § 3-1, og eventuell overkurs.

Etter bestemmelsens annet ledd nr. 9 skal beslutningen inneholde anslag av de utgifter som vil påløpe ved kapitalforhøyelsen.

Videre skal beslutningen angi fristen for å tegne aksjene, tid og sted for oppgjør av aksjeinnskudd, tidspunkt for når de nye aksjene gir rett til utbytte, samt hvorvidt det er eller skal oppstilles aksjeklasser, jf. aksjeloven § 10-1 annet ledd nr. 5-8, jf. § 10-17 første ledd.

Disse kravene vil imidlertid ikke behandles nærmere, da det faller utenfor avhandlingens omfang.

Alle disse minstekravene er som nevnt et formelt vern av aksjeminoriteten og aksjonærfellesskapet.

5.2.3 Hvem kan innbys til å tegne aksjer ved en rettet emisjon i aksjeselskap?

Styrebeslutningen må også angi hvem som kan tegne de nye aksjene, jf. aksjeloven § 10-1 første ledd nr. 4, jf. § 10-17 første ledd.

Etter aksjeloven § 10-1 første ledd siste setning kan «bare aksjeeierne eller bestemte navngitte personer» innbys til å tegne aksjer ved forhøyelse av aksjekapitalen. Dette innebærer at aksjeselskapet ikke kan henvende en tegningsinnbydelse til allmennheten, kun til en bestemt krets personer. Det gjelder ikke en tilsvarende begrensning for allmennaksjeselskaper, jf. ordlyden i asal. § 10-1 første ledd, og dette utgjør, som nevnt, en grunnleggende forskjell mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap.⁹⁸ Det er altså forbeholdt allmennaksjeselskap å innhente kapital fra markedet.

Forarbeidene har imidlertid uttalt at begrensningen for aksjeselskap ikke er «til hinder for at selskapet ved en kapitalforhøyelse kan gå ut med innbydelse til aksjetegning, og deretter inngå avtale med interessentene om aksjetegning før virkelig aksjetegning skjer».⁹⁹ Med dette forstås at selskapet kan henvende seg til allmenheten for å sjekke hvem som er interessert til å tegne aksjer i selskapet på et generelt grunnlag, for deretter å rette emisjonen mot interessenter som er aktuelle for selskapet. En slik tolkning innebærer at det er en begrenset realitetsforskjell i at aksjeselskap, i motsetning til allmennaksjeselskap, ikke kan henvende seg til «markedet». Begrensningen i aksjeloven § 10-1 første ledd tredje punktum kan derfor anses mer som en formalitet for å tydeliggjøre hovedforskjellen mellom selskapsformene, heller enn en virkelig begrensning. Etter forarbeidene kan således begrensningen omgås ved at selskapet først retter seg mot allmennheten for å sjekke interessen for tegning av aksjer i selskapet, for deretter å innby en eller flere utvalgte interessenter til tegning av aksjene som

⁹⁸ Se Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 22 punkt 3.5; Punkt 1.3.1 om avgrensning mot allmennaksjeloven.

⁹⁹ Jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) side 159 til § 10-1.

skal utstedes ved emisjonen. En slik henvendelse må likevel skje forut at emisjonen besluttet for å være i tråd med kravet i aksjeloven § 10-1 første ledd siste punktum.

Emisjonsbeslutningen og aksjetegningen, må imidlertid rette seg mot «aksjeeierne eller bestemte navngitte personer». Etter forarbeidene innebærer ordlyden at «tegneren eller tegnerne må identifiseres ved navn».¹⁰⁰

5.3 Aksjeloven § 6-28 begrenser styrets handlingsrom

5.3.1 Innledning

Styrets beslutning om fravikelse av fortrinnsretten for å gjennomføre en rettet emisjon er underlagt de alminnelige reglene om myndighetsmisbruk. Når styret skal vurdere hvorvidt selskapet skal fravike aksjonærenes fortrinnsrett og gjennomføre emisjonen rettet, må styret derfor ta bestemmelsen om myndighetsmisbruk i aksjeloven § 6-28 i betraktning.

Sammen med aksjeloven § 5-21, utgjør bestemmelsene aksjelovens generalklausuler.¹⁰¹ Som nevnt tidligere vil en analyse av aksjeloven § 6-28 ha relevans for § 5-21 som begrenser generalforsamlingens handlingsrom.

Forbudet mot myndighetsmisbruk i aksjeloven § 6-28 er den viktigste materielle skranken for styrets saksbehandling og beslutning angående kapitalforhøyelse ved rettede emisjoner.¹⁰² Misbruksregelen skal ivareta hensynet til den enkelte aksjonær, samt aksjonærenes krav på likebehandling.

5.3.2 Hva innebærer forbudet mot myndighetsmisbruk?

Aksjeloven § 6-28 første ledd fastslår at «styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet» ikke har adgang til å foreta noe som innebærer at «visse aksjeeiere eller andre» får en «urimelig fordel» på «andre aksjeeieres eller selskapets bekostning».

Ordlyden rammer ulike situasjoner. Bestemmelsen omfatter for det første situasjoner hvor «visse aksjeeiere» får en urimelig fordel på «andre aksjeeieres ... bekostning». Dette er situasjoner hvor enkelte aksjonærer begunstiges til fordel for andre aksjonærer, og er en

¹⁰⁰ Jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) side 218.

¹⁰¹Jf. NUT 1970:1 side 123 til § 62; punkt 2.3.5.

¹⁰²Jf. Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) side 104 punkt 10.1.1.

henvisning til kravet om likebehandling av selskapets aksjonærer. Fordeler gitt til «andre» vil imidlertid falle utenfor rekkevidden til ordlyden, og også likebehandlingsprinsippet.

Ved rettede emisjoner mot enkelte av selskapets aksjonærer, vil beslutningen innebære en forskjellsbehandling til fordel for resterende aksjonærene i selskapet. Forskjellsbehandlingen omfattes av bestemmelsen i tilfeller hvor fordelene anses «urimelig». Etter ordlyden er således en viss forskjellsbehandling mellom selskapets aksjonærer tillatt, så fremt forskjellsbehandlingen ikke fremstår urimelig i den konkrete situasjonen. Ordlyden er et uttrykk for kravet til likebehandling, og bestemmelsen må ses i sammenheng med kravet til likebehandling i aksjeloven § 4-1.¹⁰³ Likebehandlingskravet går på bakgrunn av dette ikke så langt at aksjonærene skal behandles likt i ethvert tilfelle. Kun i de tilfeller hvor forskjellsbehandlingen er urimelig. Situasjonen kan illustreres ved at styret fatter en rettet emisjonsbeslutning hvor tegneren er blant selskapets eksisterende aksjonærer. Den rettede emisjonen vil medføre at aksjonærenes fortrinnsrett fravikes, samt at resterende aksjonærer ikke blir behandlet i tråd med kravet til likebehandling. Urimehetsvurderingen vil da omhandle hvorvidt tegneren har fått en urimelig fordel på de andre aksjonærenes bekostning. Spørsmålet dreier seg om hvorvidt likhetsprinsippet er tilsidesatt på en urimelig måte, og viser til misbruksvernets side til likhetsgrunnsetningen.¹⁰⁴

Videre rammer bestemmelsen situasjoner hvor «andre» får en urimelig fordel på «aksjeeiernes [...] bekostning». Dette innebærer situasjoner hvor selskapet fraviker aksjonærenes fortrinnsrett, og retter emisjonen mot investorer utenfor selskapet. I slike tilfeller får alle aksjonærene tilsidesatt sin lovbestemte fortrinnsrett. Med dette er alle aksjeeierne utsatt for utvanning av økonomiske og organisatoriske rettigheter i selskapet.

Bestemmelsen omfatter dernest situasjoner hvor «visse aksjeeiere eller andre» får en urimelig fordel på «selskapets bekostning». Ordlyden gir uttrykk for at styret ikke kan vedta beslutninger som går på bekostning av selskapets interesser. Et aktuelt tilfelle er for eksempel hvor styret gjennomfører en rettet emisjon og tegneren får tegne aksjene til favørkurs.¹⁰⁵ Dette gjøres for eksempel for å tilegne spesifikke investorer. Dette innebærer at den aktuelle investoren får tilbud om å tegne aksjer til lavere kurs enn andre ville fått.

¹⁰³ Jf. Punkt 2.3.2 om likhetsprinsippet.

¹⁰⁴ Se Andenæs (2016) side 308; Bråthen (2014) på side 157.

¹⁰⁵ Se tilsvarende i Bråthen (2014) på side 156.

Dette vil medføre at den nye investorer gjennom emisjonen tilegner seg midler som i utgangspunktet tilhører selskapet. Dette kan utgjøre en krenkelse av det aksjerettslige vinningsformålet, og således gå på bekostning av selskapets interesser på kort sikt. Det vil imidlertid kunne utgjøre økonomisk vinning på lang sikt.¹⁰⁶ Dersom dette ikke er i selskapets interesser, vil den fordel som tegneren her får, kunne være en urimelig fordel på «selskapets bekostning». Det er imidlertid viktig å bemerke seg at en emisjon på generelt grunnlag aldri kan være på «selskapets bekostning».¹⁰⁷ Emisjonskursen kan ikke settes lavere enn aksjenes pålydende, jf. aksjeloven § 2-12 første ledd første punktum, jf. § 10-12 fjerde ledd. I tillegg er det et krav at aksjeinnskuddet er tilført selskapet før kapitalforhøyelsen kan registreres i Foretaksregisteret, jf. aksjeloven § 10-9 annet ledd, jf. § 10-12 tredje ledd. Selskapet er derfor alltid sikret i å bli tilført ny kapital ved kapitalforhøyelser. Dette gjelder både faktisk og regnskapsmessig.¹⁰⁸ Likevel må en bemerke seg at i enkelte tilfeller, som i eksemplet om rettet emisjon til favørkurs, kan selskapet måtte dekke uforholdsmessige kostnader. Truyen fremholder at det er like viktig at selskapet ikke påføres en ulempe, som at mottaker oppnår en fordel. For eksempel at selskapet ikke utsettes for store kostnader i forbindelse med emisjonen.¹⁰⁹ Dette kan medføre at emisjonen gir noen en fordel på selskapets bekostning.

