



BI Norwegian Business School - campus Oslo

GRA 19703

Master Thesis

Thesis Master of Science

Rettede emisjoner på Oslo Børs i et
likebehandlingsperspektiv

Navn: Stine Kløverød Eriksen, Lisa Gulliksrud

Start: 15.01.2021 09.00

Finish: 01.07.2021 12.00

Rettede emisjoner på Oslo Børs i et likebehandlingsperspektiv

Hvorfor dominerer rettete emisjoner i både størrelse og hyppighet til tross for at den selskapsrettslige hovedregelen er fortrinnsrettsemisjoner? Er det problematisk av hensyn til likebehandling av aksjonærer, og løser reparasjonsemisjoner dette problemet?

Master Thesis

Av

Lisa Gulliksrud & Stine Kløverød Eriksen

MSc in Law and Business

Veileder: Knut Bergo

Oslo, 1. juli

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	i
Sammendrag	ii
Innledning	1
1.1 Tema og problemstilling	1
1.2 Avgrensninger	1
1.3 Rettskilder	2
1.3.1 Forholdet til EU/EØS-retten	2
1.3.2 Lov og forskrift	2
1.3.3 Børspraksis og børssirkulære	3
1.3.4 Supplerende føringer	4
1.4 Metode	4
1.4.1 Kvalitativ metode	4
1.4.2 Kvantitativ metode	5
Likebehandling	6
2.1 Formål og hensyn	6
2.2 Selskapsinteressen. To grunnleggende utfordringer	7
2.2.1 Likhetsprinsippet	8
2.2.2 Vinningsformålet	8
2.2.3 Forholdet mellom likhetsprinsippet og vinningsformålet	9
2.3 Likebehandling ved emisjonsbeslutningen	10
2.3.1 Allmennaksjelovens generalklausuler om myndighetsmisbruk	10
2.4 Likebehandling etter verdipapirhandelloven og løpende forpliktelser	12
2.4.1 Utsteders likebehandlingsplikt	12
2.5 Saklig begrunnelse og urimelighetsvurderingen	12
2.5.1 Sammenslutning av likebehandling etter allmennaksjeloven og verdipapirhandelloven	15
Rettede emisjoner	15
3.1 Adgangen til å utstede rettede emisjoner	15
3.1.1 Bruken av rettede emisjoner vs. fortrinnsrettsemisjoner	16
3.1.2 Unntak fra prospektkravet	18
3.2 Bakgrunn og typetilfeller. En innføring	19
3.2.1 Bakgrunn	19
3.2.2 Typetilfeller	21
Reparasjonsemisjoner	24
4.1 Formål	24
4.2 Generelt om reparasjonsøvelsens relevans	25
4.3 Bakgrunn og utvikling	26
4.3.1 Den generelle bakgrunnen og utbredelsen i markedet	26

4.3.2. Utviklingen av reparasjonsemisjoner	28
4.4 Betydning for likebehandling	29
4.4.1 Beslutningstidspunktets betydning	29
4.4.2 Størrelsen på den etterfølgende reparasjonsemisjonen	29
4.4.3 Den potensielle oppsiden	31
Rabattens betydning for likebehandling	32
5.1 Fastsettelse av emisjonskurs	32
5.1.1 Fortrinnsrettsemisjoner	32
5.1.2 Rettede emisjoner og reparasjonsemisjoner	32
5.1.3 Selskapenes egne begrunnelser	33
5.2 Grad av økonomisk rabatt	34
5.2.1 Rabatt ved rettede emisjoner og fortrinnsrettsemisjoner	34
5.2.2 Rettede emisjoner med og uten reparasjonsemisjon	37
5.2.3 Avvik	39
5.2.4 Reparasjonsemisjoner	41
5.3 Avsluttende bemerkninger	44
Konklusjon	45
Referanseliste	47
Litteratur	47
Lov- og forarbeidsregister	48
Dommer	48
Oslo Børs vedtak, uttalelser og børssirkulærer	49
Annet	49

Sammendrag

Oppgaven omhandler bruken av rettede emisjoner på Oslo Børs i et likebehandlingsperspektiv. Likebehandling av aksjonærer er et viktig prinsipp, både i selskapsretten og børs- og verdipapirretten. Aksjeeierne har derfor en lovfestet fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser. I situasjoner hvor bruken av fortrinnsrettsemisjoner ikke kan forsvares i vinningsformålet, åpner loven for at det unntaksvis kan utstedes nye aksjer i rettede emisjoner.

Ettersom rettede emisjoner innebærer at eksisterende aksjonærer ikke gis fortrinnsrett til å tegne aksjer, må tilsidesettelse av fortrinnsretten ikke fremstå som urimelig og være saklig begrunnet. Spørsmålet om saklighetsvilkåret er oppfylt beror i stor grad på aksjelovenes generalklausuler om myndighetsmisbruk. For å utligne den forskjellsbehandlingen som skjer dersom noen aksjonærer, men ikke alle, får delta i en rettet emisjon foretas ofte en etterfølgende reparasjonsemisjon. Reparasjonsøvelsen gjennomføres til samme emisjonskurs som den rettede emisjonen, og gir utelatte aksjonærer anledning til å opprettholde sin selskapsandel ved å tegne aksjer.

For å undersøke hvorvidt rettede emisjoner er problematisk analyserer vi utsteders likebehandlingsplikt. Etter en presentasjon av regler og hensyn vedrørende rettede emisjoner og reparasjonsemisjoner, diskuterer vi hvorvidt bruken er berettiget av hensyn til likebehandling av aksjeeiere. Oppgaven søker også å besvare om fravikelse av fortrinnsretten kan begrunnes i den økonomiske rabatten, og om reparasjonsemisjoner har en reparerende effekt.

Bruken av rettede emisjoner på Oslo Børs er en trend som trolig vil fortsette. Så lenge rabatten ved rettede emisjoner er mindre enn i fortrinnsrettsemisjoner er trenden mindre problematisk av hensyn til aksjeeierne. Vår analyse indikerer at reparasjonsemisjoner har en gradvis reparerende effekt, men ikke slik at diskriminerte aksjonærer opprettholder samme relative selskapsandel.

Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Tema for oppgaven er rettede emisjoner på Oslo Børs i et likebehandlingsperspektiv.

Selskaper som utsteder egenkapitalbevis på norsk regulert marked, plikter å likebehandle innehavere av noterte finansielle instrumenter. Ettersom en rettet emisjon krever tilsidesettelse av aksjeeiernes lovbestemte fortrinnsrett, vil det foreligge en forskjellsbehandling, dersom noen, men ikke alle aksjeeierne får tilbud om å tegne seg. Det fremstår påfallende at rettede emisjoner er den vanligste formen for kapitalforhøyelse når loven angir fortrinnsrettsemisjoner som den klare hovedregel. I praksis fremstår unntaket som hovedregel.

Markedsdata fra Oslo Børs viser negativ korrelasjon mellom rettede emisjoner og reparasjonsemisjoner, både i kroneverdi og hyppighet. Ettersom rettede emisjoner med etterfølgende reparasjonsemisjon er en særnorsk trend, vil det være interessant å undersøke om reparasjonsemisjoner faktisk reparerer utvanningen som skjer der en rettet emisjon ekskluderer noen eksisterende aksjeeiere.

Oppgavens problemstilling er hvorfor rettede emisjoner dominerer i både størrelse og hyppighet til tross for at den selskapsrettslige hovedregelen er fortrinnsrettsemisjoner, om det er problematisk av hensyn til likebehandling av aksjonærer, og om reparasjonsemisjoner løser dette problemet.

1.2 Avgrensninger

Oppgaven behandler aksjeemisjoner utstedt av norske allmennaksjeselskaper med egenkapitalbevis notert på Euronext Oslo Børs ASA. Emisjoner foretatt på multilaterale handelsfasiliteter, som Euronext Growth, faller derfor utenfor oppgavens tematikk. Siden oppgaven fokuserer på norske allmennaksjeselskaper avgrenses det videre mot Euronext Expand.

Ettersom verdipapirhandelloven, men ikke allmennaksjeloven, får anvendelse på alle selskaper med aksjer notert på norsk regulert marked, avgrenses det mot utenlandske selskapsrettslige regler om likebehandling.

I den videre fremstillingen er kapitalforhøyelser med andre finansielle instrumenter enn aksjer eller annet vederlag enn kontakter, herunder fusjoner, utelatt på grunn av plasshensyn. Det avgrenses også mot emisjoner rettet mot selskapets ansatte og fondsemisjoner. Videre i oppgaven vil selskaper med noterte aksjer opptatt til handel på norsk regulert marked omtales som “børsnoterte selskaper”. Med bruken av “Oslo Børs” eller “børsen” i oppgavens sammenheng menes Euronext Oslo Børs ASA.

1.3 Rettskilder

1.3.1 Forholdet til EU/EØS-retten

Med bakgrunn i EØS-avtalen¹ pålegges Norge omfattende krav hva gjelder gjennomføring av direktiver og forordninger jf. art 7. EU-lovgivningen implementeres i nasjonal lovgivning, eller henvises til som gjeldende rett, og bidrar således til å redusere regulatorisk risiko og *home country biases*. Børs- og verdipapirretten har med bakgrunn i hensynet til forutberegnelighet og harmonisering av regelverk gjennomgått omfattende EU-tilpasninger.

1.3.2 Lov og forskrift

De mest sentrale lovene som hjemler likebehandling av aksjonærer i selskaper med noterte finansielle instrumenter følger av Lov om Allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 (allmennaksjeloven, asal) og Lov om Verdipapirhandel av 29. juni 2007 (verdipapirhandelloven, vphl).

På kapitalmarkedsrettens område følger den formelle lovhjemmel av likebehandling i vphl. § 5-14. Bestemmelsen gjennomfører Direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet) art. 17 nr. 1 og 18 nr. 1, og viderefører § 23 i

¹ EØS-loven av 1992

børsforskriften av 1994. Vphl. § 5-14 gjelder generelt for utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, og strekker seg derfor lenger enn rapporteringsdirektivet. Det foreligger ingen forarbeider med nærmere redegjørelse for bestemmelsens innhold og virkeområde.²

I selskapsretten gir likhetsgrunnsetningen i asal. § 4-1 uttrykk for et formelt likebehandlingsprinsipp. Bestemmelsen gjennomfører Direktiv 77/91/EØF art. 42 (kapitaldirektivet) og Direktiv 2007/36/EF art. 4 (aksjonærrettighetsdirektivet) som pålegger medlemsstatene å sikre likebehandling av aksjeeiere. Likhetsprinsippet i aksjelovgivningen suppleres ytterligere av generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28 som setter rammer for urimelig forskjellsbehandling. Reglene er enslydende med reglene i Lov om Aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44 (aksjeloven). Av den grunn har lovene felles forarbeider for selskapsformene.

Det rettslige grunnlaget for gjennomføringen av rettede emisjoner følger av asal. § 10-5, som hjemler tilsidesettelse av aksjeeiernes fortrinnsrett med $\frac{2}{3}$ flertall i generalforsamling. Lovens utgangspunkt ved kapitalforhøyelser er imidlertid at aksjonærene har en lovfestet fortrinnsrett. Fortrinnsretten er hjemlet i asal. § 10-4. For selskaper notert på norsk regulert marked må bestemmelsene videre ses i sammenheng med Direktiv (EU) 2017/1132 art. 72.

I forbindelse med rettede emisjoner vil gjennomføringen av Forordning (EU) 2017/1129 (prospektforordningen) få relevans. Forordningen trådte i kraft i EU 21. juli 2019, og gjelder som norsk rett etter vphl. § 7-1. Formålsrettslig skal den ivareta hensynet til investorvern, og bidra til harmonisering og effektivisering av regelverket. Prospektplikts hovedregel følger av art. 1.1 hvor det fremkommer at det skal utarbeides prospekter når finansielle instrumenter blir tilbudt allmennheten, og når disse blir opptatt til handel på regulert marked.

1.3.3 Børspraksis og børssirkulære

Tilsynet med likebehandling i henhold til vphl. § 5-14 er underlagt Finanstilsynet, jf. vphl. § 19-1. Børsen har derfor innlemmet en likelydende bestemmelse i sine

² Oslo Børs, Retningslinjer for likebehandling

Løpende forpliktelser for aksjeutstedere pkt 2.1, og har myndighet til å ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlig brudd på bestemmelsen i henhold til Løpende forpliktelser pkt. 15.4.³ Oslo Børs fører derfor tilsyn med etterlevelsen av likebehandlingsprinsippet i vphl. § 5-14 gjennom den tilsvarende bestemmelsen i Løpende forpliktelser pkt. 2.1.⁴

1.3.4 Supplerende føringer

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) utarbeider og publiserer anbefalinger for børsnoterte selskaper. Den gjeldende anbefalingen ble publisert i oktober 2018. Anbefalingen gir føringer for å sikre god eierstyring og selskapsledelse. Selskapene må enten hensynta anbefalingen, eller utarbeide en begrunnelse om bakgrunnen for eventuell fravikelse. NUES legger blant annet føringer for likebehandling av aksjeeiere ved emisjoner, jf. pkt 4.⁵

1.4 Metode

Oppgaven benytter en tverrfaglig forskningsmetode med innslag av både kvalitativ og kvantitativ metode.

1.4.1 Kvalitativ metode

Alminnelig juridisk metode danner utgangspunktet for den juridiske analysen. Det er lovteksten som setter premisset; forarbeidene gir begrenset veiledning for oppgavens problemstilling. Det foreligger heller ikke mye Høyesterettspraksis og underrettspraksis relatert til rettede emisjoner og likebehandling for børsnoterte selskaper. Derimot har Oslo Børs og Børsklagenemnden publisert flere uttalelser, brev og vedtak som vil få relevans for oppgavens problemstilling.

