

Verdipapirlovutvalget
v/ Filip Truyen

Deres ref

Vår ref
24/1557-

Dato
26.08.2026

Tilleggsmandat - Utredning om emisjoner og likebehandling av aksjonærer

Innledning

Det følger av aksjelovgivningen og verdipapirhandelloven at utstedere plikter å likebehandle aksjonærene. Ved kapitalforhøyelse i et allmennaksjeselskap skal eksisterende aksjonærer ha fortrinnsrett til å tegne aksjer, med mindre generalforsamlingen vedtar å fravike reglene og dette er saklig begrunnet, jf. allmennaksjeloven §§ 10-4, 10-5 og 5-21. Etter verdipapirhandelloven § 5-14 må en eventuell forskjellsbehandling av aksjonærene på et norsk regulert marked være saklig begrunnet.

I det norske markedet er rettede emisjoner dominerende ved kapitalforhøyelser. Rettede emisjoner innebærer at utstederne gir en eller flere utvalgte investorer tilbud om å tegne nye aksjer, gjerne til høye rabatter. Tidvis foretas en reparasjonsemisjon i ettertid, der eksisterende aksjonærer får tilbud om å tegne aksjer til samme pris. Det kan være gode grunner til å benytte en rettet emisjon, men rettede emisjoner kan også føre til utvanning av eierandelene til eksisterende aksjonærer.

Finanstilsynet har i brev til Finansdepartementet 8. mars 2024 foreslått at det nedsettes et offentlig utvalg for å gjennomgå praksisen ved rettede emisjoner og vurdere om det er behov for å endre regelverket. Finanstilsynet skriver at den omfattende bruken av rettede emisjoner øker risikoen for at aksjonærer blir gjenstand for usaklig forskjellsbehandling. Dette mener Finanstilsynet kan bidra til å svekke tilliten til det norske kapitalmarkedet. Finanstilsynet skriver at et eventuelt utvalg bør vurdere om nye regler bare skal gjelde for noterte foretak, eller om de skal gjelde for alle aksjeselskaper.

Som fremhevet i Prop. 104 LS (2025-2026) *Endringer i verdipapirhandelloven mv. (lettelser i prospekt- og verdipapirregelverket) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse i EØS-avtalen av forordning (EU) 2024/2809*, vil endringene i prospektforordningen gjøre det enklere for foretak å hente kapital gjennom en fortrinnsrettet emisjon. Det vises særlig til at med det nye unntaket fra prospektplikt for aksjer som har vært notert i over 18 måneder, jf. Prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 ny bokstav db og artikkel 1 nr. 5 ny bokstav ba, vil flere noterte foretak kunne hente kapital gjennom fortrinnsrettede emisjoner uten å måtte utforme omfattende prospekter. Det kan gjøre at bruken av rettede emisjoner går ned. Departementet har likevel kommet til at det bør vurderes ytterligere virkemidler for å unngå at bruk av rettede emisjoner medfører at småaksjonærer blir utsatt for usaklig forskjellsbehandling.

Mandat

Departementet ber Verdipapirlovutvalget om å utrede om kravene som stilles til selskapene på norske handelsplasser, i tilstrekkelig grad ivaretar hensynet til likebehandling av aksjonærer ved kapitalforhøyelse, og ved behov foreslå regelendringer. Utvalget bes også komme med forslag til regler eller tiltak som kan bidra til et effektivt tilsyn med overholdelse av reglene.

Utvalget bes beskrive gjeldende rett. Videre bes utvalget redegjøre for praksis ved kapitalinnhenting, herunder bruken av reparasjonsemisjoner ved rettede emisjoner. Utvalget bør se nærmere på hvorfor foretakene velger å foreta rettede emisjoner i stedet for fortrinnsrettede emisjoner, og på hvorfor foretakene eventuelt ikke foretar reparasjonsemisjoner. Videre bør utvalget redegjøre for hvordan aksjonærene blir stilt etter emisjonene.

Utvalget bes gjøre rede for gjeldende rett og praksis i andre land det er naturlig å sammenligne seg med. Utvalget bes herunder gjøre rede for hvilke regler andre land har for å unngå at noen aksjonærer får en urimelig fordel på bekostning av andre aksjonærer ved emisjoner, og hvilke tilsynsmessige virkemidler disse har for å sikre at bestemmelsene følges.

Dersom utvalget kommer til at gjeldende regelverk ikke er tilfredsstillende, skal utvalget utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan sikre likebehandling av aksjonærene og tilliten til det norske kapitalmarkedet, samtidig som foretakene fortsatt får god tilgang til kapital. Utvalget skal tilstrebe å foreslå regler som er enkle og forutsigbare, og som legger til rette for et effektivt tilsyn. Utvalget kan foreslå regler i aksjelovgivningen, som skal gjelde for alle aksjeselskap, eller kun foreslå endringer i verdipapirhandelloven, slik at reglene bare får betydning for foretak som er tatt opp til handel på en norsk handelsplass. Utvalget skal vurdere tilsynsmessige virkemidler som kan bidra til etterlevelse av reglene. Dersom utvalget kommer til at likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven § 5-14 bør erstattes av andre regler som sikrer likebehandling av aksjonærene ved emisjoner, skal utvalget vurdere hvilke konsekvenser dette har for andre

typer transaksjoner utstedere foretar, og alternativt også foreslå regler som sikrer likebehandling av aksjonærene ved transaksjoner som ikke er emisjoner.

Utvalget skal i alle sine vurderinger se hen til løsninger og erfaringer fra andre land det er naturlig å sammenligne seg med. Et eventuelt forslag må være innenfor EØS-rettens rammer.

Dersom det anses hensiktsmessig, kan utvalget innhente innspill fra aktører som blir berørt av eventuelle endringer i regelverket.

Utvalget skal følge retningslinjene i utredningsinstruksen, herunder utrede økonomiske og administrative konsekvenser av forslagene som fremmes. Utvalgets forslag til nye lovregler skal utarbeides i tråd med retningslinjene i heftet Lovteknikk.

Utvalget skal avgi sin utredning til Finansdepartementet innen 20. mars 2027.

Departementet kan presisere eller gjøre tilføyelser i mandatet.

Med hilsen

Geir Åvitsland (e.f.)
ekspedisjonssjef

Marianne Irgens
kst. avdelingsdirektør

Dokumentet er elektronisk signert og har derfor ikke håndskrevne signaturer