Bestemmelsen ivaretar situasjoner som krenker likebehandlingskravet og vinningsformålet. Bestemmelsen gir generelt uttrykk for prinsippet om at styret skal søke å fremme selskapets og aksjeeiernes felles interesser i økonomisk vinning og avkastning.¹¹⁰ Dette er også kjent som vinningsformålet. Imidlertid må dette ses i sammenheng med at utgangspunktet for reglene om myndighetsmisbruk er nettopp at aksjonærene faktisk skal stilles likt.¹¹¹ Styret har ansvar for å forvalte selskapet med sikte på å opprettholde selskapskapitalen, og gi aksjonærene gevinst og avkastning på deres investeringer, i tråd med aksjeselskapets vinningsformål. Dette følger forutsetningsvis av aksjeloven §§ 2-2 annet ledd og 5-20 første ledd nr. 5, jf. aksjeloven § 6-12 første ledd. Styret må således på generelt grunnlag forvalte

¹⁰⁶ Jf. punkt 5.3.7 og 5.3.8.

¹⁰⁷ Jf. Truyen (2005) side 373-374.

¹⁰⁸ Jf. Truyen (2005) side 374.

¹⁰⁹ Jf. Truyen (2005) side 209.

¹¹⁰ Aarbakke m.fl. (2017) side 551.

¹¹¹ Jf. Minde (2015) side 9 punkt 5.

selskapet i tråd med dette grunnleggende aksjerettslige utgangspunktet.¹¹² Dette må imidlertid skje innenfor rammen av generalklausulen i aksjeloven § 6-28 som sikrer det alminnelige aksjerettslige kravet til likebehandling av aksjonærene, samt kravet til å forvalte selskapet i henhold til vinningsformålet.¹¹³

Bestemmelsen setter med dette skranker for styrets handlingsrom når de skal utøve sin kompetanse etter den tildelte styrefullmakten, og styret må, som generalforsamlingen, passe på at aksjonærene ikke utsettes for urimelig forskjellsbehandling, eller at de fatter vedtak som går på aksjonærenes eller selskapets bekostning. Bestemmelsen utgjør et materielt vern mot styrebeslutninger for selskapets aksjonærer eller selskapets interesser.

Ved vurderingen av hvorvidt rettede emisjoner krenker forbudet mot myndighetsmisbruk, blir spørsmålet om «visse aksjeeiere eller andre» oppnår en «urimelig fordel på andre aksjeeieres [...] bekostning».¹¹⁴

5.3.3 Plikt- og rettighetssubjekt

Det første som skal behandles er hvem som omfattes som plikt- og rettighetssubjekter i bestemmelsen. Med dette menes hvem som er ansvarlig for myndighetsmisbruk og hvem som er de beskyttede interesser. Dette er av Truyen omtalt som inngangsvilkår. Vilkår som må være oppfylt for at det skal være aktuelt å se på urimeligheten ved en beslutning.¹¹⁵ Det første spørsmålet er hvem som er pliktsubjekter etter aksjeloven § 6-28.

Etter ordlyden skal ikke «styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet» foreta seg noe som vil være i strid med bestemmelsen. Aksjeselskapsrettslig representasjon er etter ordlyden påkrevd for at vedtak skal kunne anfektes etter regelen om myndighetsmisbruk i aksjeloven § 6-28 første ledd. Ved kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt er det vedtak fra selskapets styre som kan anfektes etter misbruksregelen. Generalforsamlingen besitter som hovedregel myndighet til å beslutte forhøyelse av aksjekapitalen. I aksjeloven § 10-14 første ledd kan generalforsamlingen delegerer denne kompetansen til «styret». Aksjeloven § 10-17 første ledd fastslår videre at emisjonsbeslutningen skal gjøres av styret. Aksjelovens ordlyd

¹¹² Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 502 til § 6-12.

¹¹³ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) på side 551 punkt 1.1.

¹¹⁴ Jf. Truyen (2005) side 374.

¹¹⁵ Jf. Truyen (2004) side 310.

taler for at det kun er styret som kan besitte den tildelte kompetansen, den kan ikke delegeres videre. Beslutning om kapitalforhøyelse innebærer en grunnleggende selskapsendring og påvirker aksjonærenes grunnleggende rettigheter. Dette er beslutninger av så stor viktighet, både for selskapet og aksjonærene, at kompetansen må være eksklusiv og ikke mulig å delegeres videre.¹¹⁶ Ved vurdering av det foreligger myndighetsmisbruk ved rettede emisjoner i henhold til styrefullmakt, er det etter dette styret som er pliktsubjekt.

Dernest er spørsmålet hvem som er rettighetssubjekt etter aksjeloven § 6-28 første ledd. Etter ordlyden kan ikke styret gjøre noe som er egnet til å gi «enkelte aksjeeiere eller andre» en urimelig fordel på «andre aksjeeieres eller selskapets bekostning». Når styret retter emisjonen mot «andre» kan dette for eksempel være ansatt i selskapet eller nye investorer som selskapet ønsker å knytte seg til. Enkelte av selskapets aksjonærer eller andre skal ikke oppnå en fordel på «andre aksjeeieres eller selskapets bekostning» som er urimelig. Etter ordlyden skal bestemmelsen beskytte aksjeeiere eller selskapet fra beslutninger som gir en urimelig fordel på deres bekostning. Ordlyden oppstiller med dette to rettighetssubjekter, og ordlyden «eller» henviser til at det er to alternative rettighetssubjekter.

5.3.4 Forbudet mot myndighetsmisbruk er rettet mot å «foreta noe»

Etter aksjeloven § 6-28 første ledd kan styret ikke «foreta noe» som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en «urimelig fordel» på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning. Ordlyden «foreta noe» innebærer at alle typer handlinger i forbindelse med styrets virke omfattes av forbudet mot myndighetsmisbruk i aksjeloven § 6-28 første ledd. Sammenlignet med bestemmelsen i aksjeloven § 5-21, hvor forbudet omfatter «beslutninger» i generalforsamlingen, er det et videre vern etter aksjeloven § 6-28 første ledd.

Bestemmelsen skal hindre at styret, som selskapets forvaltningsorgan, skal misbruke sin posisjon til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.¹¹⁷ Med dette omfatter bestemmelsens virkeområde enhver disposisjon som kan tenkes å gi noen en fordel på bekostning av aksjeeiere i selskapet eller selskapet for øvrig.¹¹⁸ I juridisk litteratur er det uttalt at «bestemmelsen ikke er begrenset til

¹¹⁶ Bråthen (2014) side 145.

¹¹⁷ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 550 til § 6-28.

¹¹⁸ Tilsvarende Truyen (2004) side 312; Aarbakke m.fl. (2017) på side 551.

avtaleinngåelse, og gjelder uansett om det er tale om en formell beslutning eller en faktisk handling uten tilknytning til noe bestemt styrevedtak». ¹¹⁹

Styrets oppgave er forvalte selskapet ut fra hva som er i selskapets interesse. ¹²⁰ Dette innebærer først og fremst en positiv plikt til å fremme det som er i selskapets interesse ved utøvelse av styrevervet. Andenæs har uttalt at «ledelsens plikt til å fremme selskapets interesser innebærer samtidig en viss plikt til ikke å fremme andre selskapsfremmede interesser (unnlatesplikter)». ¹²¹ Ved misbruksvurderingen må dette innebære at i tilfellet hvor styret fremmer interesser som ikke er selskapsrelevante, og således unnlater å fremme det som er i selskapets interesser, vil måtte kunne kvalifiseres som en unnlatelse til å «foreta noe» i selskapets interesse. En slik unnlatelse kan i den konkrete situasjonen være bestemmende for håndteringen av involverte rettigheter og plikter. Det må etter dette kunne legges til grunn at misbruksregelen omfatter både en positiv plikt til å fremme selskapets interesser i alt de foretar seg, i tillegg til en plikt til å ikke fremme hensyn som faller utenfor selskapets interesse. Ordlyden «foretar noe» favner således vidt, og omfatter alt styret foretar seg under utøvelse av styrevervet.

5.3.5 Beslutningen må være «egnet til» å gi noen en urimelig fordel

Aksjeloven § 6-28 første ledd oppstiller videre et krav må disposisjonen være «egnet til» å gi noen en urimelig fordel. Etter ordlyden er det ikke et krav om at beslutningen faktisk innebærer en urimelig fordel, det er tilstrekkelig at disposisjonen muligens kan gi noen en fordel på andres bekostning. At kravet må være «egnet til» å gi en urimelig fordel, er således et krav om potensiell kausalitet. ¹²² Dette innebærer at effekten av disposisjonen ikke må aktualiseres for at det skal foreligge en krenkelse av forbudet mot myndighetsmisbruk. Ved rettede emisjoner kan dette illustreres ved at aksjonærenes fortrinnsrett tilsidesettes, og emisjonen potensielt kan være egnet til å gi den forfordelte en urimelig fordel på de eksisterende aksjonærenes bekostning. For at emisjonen ikke skal være i strid med forbudet mot myndighetsmisbruk, kan det tenkes at emisjonen ivaretar selskapets interesser og fremmer andre formål som kan veie opp for tilsidesettelse av aksjonærenes krav til

¹¹⁹ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 551.