Oppgavens tematikk nødvendiggjør derfor en utstrakt bruk av børspraksis, til tross for at dette rettskildemessig normalt antas å ha mindre vekt enn rettspraksis. Departementet uttaler tilknyttet Lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs (børsloven) at det må forutsettes at børsklagenemdens avgjørelser blir tillagt

³ Oslo Regelbok II - utstederregler (2021)

⁴ Oslo Børs, Retningslinjer for likebehandling

⁵ NUES (2018) s. 17

betydelig vekt i domstolene.⁶ Videre legger førstvoterende i Rt. 1989 s. 1230 betydelig vekt på børsmyndighetenes praksis i sin vurdering av saken. Børspraksis anses derav å være relevant for hvilke vurderinger utsteder må foreta knyttet til likebehandling ved utstedelse av rettede emisjoner, da det foreligger få autoritetsbetraktninger.

Oslo Børs utarbeider veiledninger og retningslinjer for børsnoterte selskaper. I lys av oppgavens problemstilling er særlig Børssirkulære nr. 2/2014 om Likebehandling av interesse. Rundskrivet legger føringer for hvilke vurderinger utsteder må foreta i forbindelse med likebehandling ved ulike typer transaksjoner. Rundskrivets plassering i rettskildebildet er ifølge Bergo “å likestille med teorioppfatninger fra en kompetent [...] aktør”⁷. Dermed får Likebehandlingssirkulære betydning ved børsnoterte selskapers atferdsmønstre på norsk regulert markedet.

Både likebehandlingsbestemmelsen i verdipapirhandelloven og aksjelovens generalklausuler om myndighetsmisbruk oppstiller en rettslig standard. Bruken av en rettslig standard innebærer en veloverveid skjønnsmessig vurdering i lys av bestemmelsens rekkevidde og innhold, som i stor grad beror på situasjonens art og omfang. Reglene er derfor stadig under utvikling, og dets vurderinger begrunnes ut fra tidligere praksis og sedvane.

1.4.2 Kvantitativ metode

I den finansielle analysen er kvantitativ og statistisk metode benyttet for å gi ytterligere grunnlag for besvarelse av oppgavens problemstilling.

Analysen tar utgangspunkt i to ulike datasett. Informasjon om de ulike selskapene, tidspunkt for gjennomføring og emisjonskurs er hentet fra Oslo Børs sin offentlige emisjonsstatistikk fra 1997 til 2020.⁸ For å finne markedskursen på gjennomføringstidspunktet er en oversikt som viser historiske kurser for

⁶ Ot.prp.nr 54 (1989) s. 5

⁷ Bergo (2021) s. 60

⁸ Oslo Børs (u.å)

børsnoterte selskaper i perioden 01.01.2010 til 30.06.2020 benyttet.⁹ Etersom reparasjonsemisjoner ikke ble statistisk dokumentert før i 2016, og at det foreligger ufullstendig data for 2020 i forbindelse med Oslo Børs sin overgang til Euronext Oslo Børs, er perioden 01.01.2016 til 30.06.2020 brukt som utgangspunkt.

Differansen mellom markedskurs og emisjonskurs (den økonomiske rabatten) danner grunnlaget for analysen, ettersom denne anses hensiktsmessig for å kunne si noe om graden av forskjellsbehandling. For å beregne hvilken gjennomsnittsrabatt som ble gitt ved de ulike emisjonene er dataene sammenstilt ved bruk av programmering, herunder Python. Rabatten er kalkulert med utgangspunkt i selskapets emisjonskurs og siste *closing price* før emitteringen.

For å validere resultatet benyttes konfidensintervaller. Disse brukes for å teste resultatets nøyaktighet og hvorvidt materialet er representativt. Etersom datasettet inneholder uforholdsmessige avvik benyttes et utvalg for å beregne gjennomsnittsrabattene. Avvikene som faller utenfor analysen anses imidlertid relevante i sammenheng med oppgavens problemstilling, og diskuteres dermed separat.

Likebehandling

2.1 Formål og hensyn

Prinsipielt fremsetter verdipapirhandelloven og allmennaksjeloven to forskjellige regelsett. Brudd på verdipapirhandellovens regler medfører børsrettslige sanksjoner, mens brudd på allmennaksjeloven medfører sanksjoner i henhold til aksjelovenes bestemmelser.

Med bakgrunn i allmennaksjeloven fokuserer reglene om likebehandling på forholdet mellom *aksjeeierne*. Rettighetssubjektene er således aksjeeierne, og formålet er å ivareta deres felles interesser. Loven bygger på et majoritetsprinsipp hvor generalforsamlingen utgjør den overordnede myndigheten. De fleste

⁹ Oslo Børs Informasjon AS/BI's database

selskapsbeslutninger kan derfor treffes ved stemmeflertall, noe som åpner for myndighetsmisbruk fra et flertall overfor et mindretall.¹⁰ Generalklausulene søker derfor å kompensere for fravær av likevekt ved å angi generalforsamlingen og styret som pliktsubjekter, og formålsrettslig verne om minoritetsaksjonærene.

Etter verdipapirhandelloven tildeles innehavere av verdipapirer rettigheter ved at *utstedere* av finansielle instrumenter pålegges en likebehandlingsplikt. Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, og å sikre investorbeskyttelse, jf. vphl. § 1-1 flg. Likebehandling etter verdipapirretten skaper således tillit blant markedsaktørene og verner om investorenes interesser. Ettersom minoritetsaksjonærene oppnår et vern mot majoriteten, oppstiller likebehandlingsplikten et regulatorisk virkemiddel for å oppnå investorbeskyttelse.

I børns- og verdipapirretten er likebehandlingsplikten nedfelt i vphl. § 5-14. Bestemmelsen må ses i sammenheng med selskapslovgivningen. Den mest sentrale likebehandlingsregelen i selskapsretten følger av likhetsgrunnsetningen, jf. asal. § 4-1, og suppleres ytterligere av generalklausulene som forbyr selskapsbeslutninger som gir visse aksjeeiere en urimelig fordel på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning, jf. asal. §§ 5-21 og 6-28.¹¹

Regelsettene fremsetter på denne bakgrunn ulike legislative hensyn. Børs- og verdipapirretten fokuserer på hensynet til markedet, mens selskapslovgivningen retter seg mot aksjeeierne. Likevel benyttes regelsettene mye om hverandre.

2.2 Selskapsinteressen. To grunnleggende utfordringer

Likhetsprinsippet og vinningsformålet er to grunnleggende bærebjelker innen selskapsretten. Både likhetsprinsippet og vinningsformålet er innlemmet i den alminnelige lojalitetsplikten, og påvirker derfor enhver likebehandlingssituasjon.¹²

¹⁰ Truyen (2004) s. 307

¹¹ Myklebust (2011) s. 317

¹² Truyen (2005) s. 97

2.2.1 Likhetsprinsippet

Som tidligere nevnt følger likhetsprinsippet av asal. § 4-1 første ledd annet pkt. Bestemmelsen angir en deklatorisk rettighet ved at alle aksjer gir lik rett i selskapet, med mindre annet følger av vedtektene. Etter ordlyden tillegges ikke aksjeeierne et tilsvarende krav. Likevel vil en relativ likebehandling av aksjeeierne i lys av deres aksjeinnehav normalt omfattes, hvilket betyr at aksjeeiere i samme situasjon skal behandles likt i selskapsforholdet.¹³

Likhetsgrunnsetningen kan imidlertid fravikes på generell basis. Aksjeklasser kan være fastsatt i selskapets vedtekter før selskapsdeltakelsen, eller slike kan fastsettes ved kvalifisert flertall på generalforsamlingen, jf. asal. § 5-18 annet ledd, sml. § 4-1 første ledd annet pkt. Enkeltaksjer kan fravikes dersom det foreligger samtykke fra de berørte aksjonærene, jf. asal. § 5-20 første ledd nr. 4.¹⁴ Ettersom likhetsprinsippet gir lik rett til aksjen uavhengig av hvem som er aksjeeier, oppstilles det en formell likhet.¹⁵ I noen typetilfeller, som ved emisjoner, kreves likevel materiell likhet. Dersom selskapet utsteder nye fortrinnsretter, uten at samtlige aksjonærer gis mulighet til å tegne seg, vil prinsippet neppe være oppfylt.¹⁶

Ifølge juridisk teori er generalklausulene i asal. § 5-21 og § 6-28 et supplement til likhetsprinsippet. Det samme skjønn følger av forarbeidene, hvor det uttrykkes at likhetsgrunnsetningen må ses i sammenheng med aksjelovenes generalklausuler. Dermed utvides minoritetsvernet ved at generalklausulene får anvendelse i noen situasjoner hvor samme vern ikke kan oppnås etter likhetsprinsippet.¹⁷

2.2.2 Vinningsformålet

I henhold til aksjelovgivningen stiftes selskaper for å sikre aksjeeiere økonomisk fortjeneste. Tilnærmingen betegnes gjerne som vinningsformålet eller prinsippet om gevinstmaksimering. For allmennaksjeselskaper følger et lovfestet økonomisk

¹³ Andenæs (2016) s. 150, Truyen (2005) s. 97

¹⁴ Truyen (2005) s. 98

¹⁵ Andenæs (2016) s. 150

¹⁶ Andenæs (2016) s. 151

¹⁷ NOU 1992:29 s. 92, Truyen (2005) s. 102

formål av asal. § 2-2 annet ledd og § 5-20 første ledd nr. 5, hvor ordlyden fastslår aksjeeiernes rett til avkastning.¹⁸ Vinningsformålet er derfor en typeforutsetning for den generelle selskapsdeltakelsen, ettersom eventuell fravikelse må vedtektsfestes, jf. asal. § 2-2 annet ledd.¹⁹ Det må bemerkes at ordlyden angir et felles formål for samtlige aksjeeiere og ikke den enkelte aksjeeier.

Samlet sett vil vinningsformålet overholdes dersom det oppnås gevinstmaksimering for samtlige aksjeeiere. Likevel fordrer overholdelse at eventuell fordeling reguleres av likhetsprinsippet. Vinningsformålet vil ikke være oppfylt ved enhver disposisjon som enten genererer profitt eller minimerer tap. Profitten må være optimal i lys av selskapets samlede tilgjengelige ressurser.²⁰

Vinningsformålet må ses i sammenheng med likhetsgrunnsetningen, ettersom begge måles ut fra en objektiv vurdering tilknyttet aksjene.²¹

Likhetsgrunnsetningen forbyr ikke enhver forskjellsbehandling, derfor kommer generalklausulene til anvendelse hvis beslutningen er urimelig. Så lenge aksjenes objektive rettigheter ikke krenkes, vil vurderingen bero på om vinningsformålet overholdes.²² Dersom beslutningens formål er gevinstmaksimerende for både aksjeeierne og selskapet, vil den som utgangspunkt ikke være urimelig.

Vinningsformålet favner mer enn kun gevinstmaksimering. Dagens kapitalmarked er under stadig utvikling, hvilket kan medføre tilfeller av markedssvikt. Dermed vil regler vedrørende corporate governance knyttes til selskapsinteressen, gjennom å inkludere et generelt samfunnsansvar.

2.2.3 Forholdet mellom likhetsprinsippet og vinningsformålet

Etter likhetsprinsippet skal aksjonærer i samme situasjon behandles likt. Likevel sier juridisk teori at tolkningen beror på en avveining av kryssende hensyn.²³ En

¹⁸ Jakobsen (2018) s.12

¹⁹ Truyen (2005) s.105-106

²⁰ Truyen (2005) s. 107

²¹ Truyen (2005) s. 108

²² Jakobsen (2018) s. 14

²³ Truyen (2015) s. 101

tilslutning om absolutt likhet i enhver situasjon kan medføre svekkelse av selskapsinteressen. Det kan oppstå situasjoner hvor fravikelse av likhetsprinsippet vil være til det beste for selskapsinteressen, og dermed også til det beste for aksjonærene. En berettiget fravikelse fra likhetsprinsippet beror derfor på en konkret skjønsmessig avveining mellom vinningsformålet og hensynet til de øvrige aksjonærene.²⁴

I tilfeller hvor det oppstår konflikt mellom likhetsprinsippet og vinningsformålet er utgangspunktet at likhetsprinsippet må vike. Det betyr ikke at vinningsformålet går foran ved enhver konflikt, men innebærer at vurderingen beror på en reell forholdsmessighetsvurdering uten presumsjon- eller forrangsregler. En slik skjønnsstilnærming medfører i mange tilfeller at vinningsformålet oppnår stor innflytelse, ettersom likhetsprinsippet i utgangspunktet verner om grunnleggende aksjonærrettigheter.²⁵

2.3 Likebehandling ved emisjonsbeslutningen

2.3.1 Allmennaksjelovens generalklausuler om myndighetsmisbruk

For å begrense aksjeeiernes uforholdsmessige tap som følge av en urimelig disposisjon foretatt av styret eller generalforsamlingen, forbyr asal. §§ 5-21 og 6-28 forskjellsbehandling som ikke er forankret i vinningsformålet.

Generalklausulene siteres under, med egne uthevninger.

