



Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

VÅR REFERANSE  
22/5338

DERES REFERANSE

DATO  
08.03.2024

## Rettede emisjoner og likebehandling av aksjonærer - forslag om utredning

### 1. Innledning

Aksjelovgivningens utgangspunkt er at eksisterende aksjeeiere har fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser i selskapet. I det norske markedet for noterte selskaper er bruken av rettede emisjoner, dvs. emisjoner der fortrinnsretten fravikes, på et svært høyt nivå og høyere enn i mange andre EØS-land.

Det har flere ganger de siste årene vært framsatt påstander om forfordelinger av aksjonærer i forbindelse med rettede emisjoner. Det er som regel minoritetsaksjonærer som blir rammet dersom det skjer en usaklig forskjellsbehandling. Det kan også være vanskelig for småaksjonærer å følge opp sine rettigheter etter aksjelovgivningen.

Det er Finanstilsynets vurdering at den omfattende bruken av rettede emisjoner øker risikoen for at aksjonærer blir gjenstand for usaklig forskjellsbehandling og kan bidra til å svekke tilliten til det norske kapitalmarkedet.

Finanstilsynet mener det kan stilles spørsmål om dagens regelverk gir et tilstrekkelig vern slik at man unngår at noen aksjeeiere får en urimelig fordel på bekostning av andre aksjonærer ved emisjoner.

Finanstilsynets foreslår at det nedsettes et offentlig utvalg for å gjennomgå praksisen ved rettede emisjoner og vurdere om det er behov for å endre regelverket. Finanstilsynet peker i den forbindelse på at det også foreligger enkelte EØS-rettslige problemstillinger som det er naturlig at utredes nærmere.

Punkt 2 gir en oversikt over bruken av rettede emisjoner i det norske markedet. I punkt 3 beskrives dagens tilsyn med oppfølgingen av regelverket, mens punkt 4 utdyper behovet for en offentlig utredning.

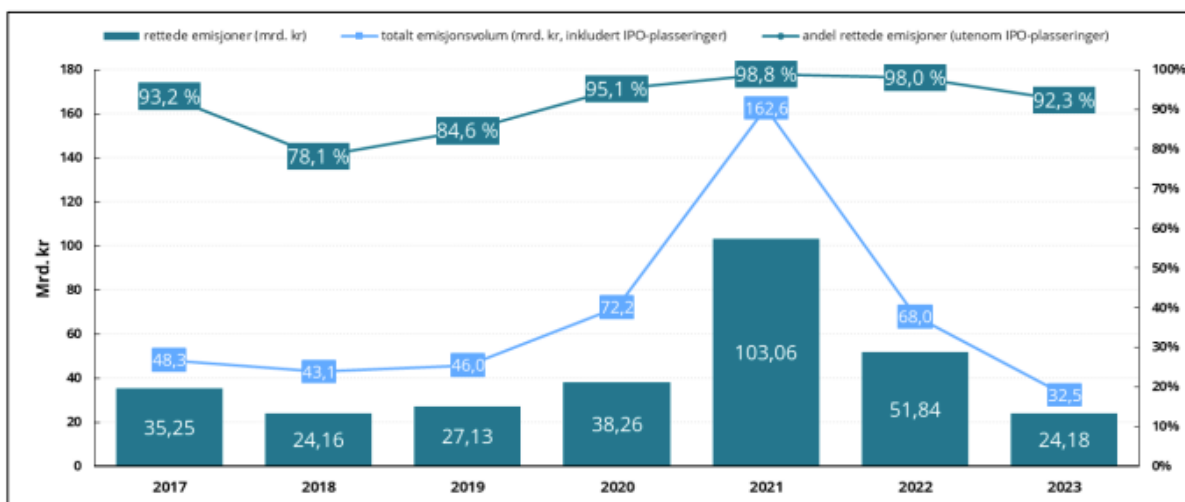
## 2. Rettede emisjoner er i praksis hovedregelen ved kapitalforhøyelser i det norske markedet

Det er et grunnleggende prinsipp i både aksje- og allmennaksjeloven at aksjonærene skal behandles likt og at verken styret eller generalforsamling kan fatte beslutninger som innebærer en urimelig fordel for andre aksjeeiere eller selskapet.<sup>1</sup>

Aksjelovgivningens hovedregel i § 10-4 er at aksjonærene i selskapet, ved forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning mot kontantinnskudd, har fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet. Eksisterende aksjonærers fortrinnsrett kan imidlertid fravikes ved generalforsamlingsvedtak. Forslag om at generalforsamlingen skal fatte beslutning om å fravike fortrinnsretten skal begrunnes.