¹²⁰ Jf. Punkt 5.3.5.

¹²¹ Jf. Andenæs (2016) side 345.

¹²² Jf. Bråthen (2014) side 164; Truyen (2005) side 204.

likebehandling. Dette kan gjøre at beslutningen likevel ikke er egnet til å medføre en urimelig fordel.¹²³ Dersom det er klare langsiktige fordeler ved den rettede emisjonen, vil den nødvendigvis ikke være problematisk i forhold til misbruksvernet i aksjeloven § 6-28. Det vil imidlertid stille seg annerledes når langsiktige fordeler på selskapets hånd er usikre.

5.3.6 Urimelighetskravet, herunder kravene om saklig grunn og forholdsmessighet

Aksjeloven § 6-28 første ledd, og tilsvarende § 5-21, oppstiller et krav om at den mulige fordelingen må være «urimelig». Etter ordlyden omfatter misbruksreglene kun beslutninger som er egnet til å gi en «urimelig» fordel, og vil derfor ikke ramme enhver form for forskjellsbehandling mellom aksjonærene eller forfordeling på selskapets bekostning. «Urimelig» er et skjønsmessig begrep, og urimeligheten må derfor vurderes konkret i det enkelte tilfellet. Etter ordlyden må urimeligheten stå mellom en tilgodesett part og en forfordelt part. Dette innebærer at det må foretas en interesseavveining. Bestemmelsen legger opp til en skjønsmessig helhetsvurdering av hvorvidt beslutninger omfattes av misbruksvernet.¹²⁴ Ved rettede emisjoner innebærer dette en interesseavveining mellom den tilgodesette parten, og aksjonæren som har fått tilsidesatt sin fortrinnsrett. Hvorvidt urimelighetskravet er oppfylt, må bero på en konkret skjønsmessig vurdering med utgangspunkt i den enkelte styrebeslutning.

Ordlyden er vagt utformet, og gir ingen nærmere føringer for hva urimelighetskravet innebærer. Bestemmelsens utforming innebærer således at lovreguleringen gir lite forutsigbarhet og forutberegnelighet. I forarbeidene er det uttalt at bakgrunnen for at ordlyden er nokså «rund», er fordi bestemmelsen har karakter av en generalklausul.¹²⁵ Vurderingen, i kraft av bestemmelsens funksjon som generalklausul, vil på bakgrunn av dette kunne foretas etter enhver selskapsrettslig situasjon med henblikk på den konkrete situasjonen. Vilrådets nærmere innhold må søkes besvart ved bruk av andre rettskilder.

Urimelighetsvilkåret er i juridisk litteratur delt opp i to kumulative vilkår. For at beslutningen ikke skal være urimelig, må beslutningen være saklig begrunnet og forholdsmessig.¹²⁶

¹²³ Se Bråthen (2014) side 164.

¹²⁴ Jf. NUT 1970:1 side 123; Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) på side 111.

¹²⁵ Jf. NUT 1970:1 side 123.

¹²⁶ Jf. Bråthen (2014) side 159 flg.

Urimelighetsvilkåret omfatter således et saklighetskrav og et forholdsmessighetskrav, som begge må være oppfylt for at misbruksvernet i aksjeloven § 6-28 første ledd ikke skal være krenket. Saklighets- og forholdsmessighetskravet setter med dette skranker for styrets tildelte kompetanse til å beslutte rettet emisjon.

Før en nærmere analyse av urimelighetsvilkåret, nevnes kort at det er benyttet en til dels ulik terminologi av kravene som stilles under vilkåret om urimelighet. Bråthen benytter den nevnte terminologi om henholdsvis et saklighetskrav og krav til forholdsmessighet for å vurdere om en beslutning er i strid med lovens minoritetsvern.¹²⁷ Truyen benytter terminologien «inngrepsterskel» og «saklighetskrav».¹²⁸ Innholdet i vurderingene fremstår imidlertid ikke veldig forskjellige. Truyen fremholder at inngrepsterskelen gir et absolutt styringsrom for selskapets majoritetsaksjonærer.¹²⁹ Når inngrepsterskelen er oversteget, må man vurdere hvorvidt det er en saklig begrunnet beslutning. Saklighetskravet til Truyen innebærer «at det må foreligge proporsjonalitet mellom emisjonens umiddelbare krenkelse av aksjemajoriteten og de fordeler emisjonsbeslutningen samlet sett er egnet til å medføre».¹³⁰ Det må foreligge et minimum av forholdsmessighet mellom selskapets samlede gevinst, optimal avkastning på den enkelte aksje ved kapitalforhøyelsen, samt beskyttelse av grunnleggende aksjonærrettigheter.¹³¹ Dette saklighetskravet tilsvarer således forholdsmessighetskravet som oppstilles av Bråthen, som uttaler at «fordelene selskapet oppnår med den rettede emisjonen, skal avveies mot de ulemper som dermed påføres aksjeeierne».¹³² I denne avhandlingen er Bråthens terminologi med krav om saklig begrunnelse og krav til forholdsmessighet benyttet.¹³³ Lignende terminologi er også benyttet i tilknytning til likebehandlingskravet i verdipapirhandeloven § 5-14. Denne bestemmelsen gjelder imidlertid kun for allmennaksjeselskap som opptrer på børs.

¹²⁷ Jf. Bråthen (2014) side 159 flg.

¹²⁸ Se Truyen (2005) side 263.

¹²⁹ Jf. Truyen (2005) side 263.

¹³⁰ Jf. Truyen (2005) side 423.

¹³¹ Jf. Truyen (2005) side 352.

¹³² Jf. Bråthen (2014) side 185.

¹³³ Tilsvarende i Bråthen (2019) på side 183; Minde (2015) på side 10.

5.3.7 Krav til saklig begrunnelse for fravikelse av fortrinnsretten

For at styret i kraft av den tildelte kompetansen skal vedta en rettmessig beslutning, må den rettede emisjonen ikke være egnet til å gi en urimelig fordel på enkelte aksjonærens bekostning eller selskapets bekostning. Dette innebærer at beslutningen om innhenting av kapital ved rettede emisjoner må være saklig begrunnet og forholdsmessig når aksjonærens lovbestemte fortrinnsrett tilsidesettes. Ifølge juridisk teori er det en forutsetning for at en fordelaktig beslutning ikke skal anses urimelig, at den er saklig begrunnet.¹³⁴ Spørsmålet i det følgende omfatter hva kravet til saklig begrunnelse innebærer, samt hva som oppfattes som en saklig begrunnelse i forhold til rettede emisjoner i henhold til styrefullmakt.

Som nevnt gir lovens ordlyd ingen føringer for hva som omfattes av urimelighetskravet. Forarbeidene har imidlertid uttalt at en beslutning som kan medføre forskjellsbehandling eller som kan gå på bekostning av aksjonærene eller selskapet, må bygge på «et saklig forsvarlig grunnlag» for at beslutningen skal være rimelig.¹³⁵ Uttalelsen gir likevel ikke noe bidrag til hva saklighetskravet innebærer. Det er imidlertid uttalt om saklighetskravet i forbindelse med aksjeoverdragelse, at samtykkenekt «må være saklig begrunnet i hensynet til selskapets interesse».¹³⁶ Tilsvarende tolkning vedrørende saklighetskravet i misbruksreglene er lagt til grunn i rettspraksis og juridisk teori.

I underretts dom inntatt i RG-1996-491 (Frostating) om rettet emisjon, kom lagmannsretten til at fravikelse av aksjonærens fortrinnsrett ikke utgjorde en urimelig forskjellsbehandling av aksjonærene, og at emisjonen dermed ikke var i strid med generalklausulen i aksjeloven av 1976 § 9-16, tilsvarende dagens aksjelov § 5-21.¹³⁷ Dette har tilsvarende betydning for vurderingen av urimelighetskravet etter aksjeloven § 6-28. Lagmannsretten fremholdt at emisjonsvedtaket var saklig begrunnet i selskapets interesse, og derfor var beslutningen ikke urimelig i forhold til selskapets aksjonærer, og det faktum at aksjonærens fortrinnsrett var fraveket. Lagmannsretten uttrykte således at kravet til saklig begrunnelse innebærer at beslutningen må være i selskapets interesse. Dette er også i samsvar med hvordan juridisk litteratur har tolket kravet til saklig grunn.

¹³⁴ Jf. Bråthen (2014) side 161.

¹³⁵ Jf. Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) side 111-112 til § 8-14.

¹³⁶ Jf. NUT 1970:1 side 84.

¹³⁷ Lov 4. juni 1976 nr. 59 Lov om aksjeselskaper.

Andenæs har uttalt at selskapet

«etter omstendighetene [må] være berettiget til å fravike likhetsprinsippet i selskapets interesse uten at hver enkelt av de øvrige aksjonærer kan motsette seg fravikelsen. Eksempelvis kan selskapet etter omstendighetene være berettiget til å fravike de eldre aksjonæres fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse til fordel for bestemte eldre aksjonærer.»¹³⁸

Tilsvarende

«som et alminnelig synspunkt kan det sies at kapitalforhøyelsen og det som fastsettes om tegningskurs, fortrinnsrett mv må være egnet til å fremme selskapets interesse».¹³⁹

Aarbakke m.fl. har også fremholdt «at en fravikelse av fortrinnsretten til fordel for andre må være saklig begrunnet i selskapets interesse».¹⁴⁰ Videre har Minde uttalt at «saklighetsvilkåret innebærer ... at beslutningen objektivt sett må være begrunnet i selskapets interesse».¹⁴¹

Tilsvarende har Bråthen uttalt at når styret skal vurdere om det er saklig grunn til å gjennomføre en rettet emisjon «må det stilles krav om at de beslutninger styret fatter, er saklig begrunnet i selskapets interesse».