§ 5-21. Misbruk av generalforsamlingens myndighet

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

²⁴ Andenæs (2016) s. 152

²⁵ Jakobsen (2018) s. 14-15, Truyen (2014) s. 350-351

§ 6-28 første ledd. Misbruk av posisjon i selskapet mv

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

Minoritetens urimelighetsvilkår får anvendelse på generalforsamlingens og/eller styrets beslutning, og de virkninger den er egnet til å medføre. Bestemmelsene åpner for en skjønnsmessig vurdering hvor utgangspunktet er om beslutningen eller disposisjonen er egnet til å krenke de grunnleggende selskapsrettslige prinsipper, herunder likhetsprinsippet og vinningsformålet.²⁶

Generalklausulene kan påberopes av de aksjonærer som har stemmerett, og som stemte mot emisjonsbeslutningen på generalforsamlingen. Ved rettede emisjoner kommer reglene til anvendelse både overfor selve generalforsamlingsbeslutningen og beslutninger som tildeler styret fullmakt, jf. asal. § 5-21. Etter asal. § 6-28 første ledd oppstilles det ingen slike begrensninger. Bestemmelsen kan gjøres gjeldende overfor enhver disposisjon, også der styret på et senere tidspunkt benytter seg av styrefullmakten og treffer en beslutning. Ettersom generalklausulene ikke setter begrensninger for enhver forskjellsbehandling, kan styret og generalforsamlingen foreta effektive beslutninger på vegne av selskapet. Det eneste vilkåret er at forskjellsbehandlingen ikke må være urimelig.

Generalklausulenes ordlyd “egnet til” viser at beslutningen ikke må innebære en urimelig fordel. Det vil være nok at beslutningen *kan* gi en urimelig fordel. I en rettet emisjon kan ikke emisjonskursen settes lavere enn aksjens pålydende. Ettersom selskapet alltid får tilført kapital, reiser rettede emisjoner kun spørsmål om hvorvidt “visse aksjeeiere eller andre” får en “urimelig fordel”. Myndighetsmisbruk kan derfor gjøres gjeldende, dersom beslutningens faktiske virkninger avviker fra hva den formålsrettslig var egnet til å medføre. Urimeghetsvurderingen innebærer etter juridisk teori to kumulative vilkår, en inngrepsterskel og et saklighetskrav.²⁷ Urimeghetsvurderingen drøftes nærmere under punkt 2.5.

²⁶ Truyen (2004) s. 307

²⁷ Truyen (2005) s. 374

2.4 Likebehandling etter verdipapirhandelloven og løpende forpliktelser

2.4.1 Utsteders likebehandlingsplikt

Ifølge vphl. § 5-14 første ledd første pkt skal utstedere likebehandle deres aksjonærer. Bestemmelsen angir et absolutt og ubetinget krav om likebehandling. Etter annet pkt aksepteres likevel forskjellsbehandling dersom det foreligger saklig begrunnelse.²⁸ Forskjellsbehandling vil kunne gjøres gjeldende der hvor aksjeeiere i samme situasjon behandles ulikt, basert på deres eksisterende kontroll og økonomiske rettigheter. Bestemmelsen kommer derfor kun til anvendelse overfor usaklig forskjellsbehandling.

Vphl. § 5-14 annet ledd angir at utsteders styrende organer, herunder generalforsamlingen og styret ikke må treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere eller tredjeparter en urimelig fordel. Ordlyden legger opp til en forholdsmessighetsvurdering av de fordeler vedtaket samlet sett er egnet til å medføre for utstederne, og de ulemper som påføres den enkelte aksjonær. Ifølge bestemmelsen må det ikke foreligge en faktisk fordel, det vil være nok at beslutningen er egnet til å ha en slik innvirkning.²⁹

Børsen uttaler at ordlyden i vphl. § 5-14 første og annet ledd må ses i sammenheng. Det betingede forbudet mot å *utsette* innehavere for usaklig forskjellsbehandling, og tiltak som er *egnet til* å gi en urimelig fordel er dermed sammenfallende. Den skjønnsmessige vurderingen beror på om det er truffet tiltak som er *egnet til* å forskjellsbehandle innehavere av selskapets aksjer, eller som er *egnet til* å gi en fordel for en innehaver eller andre på bekostning av selskapet eller øvrige aksjonærer.³⁰

2.5 Saklig begrunnelse og urimelighetsvurderingen

Hva en saklig begrunnelse innebærer sammenfaller i stor grad med generalklausulenes urimelighetsvurdering. Av den grunn får vurderinger

²⁸ Børssirkulære 2/2014, s. 1

²⁹ Børssirkulære 2/2014, s. 3

³⁰ Børssirkulære 2/2014, s. 5

vedrørende urimelighetsvilkåret anvendelse på hvorvidt utsteders forskjellsbehandling er usaklig etter vphl. § 5-14.

Generalklausulenes urimelighetsvilkår angir en konkret interesseavveining av kryssende selskapsrettslige hensyn og prinsipper, jf. punkt. 2.2.3. Etter vphl. § 5-14 første ledd aksepteres saklig forskjellsbehandling. Ordlyden “saklig” viser at utstedere ikke skal implementere utenforliggende hensyn i sin begrunnelse. Både generalklausulenes ordlyd “aksjeeieres eller selskapets bekostning” og vphl. § 5-14 henvisning til “utsteders og innehavernes felles interesser” forstås slik at det vises til den gjensidige selskapsinteressen, jf. punkt. 2.2.2. Dersom forskjellsbehandlingen er saklig begrunnet i vinningsformålet vil den ha et legitimt formål.

Som nevnt har urimelighetsvurderingen to vilkår; en inngrepsterskel og et saklighetsvilkår. Etter inngrepsterskelen får generalforsamlingens flertall et styringsrom, som ikke tar hensyn til om beslutningen oppfyller saklighetsvilkåret. Inngrepsterskelen vil først oversittes dersom det foreligger avvik mellom beslutningen og dens formål. Omfanget av en slik skjønnsmessig vurdering vil, ifølge juridisk teori, variere ut fra selskapets sammensetning og hvilke forhold beslutningen gjelder.³¹ Ettersom rettede emisjoner innebærer varige endringer av selskapsforholdet, settes inngrepsterskelen lavt. En lav inngrepsterskel fører til at det som hovedregel kreves en særskilt begrunnelse. Urimeilighetsvurderingens saklighetsvilkår krever at det skal foreligge proporsjonalitet mellom vinningsformålet og den mulige krenkelsen av likhetsprinsippet.³²

I sin vurdering av vphl. § 5-14 uttaler børsen at en saklig begrunnelse må underlegges en forholdsmessighetsvurdering. Likebehandlingsplikten vil ikke være oppfylt kun ved at motivasjonen er begrunnet ut fra vinningsformålet.³³ Det må foretas en vurdering av ytterligere handlingsalternativer. Dersom vurderingen konkluderer med at formålet kan oppnås med tilnærmet samme gevinst, men med

³¹ Truyen (2005) s. 386 og 387

³² Truyen (2005) s. 387 og 388

³³ Børssirkulære 2/2014, s. 5

andre alternative tiltak som i mindre grad skader innehaverens interesser, vil vilkåret neppe være oppfylt.³⁴

Lagmannsretten har i sak LF-2009-120317 (Rem Offshore) uttalt at hvorvidt forskjellsbehandlingen er å anse som urimelig beror på momenter som er relevante i relasjon til vphl. § 5-14, og som ligger nært opp til de som er relevante i forhold til asal. § 5-21. Saken tok for seg om et generalforsamlingsvedtak i et allmennaksjeselskap var å anse som ugyldig etter asal. § 5-21. Dette spørsmålet hadde også blitt behandlet av Oslo Børs. Lagmannsretten tilsluttet seg børsens vurdering, og kom til at minoritetsaksjonærene ble forskjellsbehandlet, men at det var saklig begrunnet i selskapets interesser.

Saken belyser at relevante kriterier etter asal. § 5-21 også vil få anvendelse ved vurderingen av vphl. § 5-14, sml. Løpende forpliktelser pkt 2.1. Den samme tilnærmingen gjøres gjeldende for asal. § 6-28. Samtidig understrekes det at sakens presedens ikke innskrenker reglens vekt og relevans i andre sammenhenger. Oslo Børs fastslår også i sine retningslinjer at generalklausulenes innhold i stor grad er sammenfallende med vphl. § 5-14.³⁵ Tilsvarende tolkninger underbygges videre av juridisk teori. Det fremkommer blant annet at det isolert sett neppe er stor forskjell på børsreglens krav til likebehandling av aksjonærer og de selskapsrettslige generalklausulene.³⁶

I sine retningslinjer om likebehandling har børsen uttalt at de i håndhevelsen av Løpende forpliktelser 2.1 vil være forsiktig med å sette sitt skjønn over selskapets forretningsmessige skjønn og bransjekunnskap. Det er kun i tilfeller hvor forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig, eller der det er tatt utenforliggende hensyn at selskapenes saklighetsvurdering overprøves.³⁷ Juridisk teori sier at Oslo Børs neppe innehar en aktiv rolle som aksjonærpoliti. Det er markedet som inntar en slik rolle, ved at selskaper som utsetter sine aksjonærer

³⁴ Truyen (2004) s. 318

³⁵ Oslo Børs, Retningslinjer for likebehandling

³⁶ Bergo (2014) s. 140

³⁷ Oslo Børs, Retningslinjer for likebehandling

for usaklig forskjellsbehandling vil kunne oppleve omdømmetap og kursnedgang.³⁸

Det oppstilles skjerpene krav til børsnoterte selskaper i situasjoner hvor den rettede emisjonen medfører stor utvanning eller særlige endringer av maktbalansen. Det samme skjerpene ansvaret gjøres gjeldende i tilfeller med stor økonomisk rabatt. Børsen tillater derfor kun forskjellsbehandling når formålet med emisjonen er relevant og egnet til å fremme utsteders og aksjonærenes felles interesse.³⁹ I forbindelse med Choice Hotel Scandinavia ASA-vedtaket understreket børsen at brudd på likebehandlingsplikten ikke krever forsettlig forskjellsbehandling. Dermed kan også uaktsom overtredelse av likebehandlingsbestemmelsen sanksjoneres.⁴⁰

2.5.1 Sammenslutning av likebehandling etter allmennaksjeloven og verdipapirhandelloven

I lys av likebehandlingsprinsippet vil det være nærliggende å undersøke om allmennaksjeloven og verdipapirhandelloven gir minoritetsaksjonærene lik grad av beskyttelse. Innledningsvis i kapittelet ble det gjort rede for at lovene har ulike formål, og dermed søker å ivareta ulike hensyn. Ved at verdipapirhandelloven fremmer et overordnet markedshensyn vil markedsaktørenes tillit være et avgjørende element, hvilket kan tale for at minoriteten oppnår et mer effektivt vern på bakgrunn av verdipapirhandelloven.

Rettede emisjoner

3.1 Adgangen til å utstede rettede emisjoner

På norsk regulert marked dominerer rettede emisjoner, til tross for at lovens utgangspunkt i asal. § 10-4 angir at emisjoner som hovedregel skal utstedes med fortrinnsrett. Selv om rettede emisjoner er hyppig brukt i Norge, må bruken ses i sammenheng med likebehandlingsproblematikken.⁴¹ Den må være saklig

³⁸ Bergo (2014) s. 140

³⁹ Børssirkulære 2/2014, s. 1

⁴⁰ Vedtak og uttalelser (2003) s. 88-89

⁴¹ Bergo (2021) s. 208

begrunnet og ikke inneholde en urimelig fordel, jf. punkt. 2.3.1 og 2.4.1. Når fortrinnsretten fravikes skjer aksjetegning i et annet forhold enn hva som følger av aksjonærenes pro rata- andel. En rettet emisjon innebærer derfor per definisjon en forskjellsbehandling.

En fravikelse av fortrinnsretten forutsetter ikke at den nye aksjekapitalen forbeholdes andre enn aksjonærene. Dette er likevel hovedregelen ved en rettet emisjon, men slik at enkelte aksjonærer eventuelt også inviteres med.⁴² Som tidligere påpekt utspilles rettede emisjoner på ulike grunnlag. Styret kan i henhold til asal. § 10-14 på forhånd ha innhentet den nødvendige fullmakten fra generalforsamlingen. Dersom de nødvendige fullmaktene foreligger, vil styre ha adgang til å fravike fortrinnsretten og gjennomføre en rettet emisjon innenfor fullmaktens rammer. Skal fortrinnsretten fravikes i større grad enn det som forespeiles av fullmakten, kreves det samtykke fra de aksjonærer som får sin stemmerett forringet eller fravikelse av fortrinnsrett i en ekstraordinær generalforsamling.⁴³ I noterte selskaper, som vil ha mange aksjonærer, er det siste den praktiske løsningen.

3.1.1 Bruken av rettede emisjoner vs. fortrinnsrettsemisjoner

Bruken av fortrinnsrettsemisjoner vil i seg selv være en målsetting, ettersom det er lovens utgangspunkt. I en fortrinnsrettsemisjon tildeles alle aksjonærene en fortrinnsrett. Denne skal noteres og er omsettelig på lik linje som et verdipapir. Avstår aksjonærene fra å benytte tegningsrettene kan disse avhendes, og aksjonærene kompenseres økonomisk, selv om de ikke deltar i emisjonen. Fortrinnsretten kan derfor ses på som en call opsjon, ettersom aksjonærene har en rett, men ikke en plikt til å benytte tegningsretten.⁴⁴ På den måten ivaretar fortrinnsrettsemisjoner hensynet til likebehandling av aksjonærer.