Det kan være gode grunner til å velge å innhente kapital gjennom en rettet emisjon. Saklig grunn kan eksempelvis være at den økonomiske situasjonen i selskapet tilsier at kapital må innhentes raskt. For å søke å utlikne forskjellsbehandling av aksjeeiere ved en rettet emisjon, kan utsteder tilby en reparasjonsemisjon til aksjonærene som ikke fikk delta i den rettede emisjonen.

Rettede emisjoner har over lang tid vært sterkt dominerende ved kapitalforhøyelser i det norske markedet.<sup>2</sup> Som vist i figuren under, har rettet emisjonsvolum de senere årene utgjort over 90 prosent av samlet emisjonsvolum i selskaper notert på de tre handelsplassene Oslo Børs, Euronext Expand Oslo og Euronext Growth Oslo (når emisjoner i forbindelse med børsnoteringer – IPO-plasseringer – holdes utenfor).



<sup>1</sup> Dette har kommet til uttrykk i generalklausulene i allmennaksjeloven og aksjeloven §§ 5-21 og 6-28 slik at "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" og "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".

<sup>2</sup> <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2023/rettede-emisjoner-og-likebehandling-av-aksjonarer/>

### 3 Kort om tilsyn med oppfølgingen av rettede emisjoner i noterte foretak

Etterlevelse av aksjelovgivningens likebehandlingsregel må håndheves av aksjonærene selv, for eksempel ved å anlegge ugyldighets- og/eller erstatningssøksmål mot selskapet eller noen som har opptrådt på dets vegne. Verken Finanstilsynet eller Oslo Børs har tilsynsansvar for etterlevelse av aksjelovgivningens regler.

For selskaper opptatt til handel på regulert marked er imidlertid likebehandlingsprinsippet også reflektert i verdipapirhandelloven § 5-14 om plikt for utstedere til å likebehandle sine aksjonærer med mindre en forskjellsbehandling er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.

Oslo Børs har fastsatt regler som tilsvarer verdipapirhandellovens likebehandlingsregel i sitt eget interne regelverk. Børsens likebehandlingsregler er gjort gjeldende for utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel både på de regulerte markedene Oslo Børs og Euronext Expand, og på den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo. Oslo Børs følger i dag opp utstedernes etterlevelse av likebehandlingsreglene med grunnlag i eget regelverk og har laget et sanksjonsregime knyttet til overtredelse.

Finanstilsynet har gjennomført et tilsyn med Oslo Børs' oppfølging av likebehandlingsreglene. Tilsynsrapporten vil bli ferdigstilt i løpet av kort tid. Ett av temaene for tilsynet er om Oslo Børs har en rettslig plikt til å følge opp likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven § 5-14, som er inntatt i verdipapirhandelloven kapittel 5. Det følger av verdipapirhandelloven § 12-2 (3) at Oslo Børs skal følge opp at utstedere etterlever reglene i verdipapirhandelloven kapittel 5. Oslo Børs har i forbindelse med tilsynet anført at de ikke har en slik plikt etter loven. Argumentasjonen er at en plikt til å følge opp at utsteder etterlever en slik likebehandlingsregel ikke følger av direktiv 2014/65/EU (MiFID II) artikkel 51. Artikkel 51 er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 12-2. Siden MiFID II er et fullharmoniseringsdirektiv, er derfor synspunktet at § 12-2 (3) må tolkes innskrenkende for å unngå et resultat som strider mot EØS-retten.

Etter en nærmere vurdering har Finanstilsynet kommet frem til at det er en betydelig usikkerhet om Oslo Børs kan pålegges å følge opp likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven. I tilsynet med Oslo Børs vil Finanstilsynet derfor ikke lenger legge til grunn at Oslo Børs kan pålegges å følge opp likebehandlingsregelen fra det tidspunkt de ikke lenger har det i sitt eget regelverk.

For ordens skyld opplyses at Oslo Børs ikke er uenig at de i dag har en plikt til å følge opp likebehandlingsreglene ettersom de har inntatt tilsvarende regler i sitt interne regelverk.

Etter verdipapirhandelloven § 19-1 (1) har Finanstilsynet tilsyn med overholdelsen av lovens bestemmelser. Finanstilsynet kan dermed håndheve likebehandlingsregelen i § 5-14, herunder gi utstedere på regulerte markeder<sup>3</sup> offentlig kritikk og pålegg om retting. Finanstilsynet har derimot ingen formell sanksjonshjemmel.

---

<sup>3</sup> Bestemmelsen omfatter ikke multilaterale handelsfasiliteter, som eksempelvis Euronext Growth Oslo.

