

# **GJENNOMFØRING AV FRIVILLIGE TILBUD I NORSK RETT**



Universitetet i Oslo  
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 515  
Leveringsfrist: 26. april 2011

Til sammen 17 178 ord

26.04.2011

*Takk til Øivind Amundsen, Juridisk Direktør ved Oslo Børs,  
for tips om temaet frivillige tilbud.*

*Jeg har videre fått inspirasjon til emnene i avhandlingen  
fra foredraget "Tilbudsreglene – aktuelle problemstillinger og reformbehov",  
holdt av advokatene Atle Degré (Kluge Advokatfirma DA)  
og Kim Dobrowen (Advokatfirmaet Thommessen AS), under Børsrettsdagene 2011.  
En ekstra stor takk til Atle Degré for etterfølgende diskusjoner om frivillige tilbud.*

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>1</u></b>
1.1	Tema, forskningsspørsmål og avgrensninger	1
1.2	Kort redegjørelse om overtakelsestilbud	3
1.3	Overtakelsestilbudet i historisk perspektiv	7
1.4	Gjennomføringen av EUs direktiver i norsk rett	10
<b><u>2</u></b>	<b><u>REDEGJØRELSE FOR RETTSKILDEBILDET</u></b>	<b><u>16</u></b>
2.1	EU-kildene	16
2.2	Nasjonal rett	18
<b><u>3</u></b>	<b><u>GJENNOMFØRING AV FRIVILLIGE TILBUD I NORSK RETT</u></b>	<b><u>22</u></b>
3.1	Innledning	22
3.2	Utvalgte emner	23
3.2.1	Direktivets alminnelige prinsipper	23
3.2.2	Likebehandling av aksjonærer	28
3.2.3	Sanksjoner ved overtredelse	36
3.2.4	Betingelser i tilbudet	43
3.2.5	Finansielle forbehold i tilbudet	50
3.3	Konklusjon	54
<b><u>4</u></b>	<b><u>LITTERATURLISTE</u></b>	<b><u>57</u></b>
4.1	Bøker	57
4.2	Artikler	58
<b><u>5</u></b>	<b><u>REGISTER OVER LOVER, FORSKRIFTER OG REGLER</u></b>	<b><u>58</u></b>

<b>5.1</b>	<b>Norske lover, forskrifter og regler</b>	<b>58</b>
<b>5.2</b>	<b>Opphevede norske lover, forskrifter og regler</b>	<b>59</b>
<b>5.3</b>	<b>Utenlandske lover, forskrifter og regler</b>	<b>59</b>
<b><u>6</u></b>	<b><u>DIREKTIVSREGISTER</u></b>	<b><u>60</u></b>
<b><u>7</u></b>	<b><u>DOMSREGISTER</u></b>	<b><u>60</u></b>
<b><u>8</u></b>	<b><u>FORARBEIDSREGISTER</u></b>	<b><u>61</u></b>
<b>8.1</b>	<b>NOU</b>	<b>61</b>
<b>8.2</b>	<b>Odelstingsproposisjoner</b>	<b>61</b>
<b>8.3</b>	<b>Innstillinger til Odelstinget</b>	<b>61</b>
<b>8.4</b>	<b>Svenske forarbeider</b>	<b>62</b>
<b><u>9</u></b>	<b><u>PERSONLIG MEDDELELSE</u></b>	<b><u>62</u></b>
<b><u>10</u></b>	<b><u>LISTER OVER TABELLER OG FIGURER M V</u></b>	<b><u>A</u></b>

# 1 Innledning

## 1.1 Tema, forskningsspørsmål og avgrensninger

Forskingsspørsmålet i denne avhandlingen er om norsk rett tilfredsstillende kravene satt i Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud (overtakelsestilbudsdirektivet), avgrenset til fem emner som er særlig relevante for frivillige tilbud.

Overtakelsestilbudsdirektivet av 21. april 2004 ble vedtatt av Rådet den 30. mars 2004, med frist for gjennomføring i nasjonal rett 20. mai 2006. Overtakelsestilbud defineres i henhold til direktivets artikkel 2 første ledd bokstav (a) som et offentlig tilbud fremsatt til innehaverne av verdipapirene i et selskap for å erverve alle eller noen av disse verdipapirene, enten tvungent eller frivillig, forutsatt at det har som mål eller følger etter overtakelse av kontrollen over selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet (målselskapet). Overtakelsestilbudsdirektivet tar sikte på å samordne regelverket innad i fellesskapet,<sup>1</sup> gjennom å innføre visse generelle prinsipper og minimumskrav i medlemsstatenes regelverk om overtakelsestilbud. De generelle prinsippene og minimumskravene skal sikre alle aksjonærene i målselskapet en rettferdig og rimelig behandling, spesielt minoritetsaksjonærene. Direktivet er en del av EUs Financial Services Action Plan (FSAP), som skal bidra til å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og derved medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Jeg presiserer at European Economic Community (EEC) ble stiftet i 1957. European Union (EU) ble stiftet først i 1993, da med EEC som en av tre søyler. I Norge er EEC oversatt til Det europeiske økonomiske fellesskap (EØF), mens EU er oversatt til Det europeiske fellesskap (EF). I denne avhandlingen vil jeg kun benytte betegnelsene *fellesskapet* og *EU*, selv om tidspunktet for omtalen kan være tidligere enn 1993.

<sup>2</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) punkt 2.4

Norge er tilknyttet EU gjennom Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS-avtalen). EØS-komiteen besluttet 29. april 2005 å innlemme overtakelsestilbudsdirektivet i EØS-avtalen, og Stortinget samtykket i beslutningen 31. januar 2006. I henhold til EØS-avtalens artikkel 7 skal direktiver inntatt i vedlegg til avtalen være bindende for avtalepartene og gjøres til del av deres interne rettsorden.<sup>3</sup>

Verdipapirmarkedslovutvalget fikk i oppdrag å foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre tre direktiver på verdipapirmarkedsområdet, herunder overtakelsestilbudsdirektivet, MiFID (direktiv 2004/39/EF) og transparencydirektivet (direktiv 2004/109/EF). Delinnstilling 1 var NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud, som konkluderte med at norsk rett hovedsakelig var i samsvar med overtakelsestilbudsdirektivet, men at det likevel måtte gjøres visse endringer. Delinnstilling 2, NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter, gjennomførte de tre direktivene i norsk rett, og foreslo blant annet ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder.

Formålet med lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandelloven eller vphl.) er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jfr. § 1-1. Finansielle instrumenter defineres i § 2-2 som verdipapirfundsandeler, pengemarkedsinstrumenter, derivater og omsettelige verdipapirer, herunder aksjer. Handel i finansielle instrumenter skjer på regulerte markeder, jfr. lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74 (børsloven eller børs1.). I Norge er det ultimo april 2011 tre foretak som har konsesjon til å drive virksomhet som regulert marked; Fish Pool ASA, Nasdaq OMX Oslo ASA og Oslo Børs ASA (Oslo Børs). Ved de to førstnevnte handles det kun i derivater, så Oslo Børs er det eneste regulerte markedet i Norge hvor det handles i aksjer. Oslo Børs består av to markedsplasser; Oslo Børs og Oslo Axess. Markedsplassen Oslo Børs er naturlig for større selskaper med lang historikk og med en betydelig aksjonærbase, og notering innebærer en fullt ut børsnotering i henhold til EU-krav. Markedsplassen Oslo Axess passer for selskaper som har mindre enn tre års historie, og ønsker kvalitetsstempelen og

---

<sup>3</sup> Se nærmere punkt 1.4 for gjennomføringen av EUs direktiver i norsk rett.

fordelene som følger med notering på en regulert markedsplass.<sup>4</sup> Oslo Børs er også tilbudsmyndighet i henhold til overtakelsestilbudsdirektivet. Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) bestemmer i § 4 at kun aksjer i allmennaksjeselskap kan tas opp til børsnotering. Allmennaksjeselskap reguleres av lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 (allmennaksjeloven eller asal.). Sammenfatningsvis er reglene om overtakelsestilbud i norsk rett kun aktuelle for allmennaksjeselskap med aksjer notert på Oslo Børs.

