



KRITISK: Professor emeritus Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole (NHH) mener det er en uting at rettede emisjoner har blitt så vanlige. Marit Hommedal / NTB scanpix

## Norske selskaper hopper bukk over småaksjonærene: – En uggen følelse

**Selskaper som henter raske penger fra store investorer må ha gode grunner for ikke å bryte loven. Statistikken viser likevel at rettede emisjoner dominerer på Oslo Børs. Hva skal egentlig til for at en rettet emisjon er rotten?**

**Eirik Billingsø Elvevold**

Publisert 12. november 2019 06:09

Lovens utgangspunkt er klart: aksjonærer skal likebehandles i emisjoner.

Hvis et norsk selskap skal gjennomføre en rettet emisjon, og hente penger direkte fra noen store investorer, må styret ha en saklig begrunnelse.

Styret må først og fremst begrunne hvorfor den rettede emisjonen er i alles interesse. Begrunnelsen må være ekstra god hvis emisjonen tilsidesetter eksisterende aksjonærer, fører til stor utvanning eller gir stor rabatt i forhold til markedskursen.

Likevel går selskaper som Norwegian, Nel og XXL ofte til større investorer når de skal hente penger raskt. Påfølgende reparasjonsemisjoner kan være et plaster på såret, men småaksjonærer kommer ofte dårligere ut.

For vanlige småsparere kan raske, rettede emisjoner oppleves som «brutale», forteller Kristin Skaug, som er leder i stiftelsen AksjeNorge.

– Noen ringer og spør om det er lovlig. Det er helt lovlig, og en risiko ved å eie aksjer, sier Skaug.

Hvorfor bruker norske selskaper rettede emisjoner så ofte? Er det en problematisk trend? Hva gjør Børsen med saken? Og hva kan småaksjonærene gjøre selv?

**LES OGSÅ** Bakgrunn: Folketrygdfondet kritiserer XXLs kriseemisjon

## **Den nye normen gir «uggen følelse»**

Raske, rettede emisjoner er av mange regnet som en fordel ved det norske finansmarkedet. Særlig for selskaper som balanserer på kanten av stupet.

**Den offisielle statistikken til Oslo Børs viser at rettede emisjoner har dominert de siste fem årene. De er langt vanligere enn ordinære emisjoner og reparasjonsemisjoner – uansett om du måler i antall kroner eller antall emisjoner.**

## Antall emisjoner på Oslo Børs etter type



Børsnoteringer, ansatte-emisjoner og utbytte i aksjer er holdt utenfor grafen.

Grafikk: E24 - Kilde: Oslo Børs



## Kroner hentet inn med ulike typer emisjoner



Børsnoteringer, ansatte-emisjoner og utbytter i aksjer er holdt utenfor grafen.

Grafikk: E24 - Kilde: Oslo Børs



### Fakta om emisjoner

- Emisjoner innebærer at et selskap forhøyer sin aksjekapital, normalt gjennom

VIS MER ▾

Finansprofessor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole (NHH) påpeker at det er gode argumenter både for og imot rettede emisjoner. Problemet i Norge, ifølge Johnsen, er at det har blitt «for mye på den ene siden».

– Det gir en uggem følelse at rettede emisjoner har bredt om seg i så stor grad. Det er et brudd på basisregelen i markedet. Det har nesten blitt en rutine at aksjonærene blir bedt om å gi fra seg rettigheten til å delta på like vilkår. Det er en uting etter min oppfatning, sier Johnsen.

## **LES PÅ E24+ (FOR ABONNENTER) Slik treffer du nåløyet i Norwegians reparasjonsemisjon**

Lederen for Aksjonærforeningen, Bernt Bangstad, mener det må være lov å benytte seg av rettede emisjoner hvis det er den eneste løsningen, men påpeker at dette ikke alltid er tilfellet.

– Vårt inntrykk er at det er for lett å fravike hovedregelen og velge en god forklaring etterpå, sier Bangstad.

## **Trylleformlene du bør passe deg for**

Det finnes ingen enkle tommelfingerregler når Børsen skal avgjøre om en rettet emisjon er saklig begrunnet eller ikke, men utvanningen, rabatten, formålet og handlingsalternativene vil være viktige faktorer.

Selskapene på Børsen argumenterer gjerne med at en ordinær tegningsrettsemisjon ville vært minst like ille for småaksjonærene, blant annet fordi det kan føre til betydelige aksjefall eller dyrere egenkapital.

Ofte får styret fullmakt fra eierne til å gjøre fremtidige, rettede emisjoner på inntil 10 prosent av aksjekapitalen. Storebrand-forvalter Hans Thrane Nielsen mener at styret må påse at aksjonærene likebehandles, men synes at fullmaktene er en praktisk ordning.