En fortrinnsrettsemisjon vil bare oppfylle lovens målsetting dersom rabatten er relativt liten. Juridisk teori sier at tegningskursen normalt har en rabatt på 25-40

⁴² Aarbakke (2020), s. 39

⁴³ Truyen (2005) s. 82

⁴⁴ Fossan-Waage (2019)

prosent. Selges tegningsrettene med full rabatt får aksjonærene i teorien økonomisk kompensasjon, men med lav likviditet i aksjen vil det ikke alltid være mulig. Det kan derfor oppstå situasjoner hvor aksjonærene ikke har vilje eller mulighet til å tegne seg, hvilket innebærer at fortrinnsretten går tapt. Aksjonærer som har midler tilgjengelig kan opprettholde sin andel ved å tegne aksjer med stor fortjeneste, mens mindre kapitalsterke aksjonærer utvannes. Mindre kapitalsterke aksjonærer kan dermed komme mer gunstig ut av situasjonen ved bruk av en rettet emisjon.⁴⁵ En annen årsak til at fortrinnsrettsemisjoner prises med betydelig rabatt er at det ofte etableres et garantikonsortium for fulltegning, hvilket krever konsesjon etter vphl. § 2-1 første ledd nr. 6. Fulltegningsgarantien er mindre kostbar for selskapet dersom rabatten er stor.⁴⁶

I enkelte situasjoner er det derfor tungtveiende hensyn som taler for at det unntaksvis bør kunne skje rettede emisjoner, ettersom fortrinnsrettsemisjoner ikke alltid kan forankres i vinningsformålet. En naturlig forståelse må derfor være at om bruken av rettede emisjoner skal være kvalifisert i henhold til lov, må rabatten ved rettede emisjoner være mindre enn ved fortrinnsrettsemisjoner. Ifølge Bergo bør den emisjonskursen som gir den høyeste tegningskursen velges.⁴⁷ Dette resonnementet undersøkes senere i den finansielle analysen, jf. punkt 5.2.1.

Det er flere aspekter som kan begrunne hvorfor utstedere av aksjer foretrekker rettede emisjoner. Fremgangsmåten er fleksibel og baserer seg på en mer uformell bookbuilding-prosess, som åpner for et større forhandlingsrom rundt emisjonsprisen. Rabatten som ofte reflekteres er det ekstra forhandlingskortet, som tillater utsteder å inngå en avtale med en potensiell bjellessau eller andre investorer. På denne måten kan selskapet sikre seg nødvendig kapital til en vesentlig mindre rabatt, hvilket er gunstig for de aksjonærene som ikke deltar i emisjonen. Markedsaktører anser derfor rettede emisjoner som fordelaktig, ettersom kapital kan hentes raskt i markedet og tilpasses selskapets situasjon. Ved at prosessen kan gjennomføres på kort tid, uten krav til prospekt, sparer selskapet

⁴⁵ Bergo (2021) s. 208

⁴⁶ Bergo (2021) s. 216

⁴⁷ Bergo (2021) s. 215

betydelig med tid og ressurser, sml. punkt 3.1.2.⁴⁸

Det kan oppstå tilfeller hvor et selskap står overfor et akutt kapitalbehov. I likviditetskriser er tidshorizonten knapp, som kan bety at en fortrinnsrettsemisjon er for tidkrevende. Samtidig har aksjelovene krav til forsvarlig egenkapital og likviditet, som pålegger selskapets ledelse en handlingsplikt. Rettede emisjoner kan også bidra til at det skapes strategiske allianser, som vil være profittmaksimerende for hele aksjonærfellesskapet. En rekke gjentatte rettede emisjoner vil imidlertid medføre overkapitalisering av selskapet. I slike tilfeller kan ikke emisjonsbeslutningen lenger begrunnes i vinningsformålet.⁴⁹

3.1.2 Unntak fra prospektkravet

Bruken av rettede emisjoner må også ses i sammenheng med prospektforordningen.⁵⁰ Til tross for at fortrinnsrettsemisjoner er hovedregelen, åpner både nasjonal og internasjonal lovgivning for kvalifisert fravikelse. I praksis er derfor prospektreglene av stor indirekte betydning, ved at emisjoner ofte struktureres slik at utarbeidelse av tilbudsprospekt ikke er nødvendig.⁵¹ På bakgrunn av art. 1.3 bortfaller prospektplikten dersom det fremsatte tilbudet samlet sett ikke overstiger MEUR 1 over en 12 måneders periode. Samtidig gis det nasjonal adgang til å sette til side prospektplikten for tilbud som til sammen er under MEUR 8, jf. art. 3.2. Ifølge juridisk teori er derfor hovedregelen at det ikke utformes EØS- eller nasjonale tilbudsprospekter ved rettede emisjoner.⁵²

De vanligste unntakene fra prospektplikten ved rettede emisjoner følger av art. 1.4. Etter art. 1.4 (a) bortfaller prospektplikten for tilbud som kun rettes mot profesjonelle investorer. I tillegg fremsettes et annet viktig unntak av art. 1.4 (b). Bestemmelsen slår fast at for tilbud som rettes til færre enn 150 ikke-profesjonelle investorer per EØS-stat, vil det ikke være nødvendig å utarbeide tilbudsprospekt.⁵³

⁴⁸ Børssirkulære 2/2014, s. 2

⁴⁹ Truyen (2005) s. 366 og 367

⁵⁰ Forordning 2017/1129

⁵¹ Bergo (2021) s. 221

⁵² Bergo (2021) s. 223

⁵³ Bergo (2021) s. 223

Samtidig vil tilbud med pålydende eller minste tegningsbeløp på EUR 100 000 per investor unnlates etter art. 1.4 bokstav (c) og (d). Siden unntakene fra prospektplikten kan kombineres i henhold til art. 1.6, oppstilles det gunstige utgangspunkter for selskaper som ønsker å raskt hente inn penger i markedet.⁵⁴ En fortrinnsrettsemisjon krever at det utarbeides prospekt så snart selskapet har mer enn 149 aksjonærer i hvert land. Settes minste tegningsbeløp over EUR 100 000 vil det også etter omstendighetene være i strid med generalklausulene.

Kravet til utarbeidelse av prospekt kan ses på som en informasjonskanal til markedet, ettersom potensielle nye investorer kan lese seg opp om selskapet og transaksjonens formål, og dermed foreta en veloverveid beslutning. Likevel erkjennes det gjennom prospektforordningens unntak at en slik form for strukturert informasjon ikke alltid vil være nødvendig for å oppnå reguleringens målsetting. I noen tilfeller vil derfor plikten til å utforme prospekt være uforholdsmessig, eksempelvis der tilbudet rettes til profesjonelle investorer, i situasjoner hvor tilbudet kun rettes mot et fåtall av investorer eller der hvor volumet er lavt. Dermed vil en regulatorisk plikt til utarbeidelse av prospekt, inkludert dets tilhørende kostnader vanskelig kunne forsvares. Prospektpliktens unntak skaper imidlertid informasjonsasymmetrier, uavhengig av om emisjonen rettes mot en forholdsmessig part. Selv om børsnoterte selskaper er underlagt omfattende informasjonsplikter, er de imidlertid mindre detaljert enn et tilbudsprospekt.

3.2 Bakgrunn og typetilfeller. En innføring

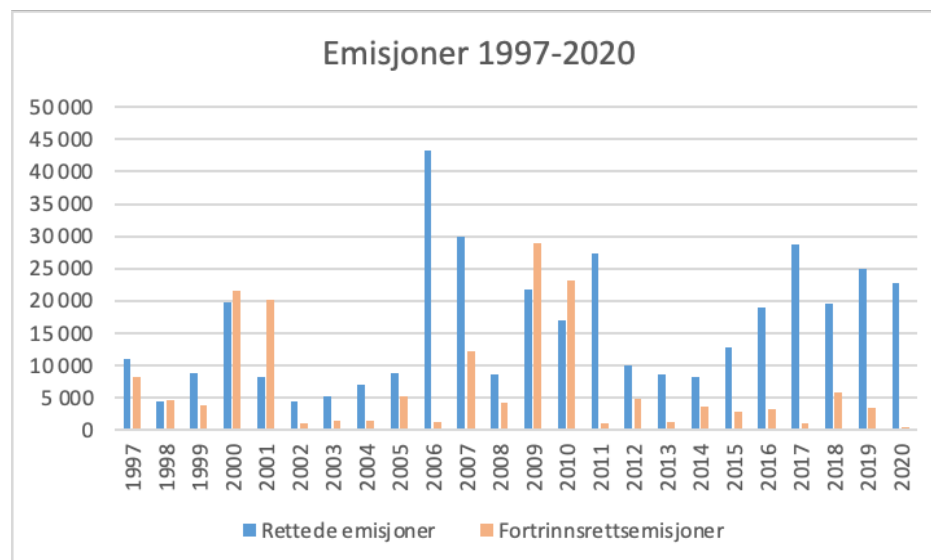
3.2.1 Bakgrunn

Bruken av rettede emisjoner har i lang tid preget det norske kapitalmarkedet. En mulig årsak kan være energisektorens fremtredende plassering. Sektoren er svært kapitalintensiv og har derfor et utpreget behov for tilførsel av kapital. I den forbindelse kan det oppstå problemer med å få sikret nødvendig kapital fra selskapets eksisterende aksjonærer. Figur 1 illustrerer i hvilken grad rettede emisjoner dominerer. Det utstedes emisjoner med betydelig forskjeller i størrelse,

⁵⁴ Bergo (2021) s. 224

som potensielt kan gi en unøyaktig fremstilling. For en representativ fremstilling av størrelsen på henholdsvis rettede emisjoner og fortrinnsrettsemisjoner er kroneverdi (MNOK) brukt som målestokk.

Figur 1



Statistikk hentet fra Oslo Børs og fremstilt i diagram etter volum.⁵⁵

Fremstillingen viser at børsnoterte selskaper hyppigst foretar kapitalforhøyelser ved bruk av rettede emisjoner. Figur 1 viser at selskaper i de fleste tilfeller finner saklig grunnlag til å fravike lovens hovedregel. En naturlig bemerkning er at observasjonene sammenfaller med de resonnementene vi fikk forespeilet av profesjonelle aktører i forkant av undersøkelsene, som underbygges av at rettede emisjoner er enklere og mer kostnadsbesparende.

Det er også nærliggende å nevne at dersom selskapene skulle utstedt fortrinnsrettsemisjoner likestilt med volumet for rettede emisjoner ville prospektpliktens omfang økt betydelig. Unntak fra prospektkravet jf. punkt 3.1.2 vil ikke kunne gjøres gjeldende, ettersom spredningskravet medfører at prospektplikten kommer til anvendelse i et hvert tilfelle.⁵⁶ Diagrammet viser imidlertid ikke om de rettede emisjonene er med eller uten eksisterende

⁵⁵ Oslo Børs (u.å)

⁵⁶ Oslo Regelbok II - utstederregel pkt. 3.1.4.1

aksjonærer, eller i hvilken grad det foreligger utvanning. En slik fremstilling krever ytterligere undersøkelser, som diskuteres nærmere i kapittel 5.

Som det fremgår av punkt. 3.1.1 er det åpenbart fordeler og ulemper tilknyttet begge emisjonsformene. Siden hovedregelen i praksis er den løsningen som lovgiver har lagt til grunn at skal være unntaket, fremstår det noe uheldig at rettede emisjoner brukes oftere enn fortrinnsrettsemisjoner. Det kan derfor være hensyn som taler for at lovens fremstilling burde endres, eller at det bør treffes tiltak som sikrer at lovens hovedregel også i praksis fremstår som hovedregelen.

For å ytterligere belyse hva slags trender som utspiller seg utenfor norsk regulert marked har vi vært i samtale med en svensk advokat. I samtalen ble vi opplyst om at man i det svenske markedet har hatt en betydelig økt bruk av rettede emisjoner de siste årene. Det svenske kapitalmarkedet betraktes imidlertid som større enn det norske, med en større aksjonærkrets og flere internasjonale eiere. I den forbindelse kan det tenkes at den svenske trenden underbygger rettede emisjoners plassering i markedet, særlig ved at trenden også utspilles i andre nordiske land.

3.2.2 Typetilfeller

Som omtalt under punkt 2.5 vil en saklig begrunnelse kreve at det foretas en forholdsmessighetsvurdering. Punkt 3.2.2 fremstiller derfor noen særlige typetilfeller for rettede emisjoner som vil være egnet til å fremme vinningsformålet, og dermed ha et legitimt formål. Videre vil deres plassering i forholdsmessighetsvurderingen diskuteres.

Akutt kapitaltilførsel

I tilfeller hvor både illikviditet og insuffisient påvises, er selskaper per definisjon insolvent i henhold til konkursloven § 61.⁵⁷ Dersom selskapet står overfor en akutt likviditetskrise eller er på randen av konkurs, vektes hensynet til fortsatt drift over hensynet til den enkelte aksjonær. I slike tilfeller vil selskaper ha mulighet til å utstede nye aksjer mot kontant vederlag, og dermed få tilført ny kapital til å betjene gjelden. Det vil ofte ikke være betalingsvillighet tilknyttet selskaper med

⁵⁷ Lov av 08. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven)

mye gjeld. Dermed kan selskapet ha incentiver til å fravike fortrinnsretten og i stedet rette tegningsrettene mot en begrenset krets.

Dette var tilfelle i sak RG. 1996 s. 491, hvor likhetsprinsippet ble tilsidesatt til fordel for en rettet emisjon, mot både nye og eksisterende aksjonærer. En slik vurdering samsvarer også med konklusjonen i punkt 2.2.3, hvor en tilslutning om absolutt likhet i enhver situasjon kan føre til at vinningsformålet svekkes.