Jeg vil i denne avhandlingen som nevnt overfor undersøke om norsk rett tilfredsstillende kravene satt i overtakelsestilbudsdirektivet. Dette vil jeg gjøre ved å ta for meg fem utvalgte emner som er særlig relevante for frivillige tilbud. De fem emnene er: (1) *Direktivets alminnelige prinsipper*, (2) *likebehandling av aksjonærer*, (3) *sanksjoner ved overtredelse*, (4) *betingelser i tilbudet*, og (5) *finansielle forbehold i tilbudet*.

Jeg avgrenser avhandlingen mot resten av overtakelsestilbudsdirektivet, og vil ikke behandle konsekvensene dersom kravene i overtakelsestilbudsdirektivet ikke er tilfredsstillende.

I neste punkt vil jeg fortelle kort om overtakelsestilbud generelt. Punkt 1.3 inneholder en redegjørelse om overtakelsestilbudet i et historisk perspektiv. I punkt 1.4 behandler jeg hvorledes EUs direktiver gjennomføres i norsk rett. Kapittel 2 omhandler rettskildetildeling ved fortolkningen av overtakelsestilbudsdirektivet i EU, Norge, Sverige, Danmark og Storbritannia. I kapittel 3 vil jeg gå gjennom de fem emnene, vurdere gjennomføringen av direktivet, samt konkludere.

## 1.2 Kort redegjørelse om overtakelsestilbud

Som sagt over defineres overtakelsestilbud som et offentlig tilbud fremsatt til innehaverne av verdipapirene i et selskap for å erverve alle eller noen av disse

---

<sup>4</sup> <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-og-egenkapitalbevis/Forskjellen-mellom-Oslo-Boers-og-Oslo-Axess>

verdipapirene, enten tvungent eller frivillig, forutsatt at det har som mål eller følger etter overtakelse av kontrollen over målselskapet.

Overtakelsestilbud reguleres i Norge hovedsakelig av verdipapirhandelloven kapittel 6, samt forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).

Bakgrunnen for reglene om overtakelsestilbud er behovet for å regulere de tilfeller der en eller flere gjennom oppkjøp av aksjer har som mål å ta kontrollen over et børsnotert selskap. Ved vurderingen av hvilken oppkjøpsstrategi som skal velges vil aksjonærstrukturen i målselskapet være av stor betydning. For oppkjøpere som ønsker å overta kontrollen i et børsnotert selskap vil det ikke kun være et spørsmål om å kjøpe et visst antall aksjer, det er også viktig hvem aksjene overtas fra. Det er stor forskjell på å sikre kontroll gjennom oppkjøp av aksjene til selskapets største aksjonær, og å foreta planmessige oppkjøp av mindre aksjeposter fra mange minoritetsaksjonærer, selv om resultatet i antall aksjer blir likt. Det er en vesentlig forskjell på å være majoritetsaksjonær sammen med mange andre minoritetsaksjonærer, og å ende opp som aksjonær sammen med en annen, kanskje større, aksjonær. Den reelle innflytelse og kontroll oppkjøperen får over selskapet vil kunne være meget forskjellig i de to tilfellene. En oppkjøper er derfor ofte villig til å betale et tillegg i prisen utover den gjeldende aksjekursen for å overta strategisk viktige aksjeposter.<sup>5</sup> Reglene om overtakelsestilbud har som formål å la alle aksjonærer få nytte godt av det tillegget i prisen oppkjøperen er villig til å betale for kontrollen i selskapet.<sup>6</sup> I det følgende vil jeg benytte betegnelsen *tilbyder* om det som her betegnes *oppkjøper*.

En kan hovedsakelig dele opp overtakelsestilbud i tre forskjellige kategorier:

(1) *Frivillige tilbud*, (2) *frivillige pliktige tilbud*, og (3) *pliktige tilbud*.

*Frivillige tilbud* er tilbud som innebærer at tilbudsplikt inntreer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte seg av det, jfr. vphl. § 6-19. I praksis er dette tilfellet når en aksjonær eier aksjer som representerer under 1/3 av stemmene i et selskap, og gir et

---

<sup>5</sup> Bergo (2008) s. 237.

<sup>6</sup> Bergo (2008) s. 241



tilbud til de øvrige aksjonærer som ved aksept gir ham kontroll over mer enn 1/3 av stemmene. Det er vanlig at tilbyder inngår avtaler med de største aksjonærene før han fremsetter et frivillig tilbud, så han med sikkerhet vet at han blir største aksjonær i selskapet.

*Frivillige pliktige tilbud* er tilbud som ved aksept fører til at tilbyder får kontroll over mer enn 1/3 av stemmene i selskapet, men som følger reglene om pliktige tilbud, jfr. vphl. § 6-1 femte ledd. Forskjellen fra de frivillige tilbudene er at det ikke oppstår tilbudsplikt etter det frivillige pliktige tilbudet. Fordelen er således at tilbyder etter det gjennomførte frivillige pliktige tilbudet kan plukke de aksjene i markedet som er interessante til en høyere kurs, uten å måtte gi samtlige aksjonærer det samme tilbudet.<sup>7</sup>

*Tilbudsplikt* oppstår hovedsakelig når en aksjonær blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap. Aksjonæren plikter da å gi de resterende aksjonærene tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, jfr. vphl. § 6-1, eller å selge seg ned under 1/3 igjen, jfr. § 6-9. I tillegg må aksjevederlaget i det pliktige tilbudet være minst like høyt som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i en periode på seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, jfr. § 6-10 fjerde ledd. Femte ledd forlenger dette ut tilbudsperioden, og tilbudsprisen kan således bli ytterligere oppjustert.

Verdipapirhandelloven § 6-6 omhandler *gjentatt tilbudsplikt*, som bestemmer at tilbudspliktgrensen ikke bare oppstår ved erverv av 1/3 av stemmene, men også ved etterfølgende erverv av 40 % og 50 % av stemmene. Disse stemmeandelene kalles terskelverdier. Det vil si at dersom tilbyder fremsetter et frivillig pliktig tilbud som fører til at han erverver 35 % av stemmene i et selskap, hvorefter han erverver ytterligere 10 % av stemmene, inntreer tilbudsplikt på nytt idet han passerer 40 %.

Norsk rett regulerer også tilfeller der én aksjonær blir eier av over 90 % av stemmene i et selskap, såkalt *squeeze-out* og *sell-out*. Verdipapirhandelloven § 6-22 bestemmer at

---

<sup>7</sup> Bergo (2008) s. 243

dersom et frivillig eller pliktig tilbud resulterer i at tilbyder overtar mer enn 90 % av stemmene i målselskapet, kan han kreve å innløse de resterende aksjonærene (squeeze-out). Det samme gjelder også motsatt vei, de resterende aksjonærene kan kreve at tilbyder løser inn deres aksjer (sell-out). Det vil således ikke inntre noen tilbudsplikt dersom tilbudet fører til en overtakelse av mer enn 90 % av stemmene. Verdipapirhandelloven § 6-22 er en forlengelse av allmennaksjeloven § 4-25, og viser til denne.