#### 4. Nærmere om behov for en utredning

Likebehandlingsreglene i aksjelovene og verdipapirhandelloven § 5-14 er ikke begrenset til likebehandling av aksjeeiere ved emisjoner. Aksjelovens regler kan også omfatte f.eks. beslutning om utdeling av utbytte og vedtektsendringer. Verdipapirhandellovens regler "speiler" som nevnt aksjelovgivningens bestemmelser, men stiller også krav til likebehandling av innehavere av andre finansielle instrumenter som er notert på norsk markedsplass, eksempelvis obligasjonseiere.

Finanstilsynets bekymring er basert på observasjoner knyttet til anvendelsen av likebehandlingsregelen ved *emisjoner* i *noterte* selskaper. Det er av hensyn til investorvernet og et velfungerende kapitalmarked at Finanstilsynet ser et behov for nærmere utredning, og da særlig knyttet til oppfølging av og tilsyn med etterlevelsen av reglene. Slik Finanstilsynet vurderer det er det mest hensiktsmessig at en slik utredning legges til et offentlig utvalg. Et slikt utvalg kan eventuelt også vurdere andre tiltak for å styrke likebehandling av innehavere av finansielle instrumenter.

Finanstilsynet mener det er behov for en vurdering av om *kravene* som stilles til selskapene ved rettede emisjoner i tilstrekkelig grad ivaretar hensynet til likebehandling av aksjonærer. Finanstilsynet peker på at det for noterte foretak foreligger en særskilt forventning om opplysninger om aksjen og selskapet, og at dette igjen kan tale for å vurdere om det er behov for særskilte dokumentasjonskrav ved beslutning og gjennomføring av rettede emisjoner for disse selskapene. I en eventuell utredning vil man blant annet måtte ta stilling til om slike eventuelle krav skal gjøres gjeldende for samtlige aksjeselskaper, eller om det er ønskelig og rettslig grunnlag for å pålegge slike strengere dokumentasjonskrav for bare noterte foretak.

Det følger av rapporteringsdirektivet<sup>4</sup> at medlemsstatene kan fastsette strengere krav til utstedere enn de som fremkommer av direktivet. Det er derfor i utgangspunktet ikke noe i veien for å ha krav til likebehandling av aksjonærer også når det gjelder fremgangsmåten ved emisjoner. Slike strengere regler vil riktignok kunne bli ansett som en restriksjon på en grunnleggende frihet i EØS-avtalen, men dette er tillatt så lenge reglene forfølger et legitimt mål på en egnet måte og ikke går lenger enn nødvendig. Finanstilsynet legger derfor til grunn at verdipapirhandelloven § 5-14 ikke i seg selv er i strid med EØS-retten. Det er imidlertid naturlig at en eventuell utredning også omfatter avklaring av dette spørsmålet.

*Oppfølging* av likebehandlingsregelen er viktig for å ivareta integriteten i det norske kapitalmarkedet. Det er Finanstilsynets vurdering at en utredning også bør se på hvordan en etterfølgende håndheving av reglene for gjennomføring av rettede emisjoner kan skje på en mest mulig effektiv måte. Også her kan det være grunnlag for å se særskilt på noterte selskaper. Videre kan det være naturlig å blant annet vurdere om, og eventuelt hvordan, de ulike stegene i prosessen (saksbehandlingen) bør kontrolleres. Det er i den forbindelse naturlig at et utvalg også kartlegger

---

<sup>4</sup> Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-14 stammer fra børsforskriften § 23-8, som ble vedtatt i 1994, og det materielle innholdet har vært uendret siden da. Bestemmelsen ble flyttet til verdipapirhandelloven § 5-14 da loven ble vedtatt i 2007, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007). Børsforskriften § 23-8 har bakgrunn i direktiv 79/279/EØF vedlegg C punkt 2.a, som fastsatte at "[s]elskapet skal sørge for at aksjeeiere som befinner seg i samme stilling, behandles likt" (med tilsvarende bestemmelse for obligasjonseiere i vedlegg D punkt A 1). Direktivets likebehandlingsregler ble videreført uendret i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) artikkel 65 og 78, og deretter i direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet) artikkel 17 nr. 1 og 18 nr. 1. Ordlyden for aksjonærer er nå at "[u]tsteder av aksjer som er opptatt til notering på et regulert marked, skal sørge for likebehandling av alle aksjeeiere som er i samme situasjon"

hvordan en etterfølgende håndheving av likebehandlingsreglene praktiseres i andre land det er naturlig å sammenligne seg med, herunder hvilke roller offentlige og private organer måtte ha.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy  
Avdelingsdirektør

Marte Voie Opland  
Seksjonssjef (konst.)

*Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.*