Beslutningen var begrunnet i selskapets øyeblikkelige behov for tilførsel av likviditet. Saken oppstiller en åpenbar forskjellsbehandling, men at hensynet til fortsatt drift står sterkere enn likebehandlingshensynet i prekære likviditetskriser. Den samme slutningen ble lagt til grunn av børsen i Renewable Energy Corporation ASA- saken. Børsen la også betydelig vekt på at akutt kapitalinnhenting er å anse som legitim forskjellsbehandling ved kriseemisjoner.⁵⁸

I lys av oppgavens problemstilling må tilfellene der gjeld konverteres til aksjer bemerkes. Til tross for at det innledningsvis er avgrenset mot annet vederlag enn kontanter reflekter den finansielle analysen særlige tilfeller av tingsinnskudd, hvor den oppfølgende kontantemisjonen skjer etter at gjeld er konvertert. For selskaper i deep distress som bruker annenhåndsmarkedet for å hente inn ny aksjekapital, kombineres emisjonen i mange tilfeller med restruktureringer. I slike tilfeller skjer oppgjøret for de nye aksjene med avskrivning av gjeld. Når gjeld konvertert til 50 prosent av aksjens pålydende videreføres til 100 prosent av verdien, blir kursen spinnvill.⁵⁹ Distress pricing resulterer i at markedskursen er feil, ettersom selskapet i realiteten er konkurs. Differansen mellom emisjonskurs og markedskurs er derfor urealistisk høy, men ofte legitim, ettersom aksjonærene er tjent med at selskapet overlever.

Avverge oppkjøp

Det kan oppstå situasjoner hvor uvedkommende har incentiver til å kjøpe seg opp i selskapet for å sikre negativ kontroll. Hvorvidt en rettet emisjon som forsøker å avverge et eventuelt oppkjøp er legitim, beror på om den er saklig. Det foreligger noe børspraksis på området. Choice Hotel Scandinavia- vedtaket viser at

⁵⁸ Vedtak og uttalelser (2013) s. 72

⁵⁹ Bergo (2021) s. 119

forholdsmessighetsvurderingen skjerpes når forskjellsbehandlingen skjer for å avverge et oppkjøp.⁶⁰ Børsklagenemndens sak 2/2006 Opticom ASA viser også at børsen skjerper likebehandlingskravet ved rettede emisjoner som gjennomføres for å vinne tilbake tapt kontroll. I den sammenheng må det forventes at det ikke foreligger andre handlingsalternativer, og at vedtakets fordeler faktisk oppveier mulige ulemper. En sammenslutning viser at behovet for rask kapitaltilførsel ikke fritar utsteder fra en forholdsmessighetsvurdering, og at en rettet emisjon som gjennomføres for å bevare maktbalansen tar utenforliggende hensyn. I situasjoner hvor utenforliggende hensyn ikke kan begrunnes i vinningsformålet er transaksjonen derfor verken forholdsmessig eller saklig begrunnet.⁶¹

Et forsøk på å kjøpe opp en kontrollerende eierandel i et børsnotert selskap medfører etter verdipapirhandelloven tilbudsplikt. Reglene om tilbudsplikt er en konsolidering av likebehandlingsbestemmelsen i vphl. § 5-14. Ved at en investor pålegges tilbudsplikt ved visse terskelverdier får aksjonærene ta del i den overtakende kontrollpremien som oppstår ved at noen kjøper seg opp i et selskap. Derfor kan oppkjøp i noen tilfeller være i aksjonærenes beste interesse. I situasjoner hvor selskapet anser oppkjøpet skadelig, og det kan begrunnes i vinningsformålet, kan det imidlertid være legitimt å foreta en rettet emisjon.

Sikre nøkkelpersoner

En rettet emisjon som utstedes med det formål å knytte nøkkelpersoner nærmere selskapet er som regel å anse som et legitimt formål. På denne måten kan bjellesauer eller nøkkelansatte motiveres til fortsatt investering. Til tross for at det innledningsvis er avgrenset mot rene ansattemisjoner, vil det likevel være av interesse å se på forholdsmessighetsvurderingen der tegningsretter utstedes til en eller fler nøkkelansatte. Selv om tiltak som kan knytte nøkkelpersoner tettere til selskapet kan begrunnes i selskapets langsiktige økonomiske interesse, jf. RG. 2001. s. 841, bemerker børsen i Multiconsult ASA-vedtaket at det må foreligge en vid vurdering hvor det sentrale er hvilke fordeler som er gitt enkeltaksjonærer.⁶² Særlige endringer av maktbalansen må være kvalifisert og forholdsmessig, men

⁶⁰ Vedtak og uttalelser (2003) s. 92

⁶¹ Vedtak og uttalelser (2006) s. 67

⁶² Vedtak og uttalelser (2018) s. 69

dersom tiltaket er saklig og egnet til å øke selskapsformuen, kan det vanskeligere tenkes problematisk. Saken omhandler ikke rettede emisjoner, men vi finner at saken har overføringsverdi på bakgrunn av børsens overprøvelse av forholdsmessighetsvurderingen.

Som nevnt i kapitlet om likebehandling stiller børsen skjerpene krav der det foreligger stor grad av utvanning. I tilfeller der noen eksisterende aksjonærer mottar tegningsinvitasjon, vil andel av “innsidere” ha betydning for kravet til forholdsmessighet. Børsklagenemnden fant blant annet kritikkverdige forhold i sak 3/2015 Sparebank 1 Østfold og Akershus, ettersom tilbudet kun var rettet mot tre eksisterende aksjonærer.⁶³ Det ble anført at et tilbud rettet mot en større gruppe eksisterende aksjonærer bidrar til å sikre en mer legitim prosess.⁶⁴ Saken viser derfor at hvis tilbudet rettes mot en betydelig smal aksjonærkrets, skal det mye til for at vedtaket oppfyller saklighetsvilkåret.

Reparasjonsemisjoner

4.1 Formål

En reparasjonsemisjon har som formål å reparere utvanningseffekten og den økonomiske forfordelingen en rettet emisjon, der bare noen aksjonærer får delta, påfører de aksjonærene som ikke fikk anledning til å tegne seg. I utgangspunktet skal reparasjonsøvelsen gjennomføres kort tid etter den rettede emisjonen, til lik emisjonskurs og tilby et antall tegningsretter slik at eksisterende aksjonærer kan opprettholde sin relative andel.⁶⁵

Reparasjonsemisjoner er en særnorsk trend som ikke er angitt i norsk lov eller forskrift. Emisjonsformen er utviklet på bakgrunn av markedspraksis, jf. punkt 4.3.2. Likevel vil en reparasjonsemisjon omfattes av allmennaksjelovens regler om kapitalforhøyelse, jf. asal kap. 10. En reparasjonsemisjon innebærer normalt krav til utarbeidelse av prospekt, ettersom prospektforordningens unntak ikke får

⁶³ Børsklagenemndens vedtak 3/2015, s. 6

⁶⁴ Børsklagenemndens vedtak 3/2015, s. 7

⁶⁵ Oslo Børs, Retningslinjer for likebehandling

anvendelse.⁶⁶ På denne bakgrunn gjennomføres reparasjonsemisjonen som regel en god stund etter den rettede emisjonen.

4.2 Generelt om reparasjonsøvelsens relevans

I sin veiledning om gjennomføring av reparasjonsemisjoner, uttaler børsen at en påfølgende reparasjonsøvelse kan ha betydning for om den rettede emisjonen er saklig begrunnet. Særlig i forbindelse med kravet til forholdsmessighet.⁶⁷ I henhold til børsen sitt regelverk, vil reparerende tiltak ha en utpreget betydning dersom det fremsettes samtidig med forslaget eller vedtaket om en rettet emisjon. Dersom minoritetsaksjonærenes rettigheter forbedres, vil det få betydning for vurderingen av om selskapet har overholdt saklighetskravet.⁶⁸ Imidlertid vil en reparasjonsemisjon, ifølge Truyen, ikke alene gjøre en rettet emisjon saklig begrunnet, men det kan bidra til å begrense skadevirkningene.⁶⁹

Til spørsmålet om hva som skal til for at en reparasjonsøvelse har en tilstrekkelig reparerende effekt bemerker børsen at “effekten må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle”⁷⁰. Det er en forutsetning at reparasjonsemisjonen må sikre størst mulig grad av likebehandling. En etterfølgende reparasjonsemisjon er av særlig betydning i situasjoner hvor eksisterende aksjonærer forskjellsbehandles. I den forbindelse uttaler børsen i sitt Likebehandlingssirkulære at “reparasjonsemisjoner får særlig betydning som et reparerende tiltak der den rettede emisjonen innebærer en forskjellsbehandling mellom eksisterende aksjonærer”⁷¹. Synspunkter fra juridisk teori oppstiller samme terskel. Ifølge Bergo er det “vanskelig å se at man kan komme unna reparasjonsemisjon dersom noen, men ikke alle aksjonærer får tegne i en rettet emisjon”⁷².

Det er likevel ikke slik at rettede emisjoner alltid har en påfølgende reparasjonsemisjon. Dersom emisjonen rettes mot nye investorer, vil hele

⁶⁶ Forordning 2017/1129

⁶⁷ Oslo Børs, veiledning til reparasjonsemisjoner s. 2

⁶⁸ Oslo Børs, Retningslinjer for likebehandling

⁶⁹ Truyen (2005) s. 401 og 402

⁷⁰ Oslo Børs (2017) s. 2

⁷¹ Børssirkulære 2/2014, s.11

⁷² Bergo (2021) s. 208

aksjonærfellesskapet utsettes for samme grad av utvanning og forfordeling av økonomiske rettigheter. Det vil ikke utelukke en påfølgende reparasjonsemisjon, men selskapene ser da ofte ikke poenget med en reparasjonsøvelse. En naturlig forståelse er derfor at så lenge den rettede emisjonen forankres i vinningsformålet, og ingen aksjonærer får anledning til å tegne seg, vil det ikke være nødvendig med en etterfølgende reparasjonsøvelse.

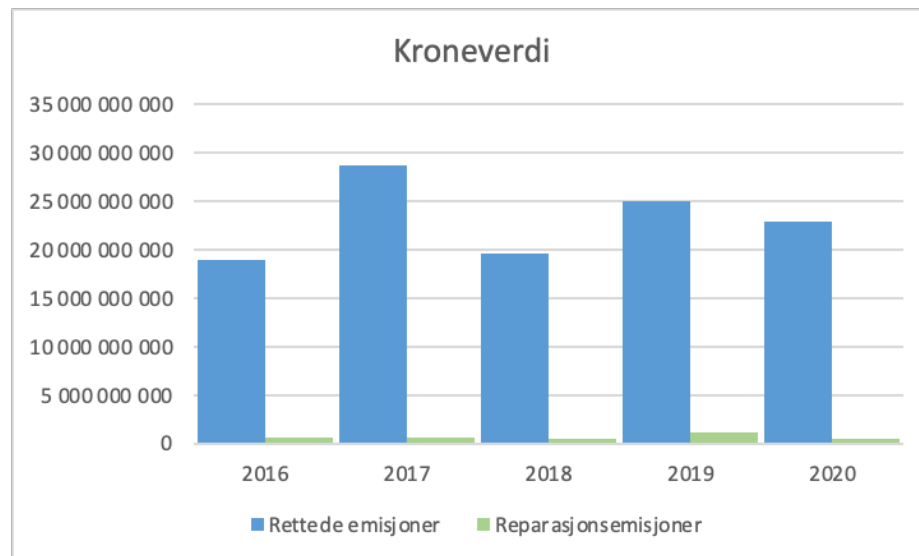
4.3 Bakgrunn og utvikling

4.3.1 Den generelle bakgrunnen og utbredelsen i markedet

Bakgrunnen for at reparasjonsemisjoner er mer utbredt i Norge enn i mange andre land er en direkte følge av den utvidede bruken av rettede emisjoner. Den rettslige utviklingen har medført en oppblomstring av minoritetsinteresser, og dermed et behov for tiltak som bøter på eventuell forskjellsbehandling. Samtidig har en økende bevisstgjøring om hvilke selskapsbeslutninger som er urimelige fått fotfeste i rettspraksis og senere børspraksis. Det kan også nevnes at aktørene på kapitalmarkedet har vært utsatt for et generelt økende fokus på etterlevelse. Selskaper må rapportere avvik fra NUES i sitt årsregnskap, og det skal fremlegges en redegjørelse om selskapsstyring på generalforsamlingen. Spesielt store selskaper er opptatt av å etterleve NUES for å tiltrekke seg store investorer. På den bakgrunn gjennomføres ofte påfølgende reparerende tiltak. Dermed har både den historiske utviklingen og det økende rapporteringsfokuset en sentral rolle i bruken av reparasjonsemisjoner.

I figur 2 vises en oversikt over bruken av reparasjonsemisjoner sammenliknet med rettede emisjoner. Størrelsesorden presenteres i kroneverdi (MNOK). Selv om det ikke foreligger statistikk over reparasjonsemisjoner før 2016 var praksisen utbredt også før den tid, se punkt. 4.3.2.

Figur 2



Statistikk hentet fra Oslo Børs og fremstilt i diagram etter volum.⁷³

Tabellen viser at det foreligger en betydelig forskjell hva gjelder volum av rettede emisjoner og reparasjonsemisjoner. En naturlig observasjon er derfor at de fleste selskaper ikke finner det nødvendig å utstede en reparasjonsemisjon for å ivareta hensynet til likebehandling. For å kunne besvare om observasjonen er forholdsmessig, og om reparasjonsemisjonene har en reparerende effekt må det foretas en konkret analyse av tallene. En slik fremgår i punkt 5.2.4.