Frivillige tilbud kan deles inn i seks forskjellige underkategorier: (1) *Anbefalte eller forhandlede tilbud*, (2) *uoppfordrede tilbud*, (3) *fiendtlige tilbud*, (4) *konkurrerende tilbud*, (5) *ledelsesoppkjøp*, og (6) *fusjon*.

Med *anbefalte eller forhandlede tilbud* menes frivillige tilbud som er anbefalt av målselskapets ledelse eller forhandlet frem mellom tilbyder og målselskapet. *Uoppfordrede tilbud* skjer når frivillig tilbud fremsettes uten at tilbyder har konferert med målselskapet. *Fiendtlige tilbud* er frivillige tilbud hvor målselskapet anbefaler aksjonærene å takke nei til tilbudet, noe som igjen kan føre til at tilbyder øker vederlaget i tilbudet og målselskapet til slutt aksepterer. *Konkurrerende tilbud* omtales som frivillige tilbud hvor en såkalt white knight tar del i overtakelsesprosessen som en konkurrent til den opprinnelige tilbyder, ofte etter å ha konferert med målselskapet. *Ledelsesoppkjøp*, eller såkalte management buy-outs, foregår hvor ledende ansatte i målselskapet ønsker å kjøpe opp hele eller deler av målselskapet. *Fusjon* betegner en situasjon hvor det overtakende selskap skal overta målselskapets eiendeler, rettigheter og forpliktelser i sin helhet mot at aksjonærene i målselskapet får aksjer som vederlag.<sup>8</sup> Vederlaget består normalt av aksjer i det overtakende selskap, men det kan også omfatte andre aksjer, for eksempel i morselskapet. Se nærmere asal. kap. 13, herunder spesielt § 13-2, for reguleringen av fusjon.

I Danmark er det hovedsakelig tre grunner til at tilbydere ønsker å benytte frivillige tilbud fremfor pliktige tilbud: (1) Prinsippet om høyeste pris gjelder ikke, (2) bestemmelser om type vederlag gjelder ikke, og (3) det er mulighet til å gjøre

---

<sup>8</sup> Stattin (2009) s. 153-156.

tilbudet betinget.<sup>9</sup> I Norge kan det samme legges til grunn, i tillegg til at tilbudsperioden for frivillige tilbud kun er to uker, mot de pliktige tilbuds fire uker. Ved frivillige tilbud i norsk rett trenger tilbyder heller ikke å stille garanti for betaling av aksjene som erverves.<sup>10</sup>

Det ble fremsatt i underkant av 20 overtakelsestilbud for aksjer notert på Oslo Børs i 2010. Vi kan imidlertid gå ut fra at reglene om overtakelsestilbud også er retningsgivende for tilbud som ikke faller inn under lovreguleringen. En god regulering kan således forme bransjens tilnærming til tilbud på børsnoterte aksjer i en retning samfunnet ser hensiktsmessig.

### 1.3 Overtakelsestilbudet i historisk perspektiv

Norge fikk de første reglene om overtakelsestilbud på begynnelsen av 1980-tallet. De første kjente overtakelsestilbudene i verden skjedde imidlertid så langt tilbake som på begynnelsen av 1800-tallet i USA. Den første reguleringen av overtakelsestilbud i Europa stammer fra Storbritannia i 1948. Siden slutten av 1800-tallet har oppmerksomheten rundt overtakelsestilbud kommet i fem såkalte takeover-bølger, rundt 1900, 1920, 1960, 1980 og 1990. Den siste takeover-bølgen på 1990-tallet sies å ha omfattet verdier for rundt 20 billioner dollar.<sup>11</sup>

Før de første reglene om overtakelsestilbud på begynnelsen av 1980-tallet hadde vi i norsk rett det såkalte kursnoteringsreglementet. Kursnoteringsreglementet var Oslo Børs sitt regelverk og var rettet mot målselskapet og fondsmeglerne. Det inneholdt ingen spesielle regler om oppkjøpssituasjoner, kun regler om opplysnings- og informasjonsplikt for børsnoterte selskaper, samt nærmere regler om selve kursnoteringen. Videre utarbeidet Norske Finansanalytikeres Forening i 1980 veiledende normer for overtakelsestilbud og oppkjøp, men disse var ikke hjemlet i lov.

---

<sup>9</sup> Thorup (2010) s. 59.

<sup>10</sup> Bergo (2008) s. 242.

<sup>11</sup> Stattin (2009) s. 27.

Overtakelsestilbud ble første gang omtalt i norske lovforarbeider i Ot.prp.nr.19 (1974–1975). Her uttaler Departementet i punkt 4.14.6 at spørsmålene som knytter seg til dette er av praktisk interesse, men gitt deres kompleksitet burde det gjøres nærmere undersøkelser før Norge innfører lignende regler som man har i Storbritannia. Departementet gjør det kommende verdipapirhandelutvalget oppmerksom på problemstillingen, og avventer deres utredning om emnet.

Verdipapirhandelutvalget fremla sin utredning i NOU 1978:42, og konkluderte i punkt 9.2 med at overtakelsestilbud forekom i liten utstrekning i Norge. Det var derfor den gang neppe behov for inngående regler om disse spørsmål. Utvalget viste avslutningsvis til at problemer knyttet til dette kan løses tilfredsstillende innenfor rammen av alminnelige regler om god forretningsskikk og selskapers opplysningsplikt.

I løpet av et par år innså Departementet at den stadige økningen i antallet oppkjøpssituasjoner vedrørende børsnoterte selskaper hadde ført til et sterkt behov for mer detaljerte regler på dette området, spesielt fordi slike oppkjøpssituasjoner ofte kunne ha stor innvirkning på kursutviklingen for de aktuelle verdipapirene. Utviklingen hadde blant annet ført til inntreden av nye investorgrupper som utnyttet den manglende reguleringen i det norske aksjemarkedet for å skaffe seg økt innflytelse i en del børsnoterte selskaper. Departementet foreslo derfor i Ot.prp.nr.21 (1983–1984) å innføre en ny bestemmelse i børsloven som skulle sikre målselskapets aksjonærer, allmennheten og børsen nødvendig informasjon, samt ivareta børsens kontrollfunksjon på best mulig måte. Det ble presisert at formålet med reglene var å sikre likebehandling av aksjonærene, slik at enkelte aksjonærer eller grupper av aksjonærer ikke fikk særfordeler.

Hjemlet i denne nye bestemmelsen i børsloven ble børsreglementet supplert i 1984. Det ble innført en likebehandlingsbestemmelse av aksjonærene i målselskapet, nye regler om tilbudspris, samt nærmere regler om overtakelsestilbud. Problemet med børsreglementet var imidlertid at det som kursnoteringsreglementet fortsatt kun var rettet mot målselskapet og fondsmeglerne. Man antok at børsloven ikke hjemlet pålegg overfor tilbyder.