Sitatene kan tolkes dit hen at vurderingstemaet om hvorvidt det foreligger saklig grunn beror på om beslutningen er i selskapets interesse eller ikke. For selskapets styre betyr dette at en rettet emisjon må være begrunnet i selskapets interesse for at fravikelsen av aksjonærenes fortrinnsrett skal være saklig begrunnet, dette innebærer at aksjonærene som får fortrinnsretten fraveket antas å tjene på den rettede emisjonen på sikt.

Det er dermed ikke tvilsomt at styrets tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett være saklig begrunnet i selskapets interesse. Bråthen fremholder at dette er en følge av at «styret handler på vegne av selskapet».¹⁴²

¹³⁸ Jf. Andenæs (2016) side 129.

¹³⁹ Jf. Andenæs (2007) side 245.

¹⁴⁰ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 695.

¹⁴¹ Jf. Minde (2015) side 10.

¹⁴² Jf. Bråthen (2014) side 169 punkt 15.1.

Etter dette er det utvilsomt at saklighetskravet innebærer en vurdering av hvorvidt beslutning om fravikelse av fortrinnsretten er i selskapets interesse eller ikke. Dersom styret i henhold til fullmakten kan fravike aksjonærenes fortrinnsrett og rette emisjonen mot enkelte av selskapets aksjonærer eller andre investorer, må beslutningen etter dette kunne begrunnes i selskapets interesse. Det sentrale ved kravet til saklig begrunnelse er således spørsmålet om hva som inngår i «selskapets interesse».

5.3.8 Hva er i «selskapets interesse»?

Aksjeloven har ingen definisjon av hva som er i «selskapets interesse». Ordlyden kan imidlertid forstås som en henvisning til at beslutningen må være i tråd med selskapsrelevante hensyn. Dette innebærer at utenforliggende hensyn som ikke omfatter selskapets anliggende, ikke kan legges til grunn ved beslutning om fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett. Tilsvarende tolkning av ordlyden er gjort i juridisk litteratur.¹⁴³ Spørsmålet er således hva som er selskapsrelevante hensyn, og med dette en del av selskapets interesse.

Aksjeselskapsretten bygger på flere grunnleggende prinsipper. Hva som er i selskapets interesse må først og fremst knyttes til slike grunnleggende formål med aksjeselskapsformen. Et grunnleggende og sentralt formål med aksjeselskapskonstruksjonen, er å drifte selskapet på en måte som gir økonomisk avkastning for selskapet og selskapets aksjonærer.¹⁴⁴ Aksjonærer investerer som hovedregel i selskap for å få avkastning på investeringen. Å drifte selskapet for gevinstmaksimering, må derfor anses å være et hovedelement i selskapets interesse. En beslutning om rettet emisjon kan krenke vinningsformålet på kort sikt. Selskaper har imidlertid en interesse i å skape økonomisk avkastning på lang sikt, og vinningsformålet skal derfor vurderes i et langsiktig perspektiv.¹⁴⁵ Selskapets ledelse vil vanligvis utarbeide planer og strategier for drift av selskapet i tråd med virksomhetsformålet, med en forutsetning om langsiktig avkastning. En beslutning om rettet emisjon til favørkurs for å knytte en ansatt nærmere selskapet, vil for eksempel kunne krenke vinningsformålet på kort sikt. Emisjonen vil imidlertid kunne bidra til at den ansatte får motivasjon for videre arbeid, og således legger inn mer innsats i selskapet. Dette vil kunne bidra til at selskapet oppnår økonomisk avkastning i et mer langsiktig perspektiv, og vinningsformålet er med dette ikke krenket.

¹⁴³ Se Andenæs (2016) side 129; Bråthen (2014) side 184 punkt. 15.6.

¹⁴⁴ Jf. Truyen (2005) side 105 punkt 9.2.3.1; punkt 2.5.3 om vinningsformålet.

¹⁴⁵ Jf. Bråthen (2014) side 175 med videre henvisninger; Truyen (2005) side 109.

Aksjonæren som får sin fortrinnsrett fraveket, antas derfor også å tjene på den rettede emisjonen på sikt. En rettet emisjon til favørkurs kan derfor være saklig begrunnet i selskapets interesse, hvis det gir langsiktig økonomisk vinning.¹⁴⁶

Andre hensyn inngår også i selskapsinteressen. Dette kommer blant annet til uttrykk Høyesteretts uttalelser i Rt-1999-1682 (Østlendingen) og Rt-2013-241 (Stangeskovene). Begge avgjørelsene gjelder saklighetskravet i forhold til samtykkekrav ved aksjeoverdragelse. Avgjørelsene kan likevel benyttes til å illustrere hvilke hensyn som gjør seg gjeldende ved vurderingen av saklighetskravet og selskapsinteressen ved misbruksreglene. Høyesterett har i Rt-1999-1682 (Østlendingen) uttalt at det er nødvendig å «vektlegge selskapets formål, drift og egenart for øvrig» ved vurdering av om det foreligger saklig grunn.¹⁴⁷ Videre har Høyesterett i Rt-2013-241 (Stangeskovene) uttalt at styret må begrunne at beslutningen har «tilstrekkelig og reell rot i selskapets virksomhet».¹⁴⁸ Dette innebærer at selskapets styre må begrunne hvorfor en fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett for å gjennomføre en rettet emisjon, er i samsvar med selskapets virksomhetsformål.¹⁴⁹ Selskapets virksomhetsformål fremgår av selskapets vedtekter, jf. aksjeloven § 2-2 første ledd nr. 2 jf. annet ledd. Virksomhetsformålet begrenser, sammen med vinningsformålet, styrets handlingsrom ved beslutning om innhenting av kapital ved rettede emisjoner.¹⁵⁰

Selskapets interesse innebærer således at selskapet skal driftes innenfor selskapets vedtektsfestede virksomhetsformål, på en måte som gir økonomisk avkastning på sikt. Et alminnelig utgangspunkt ved vurderingen er «at aksjeeierne ikke kan motsette seg et flertallsvedtak som fremmer selskapets vinningsformål og som fremmer samtlige aksjeeieres interesse i avkastning og verdistigning på aksjene», vanligvis er i selskapets interesse.¹⁵¹

I juridisk litteratur er det lagt til grunn at aksjeselskaper har en egen interesse utover hva som er i aksjonærfellesskapets interesse.¹⁵² Dette vil ha betydning ved vurdering av rettet emisjon.

¹⁴⁶ Jf. Truyen (2005) side 388.

¹⁴⁷ Jf. Rt-1999-1682 side 1692.

¹⁴⁸ Jf. Rt. 2013 s. 241 avsnitt 50.

¹⁴⁹ Jf. Bråthen (2014) side 176 punkt 15.3 med videre henvisning.

¹⁵⁰ Se Bråthen (2014) side 176-179; Andenæs (2016) side 48.

¹⁵¹ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 419.

¹⁵² Jf. Bråthen (2014) side 173-174 med videre henvisninger, og side 175.

Aarbakke m.fl. har uttalt at

*«hovedsaken i urimelighetskravet er at et vedtak som gir en aksjeeier eller utenforstående en fordel på selskapets eller visse aksjeeieres bekostning, må ha et saklig og forsvarlig grunnlag i selskapets og aksjeeierfellesskapets interesse».*¹⁵³

Videre er det uttalt om aksjeloven § 6-28 at «første ledd [...] i generell form [gir] uttrykk for prinsippet om at styret skal søke å fremme selskapets og aksjeeiernes felles interesser i at selskapskapitalen øker og at aksjeeierne får avkastning på deres investeringer i selskapet».¹⁵⁴

Det fremstilles således et skille mellom selskapets interesse og aksjeeierfellesskapets interesse. Ifølge Bråthen er imidlertid det sentrale med selskapsinteressen hva som er i selskapets egen interesse, og det er selskapets interesse i langsiktig økonomisk vinning.¹⁵⁵

Det må etter dette legges til grunn at styrets beslutning om å fravike aksjonærenes fortrinnsrett må være fattet av hensyn til selskapets egeninteresse i langsiktig økonomisk avkastning. Hvor det er motstrid mellom ulike interesser, må selskapets egen interesse i økonomisk vinning være avgjørende ved beslutning.¹⁵⁶ Dersom den rettede emisjonen er i selskapets interesse, vil tilsidesettelsen av aksjonærenes fortrinnsrett være rimelig selv om emisjonen krenker aksjonærenes grunnleggende rettigheter i selskapet. Hvorvidt kravet til saklig grunn er oppfylt, må avgjøres etter en konkret vurdering av om beslutningen om rettet emisjon er i selskapets interesse eller tilsidesettelsen av fortrinnsretten beror på hensyn som ikke kan begrunnes i selskapets egeninteresse.

5.3.9 Er den rettede emisjonen saklig begrunnet i selskapets interesse?

Det kan være ulike behov som gjør det aktuelt å fravike aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett for å rette emisjonen mot spesifikke aksjonærer eller investorer. Når styret skal vurdere hvorvidt fravikelsen er i tråd med reglene om myndighetsmisbruk, må de se til at beslutningen er saklig begrunnet i selskapets interesse. I det videre vil det vurderes om følgende tilfeller er saklig begrunnet i selskapets interesse, og således innenfor styrets handlingsrom; rettede emisjoner mot selskapet ansatte, rettet emisjon mot nye investorer med

¹⁵³ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 419.