Som tidligere nevnt innebærer en rettet emisjon uten reparasjonsemisjon en økonomisk konsekvens for aksjonærene som ikke innlemmes i transaksjonen. Likevel kan det foreligge gode grunner til å gjennomføre en rettet emisjon uten en etterfølgende reparasjonsemisjon. I situasjoner hvor størrelsen på rabatten er relativt begrenset, og mange av aksjonærene får tilbud om å være med i den rettede emisjonen, kan konsekvensen tenkes liten i relasjon til selskapets øvrige vurderinger. Dermed kan reparasjonsemisjonens nødvendighet diskuteres ved at størrelsen blir relativt liten, sett i sammenheng med graden av eventuell forskjellsbehandling.

⁷³ Oslo Børs (u.å)

4.3.2. Utviklingen av reparasjonsemisjoner

I samtale med vår veileder, Knut Bergo, som er en av landets fremste advokater innen finansmarkedsrett, har vi fått en innføring i utviklingen av reparasjonsemisjoner.

Ifølge Bergo hadde utviklingen sin oppstart blant annet i relasjon til verdipapirforetaket Pareto Securities ASA for ca. 10-15 år siden. De bisto selskaper med særlig behov for kapital med å tilrettelegge rettede emisjoner på markedsmessige vilkår på gunstige tidspunkter, der emisjonskursen ble satt “over natten” til en begrenset rabatt på børskursen. Dermed kunne selskapene forhøye aksjekapitalen med mindre rabatter enn i fortrinnsrettsemisjoner. I en del av disse emisjonene ønsket også større eksisterende aksjonærer å delta for å opprettholde sin eierandel; dermed oppstod problemstillingen med likebehandling av alle aksjonærer. Dette ble løst ved reparasjonsemisjoner reservert for de som ikke fikk være med i første runde. Flere selskaper og investorer kom på banen med ønske om å bli med på denne formen for kapitalinnhenting “over børsen”. Dette medførte at flere andre tilretteleggere også kom på banen.

På denne bakgrunn ble det utviklet en generell modell som hadde som formål å bøte på forskjellsbehandlingen som den rettede emisjonen medførte. Dermed oppstod den særnorske trenden, med preferanse for rettede emisjoner supplert av en etterfølgende reparasjonsemisjon.

Markedet hadde imidlertid ulike reaksjoner på denne fremgangsmåten. Reparasjonsøvelsen var en opsjon for de inviterte, i den forstand at en aksjonær da kunne vente ut aksjekursen og se om det lønte seg å tegne aksjer. Derfor gjorde enkelte aksjonærer seg utilgjengelig når det kom henvendelser om deltakelse i den rettede emisjonen, på bakgrunn av at de ønsket å tegne seg i reparasjonsemisjonen fremfor den rettede emisjonen.

4.4 Betydning for likebehandling

4.4.1 Beslutningstidspunktets betydning

Som nevnt under punkt 4.2 får reparasjonsemisjonen betydning for kravet til forholdsmessighet, dersom den beslattes samtidig som den rettede emisjonen. I tilfeller hvor reparasjonsøvelsen beslattes etter den rettede emisjonen, gir juridisk teori den relevans i en eventuell ugyldighetsvurdering.⁷⁴

Det fremgår for oss nokså klart at selskaper som er i en akutt likviditetskrise, eller som skal utnytte en gunstig deal, allerede på vedtakstidspunktet har informasjon om hvorvidt det vil være behov for å utstede en påfølgende reparasjonsemisjon. En naturlig konsekvens er derfor at beslutningstidspunktet vil være det avgjørende for om det må fremsettes reparerende tiltak. Like fullt er en rettet emisjon og en reparasjonsemisjon to ulike beslutninger, uavhengig om det foreligger fullmakt. Derfor må den rettede emisjonen som utgangspunkt være saklig begrunnet og ha et legitimt formål, uavhengig av om det også beslattes en etterfølgende reparasjonsemisjon.

I tilfeller hvor markedet innretter seg slik at børskursen er lavere enn emisjonskursen, er en naturlig konsekvens at reparasjonsemisjonen kanselleres. I den forbindelse mener vi at det vil være avgjørende hvorvidt den rettede emisjonen på beslutningstidspunktet var egnet til å forskjellsbehandle i henhold til generalklausulene og vphl. § 5-14, sml. punkt. 2.3.1 og 2.4.1.

4.4.2 Størrelsen på den etterfølgende reparasjonsemisjonen

Størrelsen på reparasjonsemisjonen vil ha betydning for å fastsette graden av reparerende effekt, ettersom tegningsrettene som tilbys påvirker aksjonærenes relative selskapsandel. Dersom størrelsen på reparasjonsemisjonen er for stor kan det medføre en såkalt “dobbel paying”. I en rettet emisjon hvor en andel eksisterende aksjonærer ikke får tegnet seg, enten fordi de mangler invitasjon eller tilbud, kan det også skje at de heller ikke har anledning til å tegne seg i reparasjonsemisjonen. Dermed oppstår det en situasjon hvor utelatte aksjonær blir

⁷⁴ Bråthen (2014) s. 212

dobbelt utvannet, eller dobbelt forskjellsbehandlet. Reparasjonsøvelsen har likevel gitt utelatte aksjonærer en mulighet til å opprettholde sin andel og dermed ivaretatt likebehandlingshensynet. Det er derfor viktig å merke seg at reparasjonsemisjonen gir en mulighet, men aksjonærene har anledning til å si nei.

Det er i slike tilfeller en rettet emisjon med etterfølgende reparasjonsemisjon kan være særlig problematisk av hensyn til likebehandling. I en fortrinnsrettsemisjon vil tegningsrettene kunne selges, jf. punkt 3.1.1, som gir en anledning til å tre ut av selskapet slik at “dobbel paying” unngås.

Oslo Børs antyder at en reparasjonsemisjon som gir eksisterende aksjonærer anledning til å opprettholde sin relative andel bør anses rimelig.⁷⁵ Likevel har børsnoterte selskaper mange små aksjonærer som ikke følger like godt med, og derfor avstår fra å tegne seg i reparasjonsøvelsen. Av den grunn kan det foreligge omstendigheter som taler mot en for stor reparasjonsøvelse, ettersom en reparasjonsøvelse som er mindre i størrelse kan gi samme grad av forholdsmessighet.

Børsklagenemndens sak 3/2015 Sparebank 1 Østfold og Akershus (selskapet) illustrerer reparasjonsøvelsens relevans ved forholdsmessighetsvurderingen, herunder særlig vurderingen av om størrelsen på reparasjonsøvelsen har en fullt reparerende effekt. Selskapet besluttet i nevnte sak å gjennomføre en rettet emisjon med en påfølgende reparasjonsemisjon, samt en ansattemisjon. Emitteringen resulterte i en overtegning på ca. 460 prosent.⁷⁶

I tilknytning til den påfølgende reparasjonsemisjonen reiser saken interessante holdepunkter. Selskapet gjennomførte reparasjonsemisjonen til samme pris og innen rimelig tid. Reparasjonsemisjonen hadde også tilstrekkelig reparerende effekt ved at tegnerne fikk muligheten til å beholde sine organisatoriske rettigheter. Likevel la Børsklagenemnden til grunn at kravet til likebehandling også innebærer at de eksisterende aksjonærene ikke utvannes i forhold til de

⁷⁵ Børssirkulære 2/2024 s. 11

⁷⁶ Børsklagenemndens vedtak 3/2015, s. 6

aksjonærene som fikk delta i den rettede emisjonen. Overtegningen medførte at reparasjonsemisjonen ikke hadde en full reparerende effekt.⁷⁷

Saken illustrerer dermed at til tross for økt behov for soliditet vil manglende etterlevelse av likebehandling medføre klanderverdige forhold. Tilsynet la særlig vekt på at emisjonen var rettet mot et lite knippe aksjonærer, og at deres påfølgende andeler var så betydelig at reparasjonsemisjonen ikke hadde en reparerende effekt. Dermed viser saken at ved å rette tilbudet mot en betydelig smal aksjonærkrets skal det mye til for at vedtaket oppfyller saklighetsvilkåret, til tross for at det ble utstedt reparerende tiltak.

4.4.3 Den potensielle oppsiden

Ettersom reparasjonsøvelsen vanligvis gjennomføres en god stund etter den rettede emisjonen oppstår det en mulig oppside, som kan ses på som en opsjon, jf. punkt 4.3.2 siste avsnitt.

Når reparasjonsemisjonen gjennomføres har markedet allerede innrettet seg, hvilket medfører en stor fordel for aksjonærene som tegner i etterkant. I tilfeller hvor markedskursen har steget kan aksjonærene tegne seg i reparasjonsøvelsen med en økonomisk fordel. I sitt Likebehandlingssirkulære uttaler børsen blant annet "det at de to emisjonene gjennomføres på forskjellige tidspunkter, og etter forskjellige metoder vil etter de konkrete omstendighetene kunne medføre at det ene tilbudet har fordeler eller ulemper det andre ikke har utover pris og antall aksjer"⁷⁸.

De aksjonærene som tegner seg i den rettede emisjonen får et tilbud basert på en forutgående bookbuilding, og tar større risiko enn de som tegner seg i etterkant. I reparasjonsøvelsen er oppsiden at det foreligger mer informasjon om kursutviklingen. Siden reparasjonsemisjoner utformes på ulike grunnlag, hva gjelder omfang og pris, kan det diskuteres hvorvidt det er riktig at reparasjonsemisjonen gjennomføres til samme pris som den rettede emisjonen.

⁷⁷ Børsklagenemndens vedtak 3/2015, s. 7

⁷⁸ Børssirkulære 2/2014, s. 11

Det kan også diskuteres om reparasjonsøvelsen muligens bør være uforholdsmessig, ettersom den innebærer fordelene av å se an markedet. Derfor kan det virke rimelig at reparasjonsemisjonen ikke er like omfattende, eller tar med seg den fordelene som utspilles ved å tegne seg på et senere tidspunkt.

Rabattens betydning for likebehandling

5.1 Fastsettelse av emisjonskurs

5.1.1 Fortrinnsrettsemisjoner

Siden aksjekursen normalt faller ved annonsering av en fortrinnsrettsemisjon, må selskapet sørge for at tegningskursen settes såpass lavt at den ligger under markedskursen på annonseringstidspunktet. Ettersom fortrinnsrettsemisjoner er tidkrevende foreligger det høy risiko for at markedskursen faller under tegningskursen innen emisjonen er fullført. Som beskrevet i 3.1.1 settes dermed rabatten normalt mellom 25-40 prosent for å tåle volatiliteten i markedskursen. Derav minimeres risikoen for at emisjonen feiler.⁷⁹

For at emisjonen skal kunne gjennomføres må opsjonselementet foreligge, jf. 3.1.1, og aksjonærene må ha insentiver til å delta i emisjonen. Dersom kursen fastsettes med betydelig rabatt, vil aksjonærene tvinges til enten å selge fortrinnsretten, eller innkassere verdien. Parametere som høy gjeldsgrad og lite likviditet i aksjene har ytterligere betydning på tegningskursen som fastsettes. En større rabatt på tegningskursen vil derfor medføre større insentiver for at tegningsrettene benyttes, og at emisjonen blir vellykket.⁸⁰

5.1.2 Rettede emisjoner og reparasjonsemisjoner

I en rettet emisjon fastsettes emisjonskursen på andre vilkår. Selskapene benytter gjerne en investeringsbank som formidler selskapets tilbud til potensielle tegnere. Deretter følger en bookbuilding-prosess hvor prisen fastsettes til den høyeste

⁷⁹ Fossan-Waage (2019)

⁸⁰ Fossan-Waage (2019)

emisjonskursen som sikrer tegning av det antall aksjer selskapet ønsker å utstede. Transaksjonen testes i markedet slik at emisjonskursen fastsettes med utgangspunkt i markedskursen. Dermed kan selskapet i større grad tilpasse seg markedet ved at kursen overvåkes slik at markedsrisikoen og *time to market* svekkes. For at likebehandlingshensynet skal være ivaretatt må rabatten likevel være kvalifisert, jf. punkt 2.5 siste avsnitt. Oslo Børs uttaler at “avvik fra markedsverdi lettere aksepteres som saklig, dersom kursen fastsettes gjennom en forsvarlig og bred bookbuilding som reflekterer det markedsaktørene er villig til å tegne seg for i emisjonen”⁸¹.

I situasjoner hvor selskapet har et akutt behov for kapitaltilførsel, og andre handlingsalternativer ikke løser likviditetskrisen, vil en større rabatt ofte være tenkelig, jf. punkt 3.2.2. I den forbindelse uttaler Oslo Børs at emisjonskursen skal fastsettes “gjennom forhandlinger med enkelte potensielle tegnere, og et større avvik vil her eventuelt kunne saklig begrunnes i at selskapet mangler handlingsalternativer, samt eventuelt risikopåslag”⁸².

Som påpekt tidligere i oppgaven benytter reparasjonsemisjoner samme kurs som den forutgående rettede emisjonen, og har på lik linje som fortrinnsrettsemisjoner et opsjonselement. Fastsettelse av emisjonskursen tar trolig ikke høyde for om det skal utstedes en etterfølgende reparasjonsemisjon. Derfor vil ikke rabatten reflektere risikoen for at markedskursen potensielt kan endres innen reparasjonsøvelsen finner sted.