Allerede to år etter vedtakelsen av børsreglementet fremla Verdipapirbørsutvalget sin utredning i NOU 1985:33 i forbindelse med den foreslåtte, kommende loven om verdipapirbørs (av 1988). Utvalget foretok en inngående redegjørelse om overtakelsestilbud i kapittel 17 (om spørsmål aktualisert ved den økte aktivitet på aksjemarkedet). Innledningsvis pekte Utvalget på børsreglementets manglende hjemmelsgrunnlag. Utvalget registrerte at det hadde forekommet flere tilfeller av selskapsovertak og forsøk på selskapsovertak via aksjemarkedet, samt overraskende oppkjøp av store aksjeposter motivert av ønsket om å fremtvinge en ny ledelse i målselskapet, uten overtakelse av kontrollen over selskapet. I andre tilfeller var motivet kun kortsiktig gevinst. Det hadde blitt reist kritikk mot disse tendensene i det norske aksjemarkedet. Ettersom man så en kamp om kontrollen over viktige enheter i norsk næringsliv, ble denne kritikken ytterligere forsterket utover i 1985. Utvalget reagerte på overtakelsenenes høye tempo, og la til grunn at hverken målselskap eller tilbyder hadde fått tilstrekkelig tid og ro til å foreta de nødvendige vurderinger og analyser. Fordi det norske aksjemarkedet var inne i en periode med sterk utvikling med hensyn til selskapsovertakelse og fremsettelse av overtakelsestilbud, ønsket utvalget at man hadde vunnet mer erfaring før det ble utformet lovregler om dette. Det ble imidlertid antatt at behovet for lovregulering var så stort at det i alle fall burde innføres noen regler så snart som mulig.

Selv om Utvalget registrerte at behovet for lovregulering var presserende, konkluderte det med at reglene i verdipapirhandelloven vedrørende god forretningskikk og god meglerskikk, samt forbud mot innsidhandel og urimelige forretningsmetoder, var tilfredsstillende fordi disse reglene i stor grad også ville gjelde for overtakelsestilbud. Etter departementets vurderinger i Ot.prp.nr.83 (1986–1987) ble hjemmelen til børsforskriften lovfestet, og hjemmelsproblemet med børsreglementet var løst. Regelen om tilbudsplikt ble lovfestet i verdipapirhandelloven av 1985 § 1-5, og reglene om overtakelsestilbud i børsreglementet ble i all hovedsak videreført i børsforskriften av 1988. Den viktigste endringen var at regelverket nå også forpliktet tilbyder.

I 1994 erstattet Departementet børsforskriften av 1988 med en ny børsforskrift. Denne fikk et eget kapittel om frivillige tilbud, og var det første regelverket i Norge som direkte regulerte frivillige tilbud. Gjeldende rett om overtakelsestilbud ble i all

hovedsak videreført i den nye børsforskriften, og virkeområdet for frivillige tilbud ble definert som fremsettelse av tilbud om å kjøpe aksjer i et selskap i den hensikt å oppnå vesentlig innflytelse i dette, eller hvis tilbud om kjøp blir akseptert, som vil gi tilbyderer slik innflytelse, jfr. børsforskriftens § 7-1.

To år senere la verdipapirhandelutvalget frem NOU 1996:2, med sikte på å fremme en ny lov om verdipapirhandel. Utvalget gikk grundig igjennom spørsmålene rundt overtakelsestilbud og foreslo å lovfeste alle regler om overtakelsestilbud i et eget kapittel i den nye verdipapirhandelloven av 1997. Under punkt 9.3.17 mente utvalget at virkeområdet til frivillige tilbud burde endres til å omfatte tilbud om kjøp av så mange aksjer i et børsnotert selskap at tilbudsplikt ville inntre hvis tilbudet ble akseptert av de som kunne benytte seg av det. I høringsrunden til lovforslaget foreslo Oslo Børs å fastsette en generell likebehandlingsplikt som skulle gjelde for alle overtakelsestilbud. Dette for å møte situasjoner som ikke var forutsatt. Departementet var enig i forslaget i Ot.prp.nr.29 (1996–1997) og den nye verdipapirhandelloven av 1997 ble vedtatt med et eget kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp.

Disse reglene gjaldt frem til overtakelsestilbudsdirektivet måtte gjennomføres, og den nye verdipapirhandelloven av 2007 trådte i kraft. Den nye verdipapirhandelloven medførte at frivillige tilbud ble underlagt en noe mer omfattende regulering.

#### 1.4 Gjennomføringen av EUs direktiver i norsk rett

Norge er tilknyttet EU gjennom EØS-avtalen. EØS-avtalen er en folkerettslig traktat, som omfatter alle 27 EU-land samt EFTA-landene Norge, Island og Liechtenstein. Det siste EFTA-landet Sveits er ikke med i EØS, men er tilknyttet EU gjennom en rekke bilaterale avtaler. EØS-avtalen har i følge artikkel 1 som formål å fremme en vedvarende og balansert styrking av handel og økonomiske forbindelser mellom avtalepartene, med like konkurransevilkår og overholdelse av de samme regler. Etter lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) § 1 gjelder hoveddelen av EØS-avtalen som norsk lov.

I folkeretten er det et alminnelig krav at traktater skal gjennomføres lojalt i nasjonal rett i den grad det er nødvendig for å sikre at reglene etterleveres.<sup>12</sup> EØS-avtalens artikkel 3 omtales som det alminnelige lojalitetsprinsippet, og bestemmer at avtalepartene skal treffe alle generelle eller særlige tiltak som er egnet til å oppfylle forpliktelsene etter avtalen. Videre skal avtalepartene avholde seg fra alle tiltak som kan sette virkeliggjøringen av avtalens mål i fare, samt gjøre det de kan for å lette samarbeidet.

EU-direktiver er således folkerettslig forpliktende for Norge, men de er likevel ikke intern norsk rett før de er gjennomført i Norge. Dette fordi vi i Norge har et dualistisk system, hvor en folkerettslig bestemmelse ikke blir en del av den interne rett før etter gjennomføring ved transformasjon eller inkorporasjon. Ikke-gjennomførte EØS-forpliktelser kan imidlertid likevel ha betydning i norsk rett, blant annet gjennom presumsjonsprinsippet.<sup>13</sup>

EØS-avtalens artikkel 119 bestemmer at vedleggene og de rettsakter som er omhandlet i vedleggene skal utgjøre en integrerende del av avtalen. EØS-komiteen besluttet 29. april 2005 å innlemme overtakelsestilbudsdirektivet i EØS-avtalen, og Stortinget samtykket i beslutningen 31. januar 2006. Vedlegg XXII til EØS-avtalen inneholder særlige bestemmelser om selskapsrett, jfr. artikkel 77, og overtakelsesdirektivet ble innlemmet her som det trettende selskapsrettsdirektiv.

Artikkel 7 regulerer gjennomføringen av direktiver spesielt og bestemmer at direktiver som er inntatt i vedlegg til EØS-avtalen skal være bindende for avtalepartene. Direktivene skal også være eller gjøres til del av deres interne rettsorden. Et direktiv kjennetegnes ved at det er bindende når det gjelder det tilsiktede mål, men nasjonale myndigheter kan selv bestemme form og midler for gjennomføringen.<sup>14</sup> Dette innebærer at Norge som altoverveiende hovedregel gjennomfører direktiver ved transformasjon.<sup>15</sup> Transformasjon betyr at reglene i direktivet gjøres til norsk rett ved å gjøre nødvendige

---

<sup>12</sup> *EØS-rett* (2004) s. 185

<sup>13</sup> Jervell (2002) s. 91

<sup>14</sup> Bråthen (2008) s. 49

<sup>15</sup> Jervell (2002) s. 95

endringer i den interne lovgivningen, i motsetning til inkorporasjon som gjennomfører fremmed rett som sådan i den interne rettsorden.