¹⁵⁴ Jf. Aarbakke m.fl. (2017) side 551.

¹⁵⁵ Jf. Bråthen (2014) side 175.

¹⁵⁶ Jf. Bråthen (2014) side 174 med videre henvisning.

formål om samarbeid, dernest rettet emisjon mot enkelte av selskapets aksjonærer eller nye investorer ved kapitalbehov.

Det første tilfellet er hvor selskapet retter emisjonen mot nye investorer. Dette gjelder for eksempel selskapets ansatte eller andre nøkkelpersoner som selskapet ønsker å knytte seg til. Selskapet kan typisk fravike aksjonærenes fortrinnsrett når det er behov for å lage en incentivordning for ansatte i selskapet. Styrets vurdering beror på hvorvidt en rettet emisjon mot selskapets ansatte på bekostning av aksjonærenes fortrinnsrett, er saklig begrunnet i selskapets interesse. Forarbeidene har i forbindelse med spørsmål om tegningsrett til ansatte i selskapet, uttalt at det kan være i selskapets interesse at ansatte i selskapet tegner aksjer i forbindelse med en emisjon.¹⁵⁷ En rettet emisjon mot selskapets ansatte kan for eksempel være for å skape et incentiv til de ansattes innsats i selskapet, eller å knytte en ansatt som har en særlig viktig rolle i selskapet, nærmere selskapet. Tegningstilbud kan med dette skape motivasjon til å legge ned mer arbeid på selskapets vegne. Det vil da kunne tjene vinningsformålet, og også aksjonærenes interesser.¹⁵⁸ En slik emisjon vil ofte være basert på selskapsrelevante hensyn, særlig hensynet til økonomisk vinning på sikt. I RG-2001-841 (Gulating) var følgende tilfelle. Det ble i generalforsamling besluttet aksjeemisjon til fordel for selskapets ansatte. Beslutningen var en incentivordning for å få de ansatte inn på eiersiden i selskapet. Formålet var å stimulere de ansatte til økt innsats i selskapet, og sikre ansatte medinnflytelse i selskapet. Lagmannsretten kom til at beslutningen var saklig begrunnet i selskapets interesse. I tilfeller hvor styret tilbyr ansatte å tegne aksjer til favørkurs for å motivere til aksjetegning, kan det stille seg annerledes.¹⁵⁹ Ut fra et synspunkt om økonomisk vinning, må en kunne anta at selskapet vil få mer igjen av å rette emisjonen mot andre investorer. Dette vil kunne føre til økonomisk vinning på kort sikt. Det er imidlertid ikke bare kapitaltilførsel som kan være saklig begrunnet i selskapets interesse. En rettet emisjon mot ansatte i selskapet vil kunne bidra til at den ansatte tar eierskap til egne arbeidsoppgaver i selskapet. En eierandel vil føre økt arbeidsinnsats i selskapet, og at den ansatte opptrer lojalt mot selskapet.¹⁶⁰ At styret gjennomfører rettet emisjon mot ansatte i selskapet kan derfor være en strategi for å bringe selskapet videre, noe som bidrar til økonomisk vinning på sikt. En

¹⁵⁷ NUT 1970:1 side 93-94.

¹⁵⁸ Se Bråthen (2014) side 222; Truyen (2004) side 322.

¹⁵⁹ Jf. Bråthen (2014) side 222 punkt 17.4.1.

¹⁶⁰ Jf. Bråthen (2014) side 222 punkt 17.4.1 med videre henvisninger.

tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett for å rette emisjonen mot ansatte kan på bakgrunn av dette være saklig begrunnet i selskapets interesse.

Spørsmålet er videre om det kan være saklig begrunnet i selskapets interesse å rette emisjonen mot en ny investor med den intensjon å etablere grunnlag for samarbeid med vedkommende. Situasjonen er at aksjonærenes fortrinnsrett settes til side for en emisjon til favørkurs rettet mot en spesifikk investor. Dette kan for eksempel være hvor en investor innehar særlige kvalifikasjoner som selskapet ønsker å knytte seg til, og som selskapet vil kunne få en langsiktig avkastning på. Situasjonen kan videre være at investoren har en finansiell balast som kan gi bidrag ved senere tilfeller av kapitalbehov, for eksempel ved utvikling av selskapet i forbindelse med fremtidige planer. Investoren vil med dette knyttes til selskapet med et strategisk mål om at vedkommende kan bidra med kapital ved kommende planer i selskapet. I slike tilfeller, må det kunne antas at styrets beslutning om å tilsidesette aksjonærenes fortrinnsrett, er i tråd med kravet til saklig grunn i selskapets interesse. En slik rettet emisjon vil tjene vinningsformålet på sikt, og aksjonærene vil også nyte godt av dette. Emisjonen vil i tillegg kunne bidra til å oppnå strategiske mål som ligger innenfor selskapets virksomhetsformål. Så lenge den rettede emisjonen er begrunnet i selskapsrelevante hensyn, må beslutningen være i tråd med saklighetskravet.

Dernest er tilfellet hvor styret retter emisjonen mot enkelte av selskapets eksisterende aksjonærer. Spørsmålet er hvordan en fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett for å rette emisjonen mot enkelte av selskapets aksjonærer er saklig begrunnet i selskapets interesse. En slik emisjon vil bryte med likhetsprinsippet, da enkelte aksjonærer får delta i emisjonen på bekostning av resterende aksjonærer i selskapet. I hvilken grad likhetsprinsippet kan fravikes, kan illustreres ved bruk av rettsavgjørelser.

I RG-1993-737 (Nordmøre herredsrett) hadde et selskap vedtatt å utvide aksjekapitalen til pari kurs ved rettet emisjon mot selskapets hovedaksjonær. Etter et overslag fant retten at aksjenes verdi oversteg aksjenes pålydende, og spørsmålet var om det var rimelig at kapitalutvidelsen ble gjennomført til pari kurs. Retten kom etter en samlet vurdering frem til at den rettede emisjonen ikke var en urimelig tilsidesettelse av en minoritetsaksjonærens rettigheter. Riktignok trakk det i retning av urimelighet at hovedaksjonæren ved å tegne aksjene til pari kurs samtidig fikk overført verdier i selskapet som følge av selskapets verdi. Det ble imidlertid avgjørende for slutningen at den rettede emisjonen var nødvendig for at selskapet skulle få støtte fra Distriktenes Utbyggingsfond. Tilskuddet ville bedre likviditeten i

selskapet. Minoritetsaksjonæren hadde i det videre fått tilbud om å være med på emisjonen. Emisjonen var begrunnet i selskapsrelevante hensyn og ville gi selskapet økonomisk vinning på sikt. Tilskuddet ville i tillegg gagne alle selskapets aksjonærer. En forfordeling av selskapets hovedaksjonær var derfor saklig begrunnet i selskapets interesse om langsiktig økonomisk vinning.

I dom inntatt i RG-1996-491 (Frostating) kom lagmannsretten til at et akutt kapitalbehov kan begrunne tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett til fordel for enkelte av selskapets aksjonærer. Saken gjaldt et selskap som over flere år hadde gått med underskudd, og virksomheten ble drevet for kreditorenes regning. Selskapets aksjekapital ble nedskrevet til null, for deretter å tegne ny aksjekapital ved rettet emisjon til fire aksjonærer, deriblant en av selskapets tidligere aksjonærer.¹⁶¹ Lagmannsretten fremholdt at hensynet til selskapet i slike situasjoner må gå foran hensynet til aksjonærene, og uttalte at «dette synes selvfølgelig når det er på det rene at ordinær drift ikke kan gjenreise egenkapitalen inne overskuelig fremtid». Et grunnleggende hensyn i aksjeselskapsretten er hensynet til selskapets kreditorer. Dette er en følge av aksjeselskapskonstruksjonen og aksjonærenes begrensede ansvar for selskapets forpliktelser. Det synes derfor helt nødvendig å sette selskapet og deres ansvar overfor kreditorene i første rekke, når kapitalbehovet var særlig akutt. I slike situasjoner finnes også en rekke bestemmelser i aksjeloven begrunnet i hensynet til selskapets kreditorer. Dette gjelder blant annet kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet i aksjeloven § 3-4 og styrets handleplikt når egenkapitalen antas å være lavere enn forsvarlig «ut fra risikoen ved omfanget av virksomheten i selskapet», jf. aksjeloven § 3-5. Lagmannsretten påpekte at selskapets styre hadde kontaktet potensielle investorer for å avbøte situasjonen uten at man kom frem til en løsning på kapital situasjonen i selskapet. På bakgrunn av selskapets situasjon var beslutningen om å nedsette aksjekapitalen til null, for så å tilsidesette fortrinnsretten ved rettet emisjon saklig begrunnet i selskapets interesse.¹⁶² Fordelen for den ene aksjonæren og de nye investorene sto ikke i forhold til den risiko selskapet ble utsatt for ved å opprettholde fortrinnsretten. Behovet for kapital, samt vern av selskapets kreditorer, gikk foran den interesse selskapets aksjonærer måtte ha i fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning var uansett uforutsett på bakgrunn av den prekære situasjonen i selskapet.

¹⁶¹ Jf. RG-1996-491 (Frostating).

¹⁶² Jf. RG-1996-491 (Frostating).