– Såpass fleksibilitet må eierne kunne vise styret, sier Nielsen.



PÅVIRKER HELE ÅRET: Storebrand-forvalter Hans Thrane Nielsen forteller at han hele tiden har løpende diskusjoner med selskaper om hvordan balansestrukturen skal se ut. – Det er spesielt aktuelt i forbindelse med rettede emisjoner og transaksjoner på 10-30 prosent av aksjekapitalen, sier Nielsen til E24. Håkon Mosvold Larsen / Scanpix

**Advokat Atle Degré i firmaet Kluge, som var juridisk direktør for Oslo Børs i en årrekke, opplever at «rettede emisjoner er blitt normen på en slags autopilot».**

– *Er det noe vits i å ha lover og retningslinjer om likebehandling lenger?*

– Ja, det skjerper selskapets ansvar og bevissthet overfor de aksjonærer som blir utvannet. Uten regler ville disse lettere bli overkjørt, sier Degré.

– På den annen side kan det oppleves slik at styrene slipper unna om de har de rette trylleformlene i begrunnelsen for å fravike fortrinnsretten og sette emisjonskurser under markedskurs.

Hvilke «trylleformler» bør småaksjonærene passe seg for?



Professor emeritus Øyvind Bøhren ved Handelshøyskolen BI forklarer til E24 at det alltid er likebehandling i en rettet emisjon hvis den skjer til markedspris. Skjer den til underpris, er det fortsatt likebehandling hvis det etterpå gjøres en reparasjonsemisjon som kompenserer formuestapet for aksjonærer som ikke fikk delta i den rettede emisjonen. Pressefoto, Handelshøyskolen BI

**Finansprofessor Øyvind Bøhren ved Handelshøyskolen BI sier at varsellampene bør blinke hvis en stor, rettet emisjon med stor rabatt til store, eksisterende eiere etterfølges av ingen eller bare en liten reparasjonsemisjon.**

– Særlig gjelder dette i selskaper uten akutt behov for finansiering eller uten akutt behov for aksjonærer med sjelden begavelse for eierstyring, sier Bøhren.

**LES OGSÅ** [XXL-styreleder slår tilbake mot kritikken fra Folketrygdfondet](#)

## **Siste utvei er å saksøke selskapet**

Den omfattende bruken av rettede emisjoner har fått Oslo Børs til rette søkelyset mot likebehandlingsplikten. Børsens kommunikasjonssjef, Geir Harald Aase, mener det har ført til økt bevissthet blant selskaper, meglere og advokater.

– Vi går ofte inn og ser nærmere på likebehandling i rettede emisjoner. Da ser vi på en rekke faktorer, som grad av utvanning og størrelsen på rabatten, sier Aase.

## **LES PÅ E24+ (FOR ABONNENTER) Børskommentar: Småaksjonærene burde fått bedre behandling av Scanship**

I grove tilfeller kan selskaper straffes med et overtredelsesgebyr, men til nå er det kun snakk om en håndfull selskaper, inkludert Choice Hotels Scandinavia, Opticom, Sparebank 1 Østfold Akershus og REM Offshore.

Om en rettet emisjon er innenfor loven eller ikke, er i stor grad et spørsmål som avgjøres av skjønn, forklarer Tore Bråthen, som er professor ved Handelshøyskolen BIs Institutt for rettsvitenskap og styring.

**– Grensen går ved myndighetsmisbruk. Hvis du mener at grensen er brutt, har du alltid mulighet til å gå til sak, sier Bråthen.**



Professor Tore Bråthen ved Handelshøyskolen BI forklarer at en lovlig rettet emisjonen må være i selskapets interesse, ikke et forsøk på å stjele et selskap. – Hvis det er i selskapets interesse å hente inn penger raskt eller få inn en spesiell investor, veldig ofte under en krise, må aksjonærene finne seg i at emisjonen rettes til bestemte aksjetegnere. Hvis emisjonen ikke kan begrunnes i selskapets interesse, gjelder det et strengt krav til likebehandling og aksjonærene behøver å finne seg i veldig lite, sier Bråthen til E24. Cornelius Poppe / NTB scanpix

Det er imidlertid vanskelig å forutberegne utfallet av et søksmål etter en emisjon, påpeker advokat Carl Bore i firmaet Dalan.

– Det foreligger nokså begrenset rettspraksis, sier Bore.

Det er mer sannsynlig at dommen kommer i aksjemarkedet. Professor Johnsen ved NHH sier at selskaper kan tape legitimitet blant småaksjonærer hvis de bruker rettede emisjoner for ofte.

– Over tid vil eierne som gruppe sette ned foten hvis ting går over styr, sier Johnsen.

**LES PÅ E24+ (FOR ABONNENTER) Børskommentar: Det er noe som skurrer med Nordic Nanovectors emisjon**