Flertallet i Finanger I-dommen mener at artikkel 7 i EØS-avtalen innebærer at direktiver ikke har direkte virkning i norsk rett, men at de har betydning som tolkningsmomenter i forhold til norske lovbestemmelser. Det uttales videre at “for norsk rett følger dette av presumsjonsprinsippet, hvoretter norsk lov så vidt mulig skal tolkes i samsvar med våre folkerettslige prinsipper. Innenfor EØS-retten gjelder prinsippet om direktivkonform fortolkning”.<sup>16</sup> Selv om ikke selve direktivet er gjeldende norsk rett, er det et viktig tolkningsmoment når de norske reglene skal anvendes. Dersom vi ikke har faste holdepunkter for annet, må vi kunne anta at lovgiver har ønsket å oppfylle de folkerettslige forpliktelser som følger av EØS-avtalen.<sup>17</sup>

Videre påpeker flertallet at prinsippet om direktivkonform fortolkning ikke kan strekkes så langt at klar motstrid mellom nasjonal rett og EØS-rett kan tolkes bort, og at dette gjelder selv om lovgiveren har gått ut fra at direktivet var korrekt gjennomført i norsk rett.<sup>18</sup> Det siteres også fra Innst.O.nr.14 (1992–1993) hvor Departementet bemerker på side 4 at “dersom Stortinget i enkelttilfelle uttrykkelig gir til kjenne at en ny lov skal gjennomføres selv om den skulle være i motstrid til eksisterende lover eller forskrifter som gjennomfører EØS-forpliktelser, vil norske domstoler måtte respektere dette, selv om det medfører brudd på våre folkerettslige prinsipper”.<sup>19</sup> Sammenfatningsvis kan det legges til grunn at direktivet kan brukes som tolkningsmoment for å tolke den aktuelle bestemmelse i norsk rett direktivkonformt, men dersom bestemmelsen ikke kan tolkes i henhold til direktivet må den fortsatt respekteres. På den annen side må myndighetene umiddelbart endre den direktivstridige bestemmelse så den etterlever direktivets krav.

Denne konklusjonen ble imidlertid bestridt av annenvoterende i Finanger I-dommen med tilslutning av fire dommere. Mindretallet mente at når vi i norsk rett bygger på det

---

<sup>16</sup> Rt-2000-1811 (Finanger I) s. 1826

<sup>17</sup> Bergo (2008) s. 17.

<sup>18</sup> Rt-2000-1811 (Finanger I) s. 1829

<sup>19</sup> Rt-2000-1811 (Finanger I) s. 1831.



såkalte presumsjonsprinsipp, må den feil som ble begått ved gjennomføringen av motorvogn direktivene rettes opp gjennom domstolenes rettsanvendelse.<sup>20</sup> Konklusjonen ble etter dette at EØS-retten må gis direkte forrang.<sup>21</sup> Flertallet bestod således av åtte dommere, inkludert førstvoterende. Det var også et andre mindretall i Finanger I-dommen, på to dommere, men disse var i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende, herunder forrangsspørsmålet.

Nasjonale myndigheter står etter ordlyden i artikkel 7 tilsynelatende fritt til å bestemme form og midler for gjennomføringen, så lenge det materielle innholdet i nasjonal rett oppfyller minimumskravene i direktivet. Denne selvbestemmelsesretten medfører imidlertid visse begrensninger, fordi EU-rettens ulovfestede krav til gjennomføring av direktiver må respekteres. Hovedregelen her er at gjennomføringen av direktivet må skje på en måte som gjør rettsstilstanden klar og utvetydig, nærmere bestemt at borgerne effektivt må kunne forutberegne sin rettsstilling. En kan ikke kreve at borgerne for eksempel må lete i forarbeidene til lov eller forskrift for å finne ut av rettsstilstanden på området, fordi selve lov- eller forskriftsteksten er vag. Det kan imidlertid hende at nasjonal rett allerede er i overensstemmelse med direktivet og at denne rettsharmonien kort kan slås fast. Kravene til gjennomføring er imidlertid likevel ikke oppfylt, med mindre rettsstilstanden fremgår klart av skreven lov, forskrift eller av autoritativt innarbeidet rettspraksis. En rettsharmoni som følger av forvaltningspraksis, interne instruksjoner eller forarbeider oppfyller således ikke kravet til gjennomføring av direktiver.<sup>22</sup>

Ved undersøkelsen av om et direktiv er gjennomført korrekt i norsk rett må man følgelig ikke bare se om direktivets krav er tilfredsstilt i norsk rett, men også om de nasjonale reglene som skal gjennomføre direktivet har den nødvendige grad av klarhet i lov, forskrift eller rettspraksis.

---

<sup>20</sup> Rt-2000-1811 (Finanger I) s. 1836.

<sup>21</sup> Rt-2000-1811 (Finanger I) s. 1841.

<sup>22</sup> *EØS-rett* (2004) s. 186.

Overtakelsestilbudsdirektivet har imidlertid en bestemmelse om gjennomføring i artikkel 1, som sier at direktivet omfatter “tiltak som samordner lover og forskrifter, praktisk regelverk og andre bestemmelser i medlemsstatene, herunder bestemmelser fastsatt av organisasjoner som offisielt er godkjent til å regulere markedene”. Dette medfører at direktivets minimumsregler ikke må gjennomføres i lov, forskrift eller rettspraksis, men også kan gjennomføres i annet praktisk regelverk og andre bestemmelser. For eksempel kan direktivets krav således gjennomføres i de regulerte markedenes egne regelverk. Kravet til den nødvendige grad av klarhet må imidlertid bestå uavhengig av reguleringens form.

Fortaler er vanlige i folkeretten, og brukes i EU-retten både i traktatene og sekundærlovgivningen. Overtakelsestilbudsdirektivet har en fortale på 29 punkter som er uavhengig av artikkelene i direktivet. De er ikke formelt bindende regler, men kan angi formålet med direktivet.<sup>23</sup> Ved tolkning kan fortalens punkter tillegges vekt, spesielt der de utgjør en naturlig forlengelse av artikkelen. Eksempelvis legger flertallet i Finanger I-dommen vekt på fortalen ved sin tolkning av de tre direktivene om motorvognforsikring.<sup>24</sup>

Ved min undersøkelse av om norsk rett tilfredsstiller kravene satt i overtakelsestilbudsdirektivet, vil jeg blant annet sammenligne hvorledes andre stater (Sverige, Danmark og Storbritannia) har gjennomført direktivet. Det er ikke dermed sagt at disse staters rett alene vil være av vekt ved tolkningen av de norske reglene, men ulike løsninger eller ulik ordlyd i de norske reglene kan gi grunnlag for vurdering av om de er forenlige med direktivet.

Det skal også legges til at Sverige, Danmark og Storbritannia alle er medlem av EU, i motsetning til Norge. Det vil si at de tre statene deltar i prosessen med å utforme direktivet, i motsetningen til Norge som får det ferdige direktivet tilsendt gjennom EØS for gjennomføring.

---

<sup>23</sup> EØS-rett (2004) s. 46.

<sup>24</sup> Rt-2000-1811 (Finanger I) s. 1820.

Et viktig formål med overtakelsestilbudsdirektivet er å samordne regelverket blant medlemsstatene. Direktivene er imidlertid normalt såkalte minimumsdirektivet. Det betyr at medlemsstatene ofte har frihet til å gi mer detaljerte eller utfyllende regler, samt tidvis også frihet til å stille strengere krav enn det som følger av direktivet. I all hovedsak vil derfor direktivene ta sikte på å fastsette de alminnelige prinsippene slik at formålet om et samordnet regelverk realiseres.

Forskjeller ved medlemsstatenes gjennomføring av direktivet vil kunne være egnet til å motvirke samordningen av regelverket, samt bidra til ulik praksis og redusert forutberegnelighet for den som skal overholde dette. Betydningen av dette er fremhevet i kommentaren til den danske værdipapirhandelsloven: “Selv om gjældende ret i vidt omfang videreføres materielt uændret, bekræfter den ændrede ordlyd af den nye bekendtgørelse Finanstilsynets ønske om en så tekstnær implementering af direktivet som muligt. Heraf følger, at praksis fra andre lande i EU/EØS formodentlig kan inddrages også ved fortolkningen af dansk ret på dette område.”<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Hansen (2008) s. 278.