I dom inntatt i RG-2005-1409 (Sør-Gudbrandsdal tingrett) fastslo retten at nedskrivning av aksjekapitalen til null og kapitalforhøyelse ved rettet emisjon var ugyldig som følge av myndighetsmisbruk etter aksjeloven § 5-21. Saken gjaldt et selskap som var i en særlig vanskelig økonomisk situasjon med et akutt kapitalbehov. Selskapet hadde i likhet med selskapet i dom inntatt i RG-1996-491 (Frostating), jobbet for å skaffe investorer uten å finne en løsning på situasjonen. Emisjonen ble rettet mot H.M Holding AS som selskapets styreleder sto bak. Vedkommende sto også bak selskapet som var hovedaksjonær. Både H.M Holding AS og selskapets øvrige aksjonærer ønsket å delta i kapitalforhøyelsen, og emisjonen utgjorde derfor et klart brudd på likhetsprinsippet. Vurderingen angikk hvorvidt selskapsrelevante hensyn kunne begrunne en slik krenkelse av aksjonærenes økonomiske og organisatoriske rettigheter. Etter rettens mening kunne ikke «selskapets behov for å få tilført kapital [...] i seg selv begrunne fravikelsen av aksjonærenes fortrinnsrett til tegning av aksjer».¹⁶³ Videre fremholdt retten at selskapets interesser ikke var vesentlig bedre tjent med at kapitaltilførselen alene kom fra H.M Holding AS. Samtidig ga resterende aksjonærer uttrykk for en evne og vilje til å bidra med kapital til videre drift av selskapet. Beslutningen var derfor ikke begrunnet i selskapsrelevante hensyn, og var ikke saklig begrunnet i selskapets interesse.

Tilfeller hvor selskapet tilsidesetter aksjonærenes fortrinnsrett, for å rette opp balanseforholdet i selskapet etter en tidligere emisjon, kan også være saklig begrunnet i selskapets interesse. En slik reparasjonsemisjon innebærer at forbigåtte aksjonærer gis anledning til å tegne seg i etterkant. Det vil kunne være saklig begrunnet i selskapets interesse at alle aksjonærene får like rettigheter i selskapet, og at et endret maktforhold som følge av en tidligere rettet emisjon gjenopprettes slik det var før emisjonen.

Oppsummert kan man legge til grunn at selskapets interesse vil begrense hva som er innenfor styrets handlingsrom når styret skal beslutte en rettet emisjon mot enkelte aksjonærer i selskapet eller nye investorer. Aksjonærenes krav til likebehandling og vernet av minoriteten og den enkelte aksjonær, ligger i at den rettede emisjonen må være i selskapets interesse for å være gyldig.

¹⁶³ Jf. RG-2005-1409 (Sør-Gudbrandsdal tingrett).

5.3.10 Kravet til forholdsmessighet ved fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett

Forutsatt at en rettet emisjon er saklig begrunnet i selskapets interesse, er det videre et krav om at tilsidesettelsen av aksjonærenes fortrinnsrett må være forholdsmessig. Styret kan ikke foreta seg noe som er egnet til å gi «visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning». Etter ordlyden er det ikke tillatt å tilgodese noen på aksjeeieres eller selskapets bekostning på en måte som er urimelig. En rettet emisjon innebærer en krenkelse av aksjonærens lovbestemte fortrinnsrett. Et krav om forholdsmessighet må bety at formålet med å fravike fortrinnsretten, må stå seg mot den ulempe emisjonen medfører for aksjonærene som den rettede emisjonen går på bekostning av.¹⁶⁴ Etter ordlyden er det etter dette rettsstridig å gi noen en uforholdsmessig fordel. Når styret skal vedta rettede emisjoner må de påse at det er forholdsmessighet mellom de fordeler selskapet får, i forhold til de ulempene som påføres aksjonærene som får sin fortrinnsrett tilsidesatt.¹⁶⁵ Aksjeloven gir ikke ytterligere bidrag til forståelsen av forholdsmessighetskravet, enn at vurderingen beror på en konkret skjønsmessig helhetsvurdering, jf. ordlyden «urimelig». Utgangspunktet for vurderingen er derfor den konkrete situasjonen i selskapet.¹⁶⁶

Flere momenter er relevant ved forholdsmessighetsvurderingen.¹⁶⁷ Når styret skal vurdere fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett, må styret som utgangspunkt velge den finansieringsmåten som er minst inngripende overfor aksjonærene i selskapet, samtidig som alternativet i tilstrekkelig grad ivaretar selskapets interesse.¹⁶⁸ Dette innebærer at styret må vurdere om selskapet kan forhøye aksjekapitalen på en annen måte enn ved rettet emisjon. For eksempel med en fortrinnsrettsemisjon. Dersom det finnes handlingsalternativer som er mindre inngripende overfor aksjonærene, taler dette for at beslutningen er uforholdsmessig i forhold til de fordeler selskapet oppnår.¹⁶⁹ Hvilke handlingsalternativer som er aktuelle, vil måtte bero på hvilke formål som ligger til grunn for kapitalforhøyelsen, samt hvordan

¹⁶⁴ Jf. Bråthen (2014) side 185; Truyen (2005) side 319.

¹⁶⁵ Jf. Bråthen (2014) side 166.

¹⁶⁶ Jf. Bråthen (2014) side 190.

¹⁶⁷ Jf. Bråthen (2014) side 190-213.

¹⁶⁸ Jf. Bråthen (2014) side 189-190; Truyen (2005) side 398.

¹⁶⁹ Jf. Bråthen (2014) side 189.

selskapets situasjon er i det konkrete tilfellet. Dersom det finnes et midlere alternativ for innhenting av kapital, og at særlige hensyn gjør at emisjonen ikke bør rettes, vil fravikelse av fortrinnsretten ikke være forholdsmessig.

Videre beror beslutningens forholdsmessighet på aksjeeiernes evne og vilje til å delta i kapitalforhøyelsen.¹⁷⁰ Dersom aksjonærene ikke kan eller vil tegne aksjer ved en kapitalforhøyelse, taler dette for at en beslutning om å tilsidesette fortrinnsretten er forholdsmessig. Det stiller seg motsatt hvis aksjonærene ønsker å delta i emisjonen. En aksjonær kan imidlertid ha vilje, men likevel ikke evne til å være med på en emisjon. Da kan det tale for at det er forholdsmessig å tilsidesette fortrinnsretten for å gå for en annen løsning. I RG-1996-491 (Frostating), som fremholdt ovenfor, hadde styret jobbet for å finne investorer som kunne hjelpe selskapet ut av et omfattende kapitalbehov etter mange år i underskudd. Saksøker ønsket å delta på kapitalforhøyelsen, samt bidra med finansiering utover dette. Lagmannsretten mente imidlertid det var forholdsmessig at selskapet valgte å rette emisjonen mot nye investorer, da deres finansieringsløsning var den «eneste reelle mulighet til å berge selskapet» slik situasjonen var i selskapet på det konkrete tidspunktet.¹⁷¹ Begrunnelsen var at saksøkers løsning ikke var en «helhetlig finansieringspakke» som ville sikre fremtidig drift, selv om vedkommende selv mente at han hadde kapital til å klare en slik oppgave.¹⁷² Vedkommende hadde vilje, men ikke evne til å bistå selskapet med finansiering i tilstrekkelig grad. På grunn av selskapets prekære kapitalbehov, valgte selskapet en annen løsning. At selskapet satt til side aksjonærens fortrinnsrett var derfor forholdsmessig ut fra den situasjonen selskapet sto ovenfor.

En rettet emisjon vil føre til at aksjonærenes rettigheter utvannes, og utvanningen skjer uavhengig av om emisjonen er rettet mot nye investorer eller selskapets aksjonærer.¹⁷³ Graden av utvanningen er derfor et moment i forholdsmessighetsvurderingen.¹⁷⁴ Herunder tegningskursen og antall utstedte aksjer, som begge påvirker i hvilken grad aksjonærenes rettigheter påvirkes av emisjonen.¹⁷⁵ Det første spørsmålet er på hvilken måte tegningskursen

¹⁷⁰ Jf. Bråthen (2014) side 191.

¹⁷¹ Jf. RG-1996-491 (Frostating).

¹⁷² Jf. RG-1996-491 (Frostating).

¹⁷³ Jf. Bråthen (2014) side 192.

¹⁷⁴ Jf. Bråthen (2014) side 201.

¹⁷⁵ Jf. Bråthen (2014) side 201 og 211.

påvirker aksjonærenes rettigheter ved en rettet emisjon. Utgangspunktet for tegningskursen er aksjelovens forbud mot å sette kursen lavere enn aksjenes pålydende, jf. aksjeloven § 10-12 fjerde ledd, jf. § 2-12 første ledd første punktum. Tilsvarende gjelder ved kapitalforhøyelse i henhold til styrebeslutning, jf. aksjeloven § 10-19 første ledd. En rettet emisjon må være saklig begrunnet i selskapets interesse. Med dette menes at tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett først og fremst må begrunnes i hensynet til langsiktig økonomisk vinning. Dette taler for at utover aksjenes pålydende, må det være i selskapets interesse å få høyest mulig kurs for de utstedte aksjene.¹⁷⁶ Det er imidlertid vanlig at utstedte aksjer ved en rettet emisjon tegnes til favørkurs.¹⁷⁷ En favørkurs foreligger normalt dersom de emitterte aksjenes verdi er lavere enn aksjenes virkelige verdi.¹⁷⁸ Som stadfestet ovenfor, vil en favørkurs vanligvis bidra til at selskapet oppnår langsiktig økonomisk vinning, og således blir selskapets interesse ivaretatt. Det vil imidlertid innebære en verdimessig utvanning av eksisterende aksjonærens eierandel i selskapet. Når tegningskursen settes lavt, vil aksjene som er gjenstand for tegning ved kapitalforhøyelse, inneha en betydelig verdi. Med dette menes at aksjen kan være verdt mer enn det tegningskursen tilsier, derfor vil en rettet emisjon også kunne krenke vinningsformålet.¹⁷⁹ En del av selskapets verdi vil således bli overført til aksjetegneren. På den annen side vil favørkurs kunne sikre at selskapet oppnår ønsket om å knytte seg til en aktuell investor, som igjen vil kunne sikre en langsiktig økonomisk vinning. Truyen har uttalt at det ved strategiske allianser kan foretas en rettet emisjon til favørkurs, «så lenge utvanningen av verdier dekkes opp av fremtidige fordeler ved samarbeidet».¹⁸⁰ Hvorvidt det foreligger en favørkurs må aksjene som utstedes og aksjeinnskuddet verdsettes.¹⁸¹ Nærmere drøftelser av tegningskurs og verdsettelsesprinsipper vil imidlertid ikke behandles, da det faller utenfor oppgavens omfang.