5.1.3 Selskapenes egne begrunnelser

Som tidligere nevnt bør fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser begrunnes, jf. NUES pkt 4.⁸³ Selskapene begrunner gjerne en rettet emisjon med at det er i aksjonærenes felles interesser, ettersom

⁸¹ Børssirkulære 2/2014, s. 9

⁸² Børssirkulære 2/2014, s. 9

⁸³ NUES (2018) s. 17

markedssituasjonen er gunstig og ny egenkapital kan skaffes rask med lav utførselsrisiko. Next Biometrics Group ASA besluttet å fravike fortrinnsretten “blant annet fordi kursen gjennom bookbuildingprosessen ble fastsatt til den kursen som var mulig å oppnå i markedet for emisjonen, mens en fortrinnsrettsemisjon ville måtte gjennomføres med en betydelig rabatt for å sikre en fulltegningsgaranti”⁸⁴. Dermed anså styret det umulig å beskytte eksisterende aksjonærer mot utvanning ved bruk fortrinnsretter.⁸⁵ Styrets argument underbygges av tidligere redegjørelse ved at tegningskursen i fortrinnsrettsemisjoner forventes å ha en større rabatt, jf. 3.1.1. Ifølge Bergo er det også “erfaringsmessig slik at man oppnår en vesentlig høyere tegningskurs ved rettede emisjoner, slik at utvanning av aksjonærenes aksjeverdi kan unngås”⁸⁶.

5.2 Grad av økonomisk rabatt

Som tidligere nevnt skjerpes likebehandlingsplikten der det er stor differanse mellom børskurs og emisjonskurs, ettersom den økonomiske rabatten påvirker i hvilken grad eksisterende aksjonærer utvannes. Følgende kapittel tar sikte på å undersøke om selskaper har tilstrekkelige insentiver til å foreta en rettet emisjon fremfor en fortrinnsrettsemisjon, og hvorvidt reparasjonsemisjoner har en reparerende effekt.

5.2.1 Rabatt ved rettede emisjoner og fortrinnsrettsemisjoner

Vår hypotese er at om bruken av rettede emisjoner skal være kvalifisert, må den økonomiske rabatten være mindre enn ved fortrinnsrettsemisjoner, jf. punkt 3.1.1. Tabell 1.1 dokumenterer våre empiriske undersøkelser etter at rabatten ved fortrinnsrettsemisjoner og rettede emisjoner er analysert. Rabatten er beregnet ut fra siste børskurs (closing price) før emisjonen ble gjennomført, og emisjonskursen (price).⁸⁷

⁸⁴ Oslo Børs NewsWeb (2019)

⁸⁵ Oslo Børs NewsWeb (2019)

⁸⁶ Bergo (2021) s. 208

⁸⁷ Vedlegg 1

Tabell 1.1

	Rettede emisjoner	Fortrinnsrettsemisjoner
Observasjoner	394	30
Gjennomsnitt	23,21%	20,15%
Høyeste rabatt	99,70%	70,59%
Laveste rabatt	-84,91%	-30,43%
Median	8,32%	15,93%

Tabellen viser at gjennomsnittsrabatten for henholdsvis rettede emisjoner og fortrinnsrettsemisjoner er 23,21% og 20,15%. Antall observasjoner benyttet i analysen er imidlertid lavere enn de faktiske observasjonene i datasettet. Enkelte emitteringer har en uforholdsmessig stor negativ rabatt som indikerer at det foreligger typetilfeller av rettede emisjoner hvor gjeld er konvertert til egenkapital, jf. punkt 3.2.2. Dersom vi hadde inkludert alle rettede emisjoner i analysen ville gjennomsnittsrabatten for rettede emisjoner vært -41,86%. Vi har derfor valgt å kun analysere tilfeller med rabatter fra 100% til -100%. Negative rabatter kan virke usannsynlig, ettersom en fornuftig investor ikke ville tegnet seg hvis tegningskursen er høyere enn børskurs. Likevel ser vi at negative rabatter kan forekomme dersom emisjonskursen settes lik markedet for en gitt periode. Ved å ekskludere alle negative rabatter ville analysen dermed blitt misvisende.

Ettersom det var forventet at fortrinnsrettsemisjoner skulle ha størst rabatt, finner vi det hensiktsmessig å etterprøve resultatet. Som beskrevet i metoden er dataene fremstilt ved bruk av to ulike datasett fra Oslo Børs, se punkt 1.4.2. Dataene kan imidlertid inneholde feilmarginer, og resultatene kan ikke leses med absolutt sikkerhet. For å kvantifisere målingen brukes konfidensintervaller. En oversikt er presentert i tabell 1.2.

Tabell 1.2

	Rettede emisjoner	Fortrinnsrettsemisjoner
Observasjoner	394	30
Gjennomsnitt	23,21%	20,15%
Standardavvik	0,345630404	0,225517912
Varianse	0,119460376	0,050858329
Alpha	0,05	0,05
Konfidensintervall	3,41%	8,07%

Konfidensintervallene for de utvalgte emitteringene utgjør 3,41% og 8,07%, som er beregnet ved bruk av 95%-konfidensintervaller. Ettersom utvalgsgjennomsnittet er angitt ved normalfordeling, kan det anslås et signifikansnivå tilsvarende 5%. Følgelig er dette begrunnelsen for at verdien for alpha er satt til 0,05.

Tilliten til dataene som er brukt styrkes ved at konfidensintervallene er relativt smale. Vi kan dermed fastslå at det foreligger 95% sannsynlighet for at gjennomsnittsrabattene ville blitt tilsvarende hvis vi hadde gjennomført analysen på nytt med et annet utvalg. I fortrinnsrettsemisjoner beregnes gjennomsnittsrabatten til 20,15% og konfidensintervallet tilsvarende 8,07%. Vi kan derfor med 95% sannsynlighet fastslå at den sanne verdien for rabatten ligger et sted mellom 12,8% og 28,22%. Ved bruk av tilsvarende beregninger finner vi at rabatten for rettede emisjoner vil ligge mellom 19,8% og 26,62%.

Vi kan presisere målingene ytterligere ved å velge en lavere alpha. I tabell 1.3 settes alpha til 0,01, og viser at den sanne verdien for rettede emisjoner med 99%

sannsynlighet ligger et sted mellom 18,72% og 27,7%. Ved å foreta tilsvarende målinger for fortrinnsrettsemisjoner finner vi at gjennomsnittsrabatten er mellom 9,55% og 30,75%.

Tabell 1.3

	Rettede emisjoner	Fortrinnsrettsemisjoner
Alpha	0,01	0,01
Konfidensintervall	4,49%	10,6%

Det er observert færre fortrinnsrettsemisjoner enn rettede emisjoner, som kan forklare hvorfor fortrinnsrettsemisjoner har de bredeste konfidensintervallene. Resultatet fremstår likevel forbausende i lys av vår hypotese om at rettede emisjoner innehar lavere rabatt enn fortrinnsrettsemisjoner. En forklaring kan være at gjennomsnittsrabatten omfatter særlige tilfeller som ikke synes å være representative for analysen, hvilket blir diskutert ytterligere i punkt 5.2.3.

På denne bakgrunn finner vi at median er den mest hensiktsmessige målestokken, siden dette er et sentralitetsmål som verken påvirkes av store positive eller negative rabatter. I så tilfelle ser vi at fortrinnsrettsemisjoner har en rabatt på 15,93%, og rettede emisjoner har en rabatt på 8,32%. Derav har fortrinnsrettsemisjoner en større rabatt, hvilket er i tråd med den generelle forventningen, jf. punkt 3.1.1.

5.2.2 Rettede emisjoner med og uten reparasjonsemisjon

For å undersøke selskapenes insentiver til å foreta en reparasjonsøvelse etter en rettet emisjon, finner vi det hensiktsmessig å analysere rabatten i rettede emisjoner med og uten reparasjonsemisjon. Tabell 1.4 illustrerer funnene.

Tabell 1.4

	Rettede emisjoner u/ rep	Rettede emisjoner m/rep
Observasjoner	337	57
Gjennomsnitt	16,06%	14,30%
Høyeste rabatt	99,70%	93,75%
Laveste rabatt	-84,91%	-14,87%
Median	3,48%	9,67%

Gjennomsnittsrabatten ved de gitte emitteringene er henholdsvis 16,06% og 14,30%. Etersom rettede emisjoner uten etterfølgende reparasjonsemisjon har høyest rabatt, vil resultatet virke motstridende i henhold til reglene om likebehandling, og det generelle formålet med reparasjonsøvelsen, jf. punkt 4.1. I tabellen under er konfidensintervaller brukt for å få et mer kvantifisert resultat.

Tabell 1.5

	Rettede emisjoner u/ rep	Rettede emisjoner m/rep
Observasjoner	337	57
Gjennomsnitt	16,06%	14,30%
Standardavvik	0,364282059	0,143004689
Varianse	0,132701419	0,204639106
Alpha	0,05	0,05
Konfidensintervall	3,89%	5,31%

Konfidensintervallene er henholdsvis 3,89% ved rettede emisjoner uten reparasjonsemisjon, og 5,31% ved rettede emisjoner med reparasjonsemisjon.

Dermed kan vi med 95% sannsynlighet anslå at rabattens sanne verdi ved rettede emisjoner uten reparasjonsemisjon ligger et sted mellom 12,17% og 19,95%. Tilsvarende kan vi anslå at den sanne verdien for rettede emisjoner med reparasjonsemisjon ligger mellom 8,99% og 19,61%.

Ved bruk av median viser analysen at rettede emisjoner uten reparasjonsemisjon har en rabatt på 3,48%, og rettede emisjoner med reparasjonsemisjon har en rabatt lik 9,67%. Funnene beviser at de rettede emisjonene med størst grad av økonomisk rabatt kombineres med en reparasjonsemisjon, hvilket er i tråd med reglene om likebehandling. Dermed får de aksjonærene som ikke fikk anledning til å tegne seg i den rettede emisjonen mulighet til å opprettholde sin relative selskapsandel og redusere utvanningseffekten.

5.2.3 Avvik

Tallmaterialet for rettede emisjoner er ikke er tilstrekkelig differensiert for analysen, da alle typer rettede emisjoner er inkludert. Som beskrevet i punkt 3.2.2 foreligger det ulike typetilfeller av rettede emisjoner, som kan påvirke hvem emisjonen rettes mot, hvorfor emisjonen utstedes og hvordan rabatten fastsettes. Etersom likebehandlingsproblematikken er særlig fremtredende i situasjoner hvor noen eksisterende aksjonærer innlemmes, kan funnene fremstå noe misvisende da tallene ikke skiller mellom emisjoner rettet mot nye og eksisterende aksjonærer.

Etersom tallmaterialet inneholder uforholdsmessige positive og negative rabatter som gjør store utslag på analysen, er det hensiktsmessig å foreta en alternativ beregning for å kunne bedømme holdbarheten av materialet. Tabell 1.6 illustrerer den økonomiske rabatten dersom vi kun inkluderer tilfeller der rabatten strekker seg fra 80% til -80%.

Tabell 1.6

	Rettede emisjoner	Rettede emisjoner u/rep	Rettede emisjoner m/rep
Observasjoner	360	305	55
Gjennomsnitt	8,99%	8,54%	11,53%
<i>Gjennomsnitt</i>	-41,86%	-51,17%	14,30%
Høyeste rabatt	79,31%	79,31%	52,17%
Laveste rabatt	-69,45%	-69,45%	-14,87%
Median	2,87%	2,14%	9,44%

Med dette tallmaterialet er gjennomsnittsrabatten for rettede emisjoner 8,99%, mens rabatten beregnet ut fra det opprinnelige utvalget var 23,21%, jf. tabell 1.1 og 1.4. Stikkprøver av tilfellene som faller utenfor analysen viser at avvikene oftest skyldes restruktureringer eller opsjonsavtaler der prisingen avviker signifikant fra markedskursen. I motsetning til den vanlige fastsettelsen av emisjonskursen, jf. punkt 5.1.2, er ikke disse kursene fastsatt ut fra et likvid børsmarked. Derav reflekteres ikke rabatten av markedskursen. I enkelte tilfeller har aksjekursen sunket drastisk slik at den ligger under børsens ticker verdi, som betyr at selskapet står i fare for konkurs. Som beskrevet under punkt 3.2.2 er restruktureringer hvor gjeld konverteres til egenkapital et særlig typetilfelle av rettede emisjoner som gir store statistiske utslag. Selv om det foreligger stor grad av utvanning i disse tilfellene, mener vi de ikke er representative for analysen.

I henhold til tabell 1.6 fastsettes gjennomsnittsrabatten for rettede emisjoner til 8,99%. Et slikt funn samsvarer med våre innledende undersøkelser. I samtale med profesjonelle markedsaktører har vi fått opplyst at det normalt tildeles en rabatt mellom 5% og 10%, med forbehold om at selskapet ikke har problemer med likviditet eller er på randen av konkurs.

En sammenligning av tabell 1.1, 1.4, og 1.6 viser at det foreligger store variasjoner i gjennomsnittsrabatt og median. Merk at tabell 1.6 viser en betydelig lavere median enn ved de foregående fremstillingene, ettersom de mest ekstreme utfallene av økonomisk rabatt er ekskludert. En årsak kan være at tilfeller av restruktureringer synes å være overrepresentert i tallene for rettede emisjoner uten reparasjonsemisjon, og ved å ekskludere avvikene får vi et resultat som samsvarer med de juridiske funnene i oppgaven. Selv om vi finner enkelte avvik ikke-representative for analysen, må det likevel bemerkes at en slik tallanalyse har potensiale til å fremvise de resultatene man ønsker ut fra forbehold og ekskluderings. Derfor finner vi det hensiktsmessig å vise tallene med og uten avvik.