## 2 Redegjørelse for rettskildebildet

### 2.1 EU-kildene<sup>26 27 28</sup>

Overtakelsestilbudsdirektivet har hatt en lang og strabasiøs ferd gjennom EU-systemet. Da direktivet endelig ble vedtatt i 2004 hadde forhandlingene vart i nesten 15 år, men planene for et direktiv om overtakelsestilbud startet så tidlig som på midten av 1970-tallet.

Storbritannia og Irland ble sammen med Danmark medlemmer av EU 1. januar 1973. Ettersom Storbritannia var ledende innen regulering av overtakelsestilbud førte deres medlemskap i fellesskapet til at Kommisjonen begynte å utrede behovet for en helhetlig regulering av overtakelsestilbud. EU hadde allerede foreslått to direktiver om fusjon, som ble ansett å være EUs motstykke til Storbritannias regulering av overtakelsestilbud, og disse måtte nå harmoniseres.<sup>29</sup> Det skulle imidlertid gå nesten 20 år før det første utkastet ble presentert av Kommisjonen, nærmere bestemt 19. januar 1989. Dette utkastet ble forkastet og forsøkt revidert året etter, men uten resultat.

Det ble raskt klart at Kommisjonens håp om en fullstendig harmonisering av reguleringen av overtakelsestilbud i Europa, gjennom et meget detaljert direktiv, var tilnærmet umulig å gjennomføre. I 1996 presenterte Kommisjonen et mer strømlinjeformet direktiv, som fokuserte mer på generelle prinsipper enn direkte harmonisering. Dette ble også endret året etter, igjen uten resultat. Kommisjonen presenterte så et nytt forslag i 2001, men Parlamentet forkastet det med like mange stemmer for og imot. Kommisjonen opprettet da en såkalt High Level Group of Company Law Experts, ledet av Professor Jaap Winter, som hadde som oppgave å presentere et løsningsorientert forslag til nytt direktiv som kunne godtas av samtlige

---

<sup>26</sup> Papadopoulos (2010) s. 111-112.

<sup>27</sup> *Takeover bids in Europe* (2008) s. 7-10.

<sup>28</sup> *Common Legal Frameworks for Takeover Bids in Europe, Volume I* (2010) s. 5.

<sup>29</sup> Rickford (2004) s. 1380

medlemsstater. Gruppen kom frem til at direktivet måtte formes som et rammeverk for reglene om overtakelsestilbud, med generelle prinsipper som alle stater kunne enes om. Utover disse prinsippene skulle statene ha stor valgfrihet ved den nasjonale gjennomføringen av direktivet. Kommisjonen presenterte det siste utkastet til direktivet i 2002, som i stor grad fulgte forslagene til Winters gruppe med eksperter. Overtakelsestilbudsdirektivet ble endelig vedtatt 21. april 2004.

Medlemsstatenes forskjellige regulering av overtakelsestilbud, samt forskjeller mellom landenes tilnærming til selskapsrett og kapitalmarkedsrett, i tillegg til måten å strukturere selskaper, gjorde harmoniseringen av overtakelsestilbud svært vanskelig.

Spesielt grensen for tilbudsplikt førte til mange år med forhandlinger før resultatet ble at hver medlemsstat selv kunne bestemme hvor grensen skulle gå. Medlemsstatenes valg varierer fra 25 % til 50 % mens Norge la seg på 1/3 av stemmene. Et annet problem var lovvalgsreglene om grenseoverskridende overtakelsestilbud. Skulle reglene i staten hvor målselskapet hadde sitt hovedkontor eller reglene i den staten målselskapets aksjer ble handlet benyttes. Som en forlengelse av dette var mange stater, og spesielt Tyskland, motstander av økt mulighet for at utenlandske investorer skulle kunne overta nasjonale selskaper. Mange stater fryktet at utenlandsk aksjemajoritet kunne føre til tap av deres nasjonale arbeidsplasser, samt økt fare for oppstyking og salg av selskapet. Medlemsstatenes forskjellige tradisjoner og syn på hvorvidt administrasjons- eller ledelsesorganet i målselskapet skulle kunne gjennomføre forsvarstiltak mot overtakelsestilbud, medførte også at det var omstridt om man skulle innføre den såkalte nøytralitetsplikten.

De lange forhandlingene og medlemsstatenes forskjellige tilnærming til overtakelsestilbud førte til et omstridt kompromiss hvor løsningen i stor grad ble valgfrie ordninger av de mest betente bestemmelsene. Mange hevder at overtakelsestilbudsdirektivet av denne grunn er utvannet, og at den reelle virkningen av direktivet er forsvinnende liten. Det kan likevel legges til grunn at en viss harmonisering har skjedd, herunder spesielt en samordning av reglene om informasjonsplikt, samt innføringen av tilbudsplikten.

Forarbeider til direktiver blir som regel ikke vist til av EF-domstolen og Generaladvokaten, men tilfeller kan forekomme. Det er to grunner til den beskjedne bruken av direktivets forarbeider. For det første stammer forarbeidene gjerne fra så tidlige stadier i regelskrivningsprosessen at det er begrenset hvilken veiledning de gir. For det andre publiseres ikke de endelige forhandlingene i Rådet. Forarbeidene til direktivet har derfor ikke den samme stilling som lovforarbeider i norsk rett. Det må således hovedsakelig legges vekt på direktivets ordlyd og fortale i tolkningen, herunder direktivets formål og prinsipper.

## 2.2 Nasjonal rett

Som nevnt i punkt 1.1 reguleres finansielle instrumenter i Norge av verdipapirhandelloven, og finansielle instrumenter handles på regulerte markeder. Regulerte markeder reguleres av børsloven. Utfyllende regler er gitt i verdipapirforskriften og børsforskriften. Det er kun aksjer i allmennaksjeselskap som kan tas opp til notering på Oslo Børs, og de reguleres av allmennaksjeloven.

Verdipapirhandelloven regulerer tilbudsmyndigheten i § 6-4, og bestemmer at tilbudsmyndigheten skal være det regulerte marked hvor aksjene i det selskap som er gjenstand for overtakelsestilbud er notert. I Norge er det som tidligere nevnt kun ett regulert marked for aksjer; Oslo Børs. Oslo Børs er derfor eneste tilbudsmyndighet i Norge. Tilbudsmyndigheten skal hovedsakelig gjennomgå og godkjenne tilbudet og tilbudsdokumentet, jfr. vphl. § 6-14 første ledd, samt undersøke om tilbudsprisen er korrekt. Avgjørelser og vedtak av Oslo Børs kan klages inn til Børsklagenemnden, samt bringes inn for de ordinære domstoler.<sup>30</sup>

Børsloven bestemmer i § 24 at regulerte markeder skal ha regler om opptak av finansielle instrumenter til handel. I børsforskriften § 1 tredje ledd bestemmes det at regulerte markeder kan fastsette nærmere regler om utsteders rettigheter og plikter som følge av opptak til handel. Disse nærmere reglene har Oslo Børs fastsatt i Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (børsforpliktelsene). I børsforpliktelsen punkt 7

---

<sup>30</sup> Tyrhaug (2010) s. 271

bestemmes det at selskapet skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (anbefalingen). Dersom anbefalingen ikke er fulgt, må det forklares. Anbefalingen har et eget kapittel 14 om selskapsovertakelse, som regulerer situasjoner som overtakelsestilbud.