Dernest er kapitalforhøyelsens relative størrelse et moment ved vurderingen av forholdsmessigheten etter aksjeloven § 6-28 første ledd.¹⁸² Spørsmålet er på hvilken måte

¹⁷⁶ Jf. Bråthen (2014) side 201.

¹⁷⁷ Jf. Bråthen (2014) side 201 med videre henvisninger.

¹⁷⁸ Jf. Truyen (2005) side 382.

¹⁷⁹ Jf. Truyen (2005) side 374.

¹⁸⁰ Jf. Truyen (2005) side 407.

¹⁸¹ Jf. Bråthen (2014) side 202.

¹⁸² Jf. Bråthen (2014) side 211.

antall utstedte aksjer påvirker aksjonærenes rettigheter ved en rettet emisjon. Hvor mange aksjer som blir utstedt ved en rettet emisjon vil påvirke i hvilken grad aksjonærenes økonomiske og organisatoriske rettigheter blir utvannet.¹⁸³ Dersom et selskap har et antall på 1000 aksjer, og utsteder 10 aksjer i forbindelse med en rettet emisjon, tilsvarer dette i underkant av en prosent av selskapets totale aksjepost. Dette er en relativ liten andel av selskapets aksjer, som ikke kan anses uforholdsmessig.¹⁸⁴ Dersom selskapet derimot utsteder 500 nye aksjer, innebærer dette en økning på 50 prosent. Investoren eller aksjonæren som tegner aksjer ved den rettede emisjonen, får således tegne en aksjepost som tilsvarer en tredel av totalt antall aksjer. Dette er en betydelig størrelse av aksjekapitalen i selskapet. Det skal derfor mer til for å finne kapitalforhøyelsen forholdsmessig i forhold til aksjonærene som får sin fortrinnsrett tilsidesatt. Det er en betydelig forskjell mellom graden av utvanning i de to eksemplene, som viser at antall utstedte aksjer derfor har stor betydning for hvilken grad selskapets eksisterende aksjonærer blir utvannet. Det er derfor et viktig moment ved forholdsmessigheten av den rettede emisjonen. I RG-2001-841 (Gulating) var det gjennomført en rettet emisjonen mot selskapets ansatte med en intensjon om å bringe de ansatte inn på eiersiden. Lagmannsretten kom til at emisjonen ikke innebar en fordel for de ansatte. Den rettede emisjonen sto ikke i et urimelig forhold til eksisterende aksjonærers interessert i selskapet. Etter emisjonen hadde selskapets eldre aksjonærer ca 80% av stemmene på generalforsamlingen. For lagmannsretten var dette et moment som talte for at kapitalforhøyelsen var rimelig. Motsatt stilte det seg i RG-1990-1114 (Gulating). Saken gjaldt et datavarehus som gjennomførte en rettet emisjon med den hensikt å tildele ansatte i selskapet aksjer for derved å knytte dem nærmere til selskapet. Formålet var å sikre de ansatte økende innflytelse i selskapet. Lagmannsretten la til grunn at rettet emisjon mot selskapets ansatte var ugyldig, da emisjonsbeslutningen krenket aksjonærenes rettigheter. Begrunnelsen var at den rettede emisjonen utgjorde en uforholdsmessig endring av maktforholdet i selskapet. De nye aksjonærene i selskapet ville oppnå en uforholdsmessig fordel på bekostning av de gamle aksjonærene, som ikke lenger var ansatt i selskapet.

Det er videre et moment i vurderingen hvorvidt selskapet skal, eller planlegger, å gjennomføre reparasjonsemisjon.¹⁸⁵ En reparasjonsemisjon innebærer at aksjonærene som

¹⁸³ Jf. Bråthen (2014) side 211.

¹⁸⁴ Jf. Bråthen (2014) side 211.

¹⁸⁵ Jf. Bråthen (2014) side 211.

fikk fortrinnsretten tilsidesatt ved den rettede emisjonen, får mulighet til å tegne aksjer ved en ny kapitalforhøyelse på samme vilkår som den første kapitalforhøyelsen.¹⁸⁶

Reparasjonsemisjonen skal således rette opp den utvanningen som skjedde ved den første emisjonen, og ivareta aksjonærenes rett til en forholdsmessig del av aksjene i selskapet. Det har imidlertid betydning om reparasjonsemisjonen skjer samtidig, eller i ettertid av den rettede emisjonen. Som følge av at vurderingstemaet etter aksjeloven § 6-28 er hvilke potensielle virkninger styrets beslutning om rettet emisjon har på beslutningstidspunktet, vil kun en reparasjonsemisjon som skjer samtidig med en rettet emisjon være relevant ved forholdsmessighetsvurderingen.¹⁸⁷ En senere reparasjonsemisjon vil derfor ikke ha betydning ved vurdering av forholdsmessigheten av en rettet emisjon.¹⁸⁸

Dernest er det et moment hvorvidt emisjonen rettes mot visse aksjonærer i selskapet eller nye investorer. En rettet emisjon mot enkelte av selskapets aksjonærer innebærer en krenkelse av likhetsprinsippet, og vil alltid innebære en omfordeling av aksjonærenes organisatoriske rettighet, og kan derfor også medføre en endring i maktforholdet i selskapet.¹⁸⁹ Videre vil en rettet emisjon mot enkelte aksjonærer til favørkurs i tillegg innebære en forskjellsbehandling av aksjonærenes økonomiske rettigheter.¹⁹⁰ Det er derfor nødvendig med særlige begrensninger når styret skal beslutte en rettet emisjon mot enkelte av selskapets aksjonærer.¹⁹¹ Som påpekt ovenfor, har aksjonærene et grunnleggende krav til lik behandling i selskapet, og likhetskravets materielle side kommer til uttrykk i aksjelovens generalklausuler.¹⁹² Imidlertid kan ikke likhetsprinsippet strekkes så langt at det går utover selskapets effektivitet og fleksibilitet. Disse hensynene blir ivaretatt gjennom vinningsformålet.¹⁹³ Ved forholdsmessighetsvurderingen innebærer dette at det må foretas en avveining av hensynet til aksjonærene som får krenket sitt krav på likebehandling og selskapets interesse i økonomisk vinning.¹⁹⁴ Hvorvidt kravet til likebehandling skal veie

¹⁸⁶ Jf. Bråthen (2014) side 212.

¹⁸⁷ Jf. Bråthen (2014) side 212.

¹⁸⁸ Jf. Bråthen (2014) side 212.

¹⁸⁹ Jf. Bråthen (2014) side 192 med videre henvisninger; Truyen (2005) side 388.

¹⁹⁰ Se Truyen, 2005, side 370 og 374.

¹⁹¹ Jf. Bråthen (2014) side 192.

¹⁹² Jf. Punkt 2.3.2 om likhetsprinsippet.

¹⁹³ Jf. Truyen (2005) side 113; Bråthen (2014) side 193-194 punkt 16.3.4.1.

¹⁹⁴ Jf. Andenæs (2016) side 129; Bråthen (2014) side 194.

tyngre enn vinningsformålet, eller motsatt, beror på situasjonen i det konkrete tilfellet, og styret må derfor vurdere situasjonen i selskapet ved beslutning.¹⁹⁵ En krenkelse av likhetskravet vil lettere være uforholdsmessig i selskaper hvor det er få aksjeeiere, mens det vil stille seg motsatt i selskaper med mange aksjeeiere og spredt eierskap.¹⁹⁶ I små selskaper er det ikke alltid at vinningsformålet er det overordnede hensyn ved selskapets drift, på grunn av dette skal det mer til for at en beslutning som krenker likhetsprinsippet er forholdsmessig.¹⁹⁷

Videre fremholder Bråthen at dersom emisjonen rettes mot selskapets majoritetsaksjonærer, skal det mer til for at forskjellsbehandlingen er forholdsmessig.¹⁹⁸ Minoritetsaksjonærene kan ved en slik kapitalforhøyelse miste grunnleggende minoritetsrettigheter i selskapet.¹⁹⁹ En slik emisjon vil ikke bare innebære en økonomisk utvanning, men også en organisatorisk utvanning. Et alternativ kan være å gjennomføre en reparasjonsemisjon for minoritetsaksjonærene samtidig med den rettede emisjon for å unngå at minoriteten utvannes på en uforholdsmessig måte.²⁰⁰ En samtidig reparasjonsemisjon vil således trekke i retning av at en rettet emisjon mot majoritetsaksjonærer er forholdsmessig.

En rettet emisjon mot enkelte av selskapets aksjonærer vil medføre en forskjellsbehandling av selskapets aksjonærer. Hvorvidt en slik beslutning er forholdsmessig i forhold til de øvrige aksjonærene, må imidlertid bero på en vurdering av flere momenter på grunnlag av den konkrete situasjonen i selskapet.