5.2.4 Reparasjonsemisjoner

Rabatten for reparasjonsemisjoner er beregnet ut fra differansen mellom emisjonskursen til den foregående rettede emisjonen, og siste markedskurs før reparasjonsøvelsen ble gjennomført, jf. punkt 5.1.2. Resultatet er illustrert i tabell 1.7.

Tabell 1.7

Reparasjonsemisjoner	
Observasjoner	51
Gjennomsnitt	12,08%
Høyeste rabatt	89,72%
Laveste rabatt	-52,03%
Median	8,40%

Analysen viser at reparasjonsemisjoner har en gjennomsnittsrabatt på 12,08%. Vi finner at rabatten som tildeles er lavere enn gjennomsnittsrabatten til de rettede emisjonene, sml. tabell 1.6. Imidlertid foreligger det en forventning om at rabatten ved reparasjonsemisjoner bør være positiv for å inneha en reparerende effekt. Tabell 1.8 viser konfidensintervaller som er benyttet for å estimere den sanne verdien.

Tabell 1.8

Reparasjonsemisjoner	
Observasjoner	51
Gjennomsnitt	12,00%
Standardavvik	0,120841432
Varianse	0,216906787
Alpha	0,05
Konfidensintervall	5,95%

Vi kan anslå med 95% sannsynlighet at den sanne verdien for gjennomsnittsrabatt ligger mellom 6,13% og 18,03%. Ettersom det ikke foreligger noen ekskluderte avvik i utvalget for reparasjonsemisjoner, vil det være hensiktsmessig å undersøke verdiene med et 99%-konfidensintervall. Resultatet illustreres i tabell 1.9.

Tabell 1.9

Reparasjonsemisjoner	
Alpha	0,01
Konfidensintervall	7,82%

Dersom alpha settes til 0,01 ser vi at konfidensintervallet blir noe større. Ved et konfidensintervall på 7,82%, kan vi med 99% sannsynlighet anslå at den sanne verdien ligger et sted mellom 4,18% og 19,82%. Det kan dermed konkluderes med at rabatten er positiv.

Som vist i 5.2.2 foreligger det betydelig færre observasjoner av rettede emisjoner med reparasjonsemisjon, hvilket forklarer det relativt lave antallet av reparasjonsemisjoner. Det foreligger imidlertid rettede emisjoner i analysen som opprinnelig har planlagt en reparasjonsemisjon, men som har kansellert denne. Ved å undersøke børsmeldinger på Oslo Børs NewsWeb, finner vi at selskapene begrunner kanselleringen i at markedskursen var lavere enn emisjonskursen på tidspunktet for gjennomføringen av reparasjonsøvelsen. Eksempelvis utførte REC Silicon en rettet emisjon i 2020, etter å ha vurdert andre former for kapitalinnhenting. I børsmeldingen opplyste selskapet at det ville skje en etterfølgende reparasjonsemisjon dersom den rettede emisjonen ble fulltegnet.⁸⁸ I en senere børsmelding ble det annonsert at den planlagte reparasjonsemisjonen var kansellert på bakgrunn av at markedskursen hadde blitt lavere enn tegningskursen. De poengterte imidlertid at aksjonærer som ønsket å redusere utvanningseffekten kunne kjøpe aksjer i det åpne markedet for en mer gunstig kurs.⁸⁹

⁸⁸ Oslo Børs NewsWeb (2020a)

⁸⁹ Oslo Børs NewsWeb (2020b)

5.3 Avsluttende bemerkninger

Den foregående fremstillingen viser at det foreligger ulikheter i resultatene ut fra hvilken målestokk som benyttes. Ettersom tallmaterialet er normalfordelt, og det foreligger enkelte uforholdsmessige avvik, brukes median som målestokk. Som analysen viser har rettede emisjoner en rabatt på 8,32%, og fortrinnsrettsemisjoner 15,93%. Resultatet sammenfaller med forventningen om at selskaper velger å fravike fortrinnsretten med begrunnelse i den økonomiske rabatten. Ved å splitte de rettede emisjonene i tilfeller med og uten etterfølgende reparasjonsøvelse finner vi at disse innehar en rabatt på henholdsvis 9,44% og 2,14%. På denne bakgrunn kan vi konkludere med at selskaper som utsteder en rettet emisjon med høy grad av rabatt, oftest utsteder en reparasjonsemisjon.

Vår analyse viser at særlige former for restruktureringer synes å være overrepresentert i tallmaterialet for rettede emisjoner. Det må derfor tas forbehold om at tallene ikke skiller mellom rettede emisjoner med og uten eksisterende aksjonærer, eller der selskaper i deep distress har konvertert gjeld forut for emisjonen. Dersom vi kun undersøker tilfeller med rabatt mellom 80% til -80% ser vi at medianen for rettede emisjoner blir 2,87%. Dette illustrerer at det foreligger store insentiver for å utstede en rettet emisjon fremfor en fortrinnsrettsemisjon, i tilfeller der det er et fungerende børsmarked for aksjen og selskapet kan opptre som aksjeselger på linje med aksjonærene. Rettede emisjoner som innehar store rabatter, fremstår som tilfeller der det ikke er et fungerende marked i aksjen, normalt fordi selskapet har en stor gjeld som omsettes til under pålydende og er avhengig av gjeldskonvertering for å overleve. Som tidligere nevnt er denne typen selskaper i realiteten konkurs, og det er en vanlig oppfatning at aksjene da prises som en opsjon, eller at aksjekursen er misvisende på grunn av lite omsetning i aksjene forut for emisjonen.

Det må likevel bemerkes at analysen kan fremvise mange ulike resultater, ut fra hvordan tallmaterialet avgrenses. Selv om enkelte avvik anses lite representative for analysen, finner vi det hensiktsmessig å understreke at analysen bør ses i sin helhet, med og uten avvik.

Analysen viser at reparasjonsemisjoner som utstedes innehar en positiv rabatt. Det foreligger likevel størst utvanning av de aksjonærene som får anledning til å tegne seg i reparasjonsøvelsen, men som ikke har mulighet av økonomiske årsaker. Denne gruppen aksjonærer kan derfor anses som de største taperne på markedet. Det er likevel ikke gitt at alle rettede emisjoner må gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon for at kravet til likebehandling skal være oppfylt. Ettersom selskapene gjør et forsøk på å utstede en reparasjonsøvelse, kan det anslås at de aktivt foretar tiltak som skal ivareta minoritetenes interesse. På denne måten kan vi si at kravet til likebehandling er oppfylt.

Konklusjon

Som oppgaven har vist, er rettede emisjoner den hyppigst brukte formen for kapitalforhøyelse på norsk regulert marked. Til tross for at fortrinnsrettsemisjoner er lovens hovedregel, foretrekkes rettede emisjoner ettersom både nasjonal og internasjonal rett gir selskapene anledning til å hente inn kapital på en betydelig mer effektiv og kostnadsbesparende måte. Praksisen synes også å være akseptert av lovgiver og tilsynsmyndighet, og derfor fremstår det for oss naturlig at rettede emisjoner dominerer i både størrelse og hyppighet. Likevel synes det å være uheldig at lovens unntak er det som i praksis fremstår som hovedregelen.

Vi finner at det foreligger gode grunner til å fravike fortrinnsretten. Der rettede emisjoner har en stor rabatt, indikerer våre funn at en fortrinnsrettsemisjon sannsynligvis ikke ville gitt et bedre resultat, siden aksjonærene ikke ville fått solgt alle fortrinnsrettene over børs til full verdi. Ettersom analysen viser at rabatten for rettede emisjoner er lavere enn ved fortrinnsrettsemisjoner, er bruken berettiget i lys av vinningsformålet. Dette gjør seg særlig gjeldende i situasjoner hvor emisjonen er motivert ut fra et akutt kapitalbehov. I situasjoner hvor selskapet avventer kursoppgang for å sikre en gunstig mulighet, eller der hvor selskapet er overkapitalisert, finner vi imidlertid fravikelsen mer problematisk.

Ved å splitte de rettede emisjonene i tilfeller med og uten etterfølgende reparasjonsøvelse finner vi at selskaper som utsteder en rettet emisjon med høy grad av rabatt, oftest utsteder en reparasjonsemisjon. Dermed kan vi fastslå at selskapene synes å gjennomføre tiltak som ivaretar likebehandling dersom

rabatten er høy. Analysen viser også at reparasjonsemisjonene som utstedes innehar en positiv rabatt, og har derfor potensiale til å redusere forskjellsbehandling. Vi finner imidlertid at taperne i markedet er de aksjonærene som ikke deltar i reparasjonsemisjonen, ettersom de ville fått anledning til å selge tegningsrettene over børs i en fortrinnsrettsemisjon. Dermed kunne en tallanalyse av omsetningsvolumene for fortrinnsrettssalg over børs vært et interessant oppfølgingsprosjekt.

Alt tatt i betraktning konkluderes det med at bruken av rettede emisjoner på Oslo Børs er en akseptert praksis, selv om vi mener slike emitteringer burde hatt en tydeligere plassering i norsk rett. Vi finner at fravikelse av fortrinnsretten ikke er problematisk så lenge dette reflekteres i rabatten. Det kan videre konkluderes med at reparasjonsemisjoner sjeldent er fullt reparerende, men at disse reduserer likebehandlingsproblematikken ved å oppstille en forholdsmessig reparerende effekt.

Referanseliste

Litteratur

Aarbakke, Magnus. Aarbakke, Asle. Knudsen, Gudmund. Ofstad, Tone og Skåre, Jan. (2020). *Aksjeloven. Ajourført lovkommentar*. Juridika.

Andenæs, Mads Henry. (2016). *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. 3. utg ved Andenæs, Ole. Berge, Stig. og Christoffersen, Margrethe Buskerud. 07 Media AS, Oslo.

Bergo, Knut. (2014). *Børs- og verdipapirrett*. 4. utgave. Cappelen Damm Akademisk Forlag.

Bergo, Knut. (2021). *Børs- og verdipapirrett*. 5. utgave. Cappelen Damm Akademisk Forlag.

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

Fossan-Waage, Per. (2019). *Fortrinnsrettsemissjon - hvordan sette tegningskursen?* Hentet fra <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fortrinnsrettsemissjon-hvordan-sette-tegningskursen.html>

Jakobsen, Lisa Charlotte. (2018). *Vinningsformålet i norske aksjeselskapsrett*. Nordisk tidsskrift for selskapsrett. Nr. 2.

Myklebust, Trude. (2011). *Innføring i finansmarkedsrett*. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

NUES. (2018). Eierstyring og selskapsledelse. 9 utg. Hentet fra https://nues.no/wp-content/uploads/2020/01/NUES_nor_print_okt2018_2.pdf

Truyen, Filip. (2004) *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*. Jussens Venner 2004/5-6 (side 305-328). Hentet fra

<https://juridika.no/tidsskrifter/jussens-venner/2004/5-6/artikkel/truyen>

Truyen, Filip. (2005). *Aksjonærenes myndighetsmisbruk - en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.

Lov- og forarbeidsregister

2007 Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).
1997 Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).
1992 Lov 27. november nr. 23 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) (EØS-loven).
1997 Lov 13. juni nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven).
1998 Lov 17. juni nr. 57 om verdipapirbørs (børsloven).
1984 Lov 08. juni nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven).

NOU 1992:29 (Lov om aksjeselskaper).

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

Ot.prp. nr 54 (1988-1989) Om lov om endringer i lov 17 juni 1998 nr 57 om verdipapirbørs (børsklagenemnd).

Forordning (EU) 2017/1129 (prospektforordningen).

Direktiv 2007/36/EF (aksjonærrettighetsdirektivet).

Direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet).

Direktiv 77/91/EØF (kapitaldirektivet).

Direktiv (EU) 2017/1132 (kodifisering om visse aspekter ved selskapsrett).

Dommer

Rt. 1989 s. 1230

Rt. 2003 s. 335

RG. 1996 s. 491

RG. 2001. s. 841

LF-2009-120317

Oslo Børs vedtak, uttalelser og børssirkulærer

Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser (2003).

Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser (2006).

Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser (2009).

Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser (2013).

Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser (2018).

Oslo Børs, Vedtak og Uttalelser (2020).

Børsklagenemndens sak 2/2006: Opticom ASA.

Børsklagenemndens sak 3/2015: Sparebank 1 Østfold Akershus.

Oslo Børs. Børssirkulære nr. 2/2014 (Likebehandling). Hentet fra

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer-arkiv/2-2014-Likebehandling>

Oslo Børs. Regelverk. *Retningslinjer for likebehandling*. Hentet fra

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Retningslinjer-for-likebehandling>

Oslo Børs. Veiledning tilknyttet gjennomføring av reparasjonsemisjoner. 2017.

Oslo Regelbok II - utstederregler (2021). Hentet fra

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

Annet

Emisjoner OB 1997 - 2020. (u.å). Oslo Børs, Emisjonsstatistikk hentet fra:

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

Oslo Børs Informasjon AS/BI's database, tilgang gitt fra Øyvind Norli 19.05.2021

Oslo Børs NewsWeb. (2016). *Prosafte SE: Key information relating to the reverse share split*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/415154>

Oslo Børs NewsWeb. (2019). *NEXT Biometrics Group ASA - Notice of extraordinary general meeting*. Hentet fra

<https://newsweb.oslobors.no/message/468113>

Oslo Børs NewsWeb. (2020a) *REC Silicon - Contemplated Private Placement*.

Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/515442>

Oslo Børs NewsWeb. (2020b). *REC Silicon - Cancellation of subsequent offering*.

Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/519470>