Det vil som nevnt også bli trukket inn regulering fra andre stater, jeg vil derfor i det følgende også kort gå gjennom rettskildebildet i Storbritannia, Sverige og Danmark.

I britisk rett reguleres overtakelsestilbud av The Takeover Code, administrert av det uavhengige organet The Panel on Takeovers and Mergers (The Takeover Panel). Som nevnt overfor var The Takeover Code selvregulert inntil overtakelsestilbudsdirektivet ble innført, som krevde at The Takeover Panel, og gjennom det The Takeover Code, ble lovfestet i den britiske The Companies Act 2006 (chapter 46) av 6. april 2007 i del 28 om Takeovers etc., herunder bestemmelse 943.

The Takeover Code er kontinuerlig utviklet siden 1968 og reflekterer de profesjonelle aktørene i bransjens syn på hvorledes overtakelsestilbud burde reguleres. The Takeover Code regnes som en av de første grunnleggende regelsettene vedrørende overtakelsestilbud, og har også vært utgangspunktet for mesteparten av reglene i overtakelsestilbudsdirektivet.

Bestemmelsene i The Takeover Code er i stor utstrekning generelt utformet, og skal tolkes ut fra reguleringens formål. Dette tilsvarer den svenske reguleringen om overtakelsestilbud, som er sterkt inspirert av The Takeover Code.

Sverige innførte regler om overtakelsestilbud allerede i 1971, da med inspirasjon fra den britiske reguleringen. Som i Storbritannia har Sverige også hatt en tradisjon for selvregulering av overtakelsestilbud. Når overtakelsestilbudsdirektivet kom i 2004 måtte denne reguleringen forankres i lov, og det sentrale forarbeidet til gjennomføringen av direktivet var SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden.

Overtakelsestilbud reguleres i Sverige av Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Den bestemmer i annet kapittel første paragraf at tilbydere av overtakelsestilbud må underkaste seg de regler som det regulerte markedet målselskapet er notert på har bestemt. Disse reglene er hjemlet i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Regulerede markeder plikter således å ha regler om overtakelsestilbud som oppfyller de kravene som stilles av overtakelsestilbudsdirektivet og som forøvrig er hensiktsmessige. I tillegg til tilbydere som nevnt over må disse reglene også følges av målselskapene.

Den viktigste aktøren på det svenske aksjemarkedet er Aktiemarknadsnämnden, som er en del av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Den oppstod i 1986 med britiske The Takeover Panel som forbilde, og nyter stor tillit fra bransjen. Aktiemarknadsnämnden får sin kompetanse fra det svenske Finanstilsynet, de regulerte markedene, samt vedtektene til foreningen for god skikk. De fatter avgjørelser i de fleste saker om overtakelsestilbud og tolker regelverket i tilfelle tvister.<sup>31</sup>

For de regulerte markedene i Sverige, NASDAQ OMX Stockholm og Nordic Growth Market, gjelder ultimo april 2011 regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden av 1. oktober 2009 (take-over reglerna). Bestemmelsene er i stor utstrekning generelt utformet, og skal tolkes ut fra sitt formål.

For markedsplassene First North, Aktie-Torget og Nordic MTF gjelder Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformer (NBK-reglerna), med tilnærmet identiske regler som take-over reglerna. Disse vil jeg imidlertid ikke gå inn på i denne avhandlingen.

I Danmark ble overtakelsestilbudsdirektivet gjennomført i to steg. Det første steget ble tatt i 2005, ved å endre aktieselskabsloven, årsregnskabsloven og værdipapirhandelsloven. Her ble det kun fokusert på direktivets generelle krav, for å bringe dansk rett i samsvar med direktivet så fort som mulig. Forarbeidene til denne

---

<sup>31</sup> Stattin (2009) s. 87.



endringen i dansk rett er mindre inngående, og det finnes lite av betydning for min avhandling der.

Siden det gjennom dette første steget ikke ble gått grundig gjennom de forskjellige problemstillingene overtakelsestilbudsdirektivet reiste, ble det senere i 2005 oppnevnt en ekspertgruppe som skulle gå gjennom hele direktivet og foreslå hvorledes direktivet burde gjennomføres i dansk rett. Ekspertgruppen la frem sin rapport i 2006, og den førte til endringer både i lov og forskrifter. Etter dette anså Danmark overtakelsestilbudsdirektivet fullstendig gjennomført i dansk rett. Ekspertgruppens rapport er imidlertid unntatt offentlighet, og forarbeidene til den første endringen er lite inngående. Det vil derfor i denne avhandlingen legges betydelig mer vekt på norske og svenske forarbeider.<sup>32</sup>

Overtakelsestilbud reguleres i Danmark av lov om værdipapirhandel m.v. (11/08/2010 nr. 959), som i kapittel 8 om overtagelsestilbud sier i § 32 fjerde ledd at Finanstilsynet fastsetter nærmere bestemmelser om overtakelsestilbud. Disse nærmere bestemmelsene er fastsatt i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud (10/03/2010 nr. 221) (tilbudsbekendtgørelsen). Det danske Finanstilsynet ga i 2008 ut en Vejledning til bekendtgørelse om overtagelsestilbud (tilbudsvejledningen) som inneholder en beskrivelse av de sentrale bestemmelsene i tilbudsbekendtgørelsen.

Jesper Lau Hansen skriver i kommentaren til den danske værdipapirhandelsloven at overtakelsestilbudsdirektivet hovedsakelig er gjennomført ved tilbudsbekendtgørelsen, og at det er her den reelle reguleringen om overtakelsestilbud finner sted, mens bestemmelsene i den danske værdipapirhandelsloven angir de overordnede prinsipper.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Thorup (2010) s. 42.

<sup>33</sup> Hansen (2008) s. 260

### 3 Gjennomføring av frivillige tilbud i norsk rett

#### 3.1 Innledning

Som nevnt over vil jeg i denne avhandlingen undersøke om norsk rett tilfredsstillende oppfyller kravene satt i overtakelsestilbudsdirektivet. De fem emnene som er særlig relevante for frivillige tilbud som vil gjennomgå er: (1) *Direktivets alminnelige prinsipper*, (2) *likebehandling av aksjonærer*, (3) *sanksjoner ved overtredelse*, (4) *betingelser i tilbudet*, og (5) *finansielle forbehold i tilbudet*. I det følgende vil jeg liste opp hovedspørsmålene i hvert emne:

- (1) Direktivets prinsipper er ikke gjennomført direkte i norsk rett ved gjengivelse av prinsippene i en formålsbestemmelse. Er dette i samsvar med direktivet, og sikrer dette overtakelsestilbudsreguleringens effektivitet, ved at reglene er fleksible og tilrettelagt for nye uforutsette omstendigheter etterhvert som de oppstår?
- (2) Et av direktivets hovedformål er å sikre vern av minoritetsaksjonærer. Dette gjøres ved å innlemme et prinsipp om likebehandling av alle aksjonærer. Det synes å være en uregelmessighet i den norske reguleringen når den bestemmer at tilbyder må likebehandle alle aksjonærer, samtidig som tilbudet tilsynelatende ikke behøver å omfatte alle aksjonærene. Er dette i samsvar med direktivet?
- (3) Direktivet bestemmer at medlemsstatene må påse at brudd på overtakelsestilbudsreglene medfører sanksjoner som skal være effektive, forholdsmessige og preventive. Kan sanksjonen daglig mulkt sies å være effektiv, forholdsmessig og preventiv?
- (4) I følge direktivet skal regelverket inneholde bestemmelser om betingelser i tilbudet. Norsk rett har bestemmelser knyttet til pliktige tilbud, men ingen regulering av betingelser i frivillige tilbud. Er det i samsvar med direktivet at norsk rett ikke regulerer betingelser i et frivillig tilbud?