Forholdsmessighetskravet begrenser styrets handlingsrom, og setter grenser for hvor langt styret kan gå for å ivareta selskapets interesse på den enkelte aksjonærs bekostning.²⁰¹ Alle momentene som er gjennomgått ovenfor inngår i forholdsmessighetsvurderingen. Som eksempel på forholdsmessighetsvurderingen, vil det i det videre foretas en vurdering forholdsmessighetsvilkåret hvor selskapet står overfor et akutt kapitalbehov.

¹⁹⁵ Jf. Bråthen (2014) side 195; Andenæs (2016) side 129.

¹⁹⁶ Jf. Truyen (2005) side 388; Bråthen (2014) side 195.

¹⁹⁷ Jf. Bråthen (2014) side 195.

¹⁹⁸ Jf. Bråthen (2014) side 196.

¹⁹⁹ Jf. Punkt 2.3.5.

²⁰⁰ Jf. Bråthen (2014) side 196-197.

²⁰¹ Jf. Bråthen (2014) på side 227.

Spørsmålet er hvordan forholdsmessighetsvilkåret begrenser styret i å tilsidesette fortrinnsretten når selskapet står overfor et akutt kapitalbehov. Ved forholdsmessighetsvurderingen er det i juridisk litteratur gjort et skille mellom situasjoner hvor selskapet er insolvent, og der selskapet har behov for å avhjelpe en mulig likviditetskrise.²⁰²

Hvis selskapet er insolvent, og det er nødvendig med rask tilførsel av kapital for å hindre konkurs, taler dette for at det er forholdsmessig å tilsidesette enkelte eller alle aksjonærer i selskapet, for å rette emisjonen. Det taler for at styret forholdsmessig kan rette emisjonen i en insolventsituasjon, med den begrunnelse at aksjonærenes kapital i selskapet likevel vil gå tapt dersom konkursen blir en realitet. Det må derfor være en forutsetning at styret forholdsmessig kan tilsidesette aksjonærenes fortrinnsrett, for å sikre selskapets fremtid, og med dette også aksjonærenes vinningsformål. Dersom selskapets aksjonærer har evne og vilje til å tegne aksjer ved en likviditetskrise, må dette inngå i vurderingen.²⁰³ Det vil da være et alternativ å foreta en fortrinnsrettsemisjon, og dermed unngå at aksjonærenes rettigheter i selskapet utvannes.

Til eksempel kom retten i RG-2005-1409 (Sør-Gudbrandsdal) frem til at generalforsamlingen hadde handlet i strid med forbudet i aksjeloven § 5-21, og dermed misbrukt sin myndighet. Selskapet sto i en vanskelig økonomisk situasjon og hadde et akutt behov for tilførsel av kapital. Her fant tingretten det bevist at selskapets interesse kunne vært ivaretatt med andre former for kapitalinnhenting, samtidig som hensynet til selskapets aksjonærer ble ivaretatt på en bedre måte. Det fremkommer av dommer at aksjonærene som fikk sin fortrinnsrett tilsidesatt, hadde både evne og vilje til å være med på satsningen i selskapet. Videre legger retten til grunn at selskapets interesse ikke synes å være vesentlig bedre tjent med at kapitaltilførselen alene kom fra H.M Holding AS. På bakgrunn av dette legges til grunn at finansiering av selskapet kunne vært gjennomført etter utgangspunktet om fortrinnsrettsemisjon, som ville vært et mindre inngripende alternativ til den rettede emisjonen mot H.M Holding AS.

²⁰² Jf. Bråthen (2014) side 227 og 229; Truyen (2005) side 397-398.

²⁰³ Jf. Bråthen (2014) side 228.

Derne er situasjonen hvor selskapet står i en mulig likviditetskrise, og derfor trenger kapital for å unngå at situasjonen ender i konkurs. I tilfelle en mulig likviditetskrise vil styrets handlingsrom snevres inn i forhold til det tilfellet at selskapet er insolvent. Dette er som følge av at det foreligger en mindre akutt likviditetskrise.²⁰⁴ Utgangspunktet for beslutning om rettet emisjon er forholdsmessig, er at det ikke finnes alternative finansieringsmåter, med dette forutsettes at selskapet ikke kan finansieres ved andre finansieringsmåter, og ikke kan avhjelpest ved en fortrinnsrettsemisjon. Dersom det finnes andre finansieringsalternativer, må styret begrunne og sannsynliggjøre at den rettede emisjonen ikke går lenger enn hva kapitalbehovet tilsier.²⁰⁵ Bråthen legger imidlertid til grunn alternative finansieringsmåter ikke medfører at enhver beslutning om rettet emisjon er uforholdsmessig.²⁰⁶ Videre har det betydning om selskapets aksjonærer har evne og vilje til å tilføre kapital. Dette vil tale for at en rettet emisjon i en mulig likviditetskrise er uforholdsmessig. Tidsmomentet vil i det videre være sentralt. Dersom en mulig konkurs er nært forestående, vil en rettet emisjon lettere være forholdsmessig, enn hvor selskapet har tid til å vurdere flere finansieringsmåter.²⁰⁷

På bakgrunn av dette kan man legge til grunn en forholdsmessig tilsidesettelse av fortrinnsretten beror på en vurdering av den konkrete situasjonen i selskapet. Hvorvidt det foreligger en forholdsmessig beslutning om rettet emisjon må imidlertid bero på en konkret vurdering av det selskapers situasjon.

Oppsummert viser drøftelsen ovenfor at reglene om myndighetsmisbruk begrenser styrets adgang til å gjennomføre rettede emisjoner. Bestemmelsen utgjør en viktig materiell skranke i styrets adgang til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett, enten til fordel for enkelte av selskapets aksjonærer eller nye investorer.

²⁰⁴ Jf. Bråthen (2014) side 229.

²⁰⁵ Jf. Bråthen (2014) side 220.

²⁰⁶ Jf. Bråthen (2014) side 229.

²⁰⁷ Jf. Bråthen (2014) side 229.

Referanseliste

Norske lover

1976	Lov 4. juni 1976 nr. 59 Lov om aksjeselskaper
1987	Lov 13. juni 1997 nr. 44 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven)
1987	Lov 13. juni 1997 nr. 45 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
2007	Lov 29. juni 2007 nr. 75 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Lovforarbeider

NUT 1970:1	Innstilling til lov om aksjeselskaper
Ot.prp. nr. 19 (1974-1975)	Om lov om aksjeselskaper
NOU 1992:29	Lov om aksjeselskaper
NOU 1996:3	Ny aksjelovgivning
Ot.prp. nr. 36 (1993-1994)	Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)
Ot.prp. nr. 23 (1996-1997)	Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og om lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Rettsavgjørelser

Avgjørelser av Høyesterett	Rt. 1919 s. 550
	Rt. 1996 s. 742

	Rt. 1999 s. 1682 (Østlendingen)
	Rt. 2003 s. 241 (Stangeskovene)
Avgjørelser av lagmannsretten	RG-1990-1114 (Gulating)
	RG-1993-737 (Nordmøre herredsrett)
	RG-1996-491 (Frostating)
	RG-2001-841 (Gulating)
	LB-2020-93644 (Borgarting)
Avgjørelser av tingretten	RG-2005-1409 (Sør-Gudbrandsdal tingrett)
	TSTAV-2009-89905 (Stavanger tingrett)

Litteratur

Bøker

Aarbakke m.fl. (2017)	Aarbakke, Magnus, Aarbakke, Asle, Knudsen, Gudmund, Ofstad, Tone og Skåre, Jan, <i>Aksjeloven og allmennaksjeloven: lovkommentar</i> , 4. utgave (Oslo 2017).
Andenæs (2016)	Andenæs, Mads Henry, <i>Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper</i> , 3. utgave (Oslo 2016).
Andenæs (2007)	Andenæs, Mads Henry, <i>Selskapsrett</i> , (Oslo 2007).
Bråthen, Gina (2014)	Bråthen, Gina, <i>Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt</i> , 1. utgave, 1. opplag (Oslo 2014).

- Bråthen, Tore (2019) Bråthen Tore, *Selskapsrett*, 6. utgave (Oslo 2019).
- Christoffersen (2019) Christoffersen, Margrethe Buskerud, *Aksjeeiers lojalitetsplikt, samspillet mellom aksjeselskapsretten og den alminnelige formueretten*, 1. utgave 1. opplag (Oslo 2019).
- Gjein (2020) Gjein, Erlend Eriksen, *Aksjeklasser, Adgangen til å regulere aksjeeiers rettigheter og forpliktelser i aksjeklasser*, (Oslo 2020).
- Nygaard (2017) Nygaard, Nils, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2. utgave, 5. opplag (Oslo 2017).
- Skoghøy (2018) Skoghøy, Jens Edvin, *Rett og rettsanvendelse*, (Oslo 2018).
- Truyen (2005) Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk: en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, (Oslo 2005).
- Woxholth (2018) Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 6. utgave 1. opplag (Oslo 2018).
- Woxholth (2021) Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 7. utgave, 1. opplag (Oslo 2021).

Tidsskrifter

- Bråthen (2012) Bråthen, Gina, *Forbud mot myndighetsmisbruk ved styrets beslutning*

om rettet emisjon, Norsk tidsskrift for selskabsret, NTS 2012-3/4.

Minde (2015)

Minde, Stine Winger, «*Er anvendelse av regler om myndighetsmisbruk og regler om samtykke nektelse én og samme øvelse?*», Nordisk tidsskrift for Selskabsret, NTS 2015-3

Truyen (2004)

Truyen, Filip, *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*, Jussens Venner, 2004/5-6.