- (5) Direktivet bestemmer at tilbyder skal påse at han har den nødvendige finansieringen på plass før han fremsetter et overtakelsestilbud. I norsk rett er det ingen regulering av finansieringen av frivillige tilbud, kun pliktige tilbud. Er dette i samsvar med direktivet?

Jeg vil undersøke om disse fem punktene er gjennomført korrekt ved å ta for meg kravene i overtakelsestilbudsdirektivet og sammenligne med gjeldende norsk rett. Jeg vil som nevnt over også gå gjennom reguleringen i Storbritannia, Sverige og Danmark for å identifisere eventuelle ulikheter. Avslutningsvis vil jeg så vurdere og konkludere hvorvidt norsk rett tilfredsstillende oppfyller kravene satt i overtakelsesdirektivet.

## 3.2 Utvalgte emner

### 3.2.1 Direktivets alminnelige prinsipper

Overtakelsestilbudsdirektivet lister i artikkel 3 første ledd opp seks (bokstav (a) til (f)) alminnelige prinsipper medlemsstatene skal sørge for blir innlemmet ved gjennomføringen av direktivet. Dette skal i følge annet ledd gjøres ved at minstekravene i direktivet blir gjennomført, men medlemsstatene kan fastsette ytterligere vilkår og strengere bestemmelser enn de som er fastsatt i direktivet.

De seks alminnelige prinsippene er: (a) Alle aksjonærer av samme klasse skal likebehandles, og alle aksjonærer skal vernes mot overgrep fra kontrollerende aksjonær, (b) alle aksjonærer må få tilstrekkelig tid og tilstrekkelige opplysninger for å kunne treffe en velbegrunnet beslutning når de tar stilling til tilbudet, om administrasjons- eller ledelsesorganet i målselskapet gir råd til aksjonærene må disse uttalelsene være velbegrunnede, (c) administrasjons- eller ledelsesorganet i målselskapet må ivareta interessene til selskapet som helhet og kan ikke frata aksjonærene muligheten til å treffe beslutning om fordelene ved tilbudet, (d) det må ikke skapes falske markeder, på en slik måte at oppgang eller nedgang i verdipapirkursene blir kunstige og markedenes normale virkeområde forstyrres, (e) en tilbyder kan kunngjøre tilbud først etter å ha forvissnet seg om at vedkommende fullt ut kan gi kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres, og (f) et målselskap må ikke hindres i å drive sin virksomhet lenger enn det som er rimelig som følge av et tilbud på dets verdipapirer.

Gjennomføringen av disse alminnelige prinsippene utdypes i direktivets fortale, hvor punkt 6 sier at for å sikre overtakelsestilbudsreguleringens effektivitet, må reglene være fleksible og tilrettelagt for nye uforutsette omstendigheter etterhvert som de oppstår, herunder muligheter for unntak og fritak. Ved unntak og fritak må imidlertid fortsatt de alminnelige prinsippene følges.

Overtakelsestilbudsdirektivet bestemmer altså at prinsippene skal gjennomføres i norsk rett, men det er vanskelig å tolke ut fra ordlyden i direktivet hvorvidt dette må gjøres direkte eller indirekte.

I motsetning til alle de øvrige selskapsrettsdirektivene har imidlertid overtakelsestilbudsdirektivet karakter av et rammedirektiv. Dette innebærer at direktivet ikke tilsikter en detaljert harmonisering, men i vidt omfang overlater til medlemsstatene å utforme detaljene i lovgivningen.<sup>34</sup> Punkt 26 i fortalen sier at overtakelsestilbudsdirektivet oppretter en ramme som fastsetter visse felles prinsipper og et begrenset antall alminnelige krav som medlemsstatene skal gjennomføre ved hjelp av mer detaljerte regler i samsvar med sine nasjonale systemer og sine kulturelle tradisjoner. Beate Sjøfjell skriver at artikkel 3 første ledd i direktivet gir obligatoriske retningslinjer for medlemsstatenes gjennomføring og tolkning av direktivet.<sup>35</sup>

Britenes The Takeover Code har i seksjon B1 inntatt sine General Principles, som er identiske med prinsippene fra overtakelsestilbudsdirektivet. Disse prinsippene er fundamentale grunnsetninger innen reguleringen av overtakelsestilbud, og er generelle uttrykk for hvordan The Takeover Code skal forstås. Prinsippene skal tolkes ut fra deres formål.

Som i Storbritannia lister også de svenske take-over reglerna i innledningen opp seks alminnelige prinsipper som reglene hviler på. Disse er identiske med de alminnelige prinsippene i overtakelsestilbudsdirektivet. Prinsippene skal tjene som veiledning i situasjoner der reglene ikke gir nødvendig og hensiktsmessig regulering.

---

<sup>34</sup> Sørensen (2010) s. 800

<sup>35</sup> Sjøfjell (2009) s. 297

I motsetning til britisk og svensk rett har vi i Norge valgt ikke å innlemme de alminnelige prinsippene fra overtakelsestilbudsdirektivet direkte i norsk rett. Mens direktivet oppstiller et rammeverk bestående av prinsipper og et begrenset antall generelle bestemmelser, inneholder gjeldende norsk rett mer spesifikke bestemmelser og krav. Den norske verdipapirhandellovens § 1-1 har en formålsbestemmelse som sier at loven skal legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, men denne er for generell til i seg selv å kunne anses å inkorporere de nevnte prinsippene fra direktivet.

Verdipapirhandelutvalget foreslo å lovfeste verdipapirhandellovens formål i NOU 1996:2. Formuleringen skulle ha en klar kobling til fagøkonomiske uttrykk som brukes for å beskrive verdipapirmarkedenes funksjon og virksomhet. Verdipapirmarkedet kan sies å fungere *effektivt* når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir. *Ordnet* handel henspiller blant annet på hvordan selve markedsplassen fungerer, samt det kravet at handelen i verdipapirmarkedet skal tilfredsstillende alminnelige rettferdighetsnormer. At handelen er *sikker* kan først og fremst assosieres med selve oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene. Ved denne formålsbestemmelsen skulle man oppnå at både investorenes interesser ble sikret og at børsen kunne ivareta sin primære oppgave, nemlig å skaffe til veie kapital til private bedrifter og offentlige foretak.

Verdipapirmarkedslovutvalget synes i NOU 2005:17 punkt 3.2 å anse de alminnelige prinsippene i overtakelsestilbudsdirektivet som en plikt for regelgjennomføringen og ikke som veiviser for løpende praktisering. Utvalget går således gjennom hvert av de aktuelle prinsippene for å se om de er gjennomført i norsk rett, og synes ikke å ha vurdert hvorvidt direktivet gir plikt til å innføre de alminnelige prinsippene direkte. Etter å ha kommet frem til at de alminnelige prinsippene hver for seg allerede er gjennomført indirekte gjennom andre bestemmelser, avslutter utvalget med å konstatere at de ikke foreslår noen nærmere presisering av prinsippene i lovteksten.

Departementet følger i Ot.prp.nr.34 (2006–2007) opp Utvalgets uttalelse og legger opp til å videreføre det gjeldende norske systemet med den mer presise og detaljerte reguleringen av overtakelsestilbud. Det anses ikke hensiktsmessig å endre det norske regelsystemet til et prinsippbasert system. Departementet mener videre at et system

basert på presise og detaljerte regler vil legge til rette for økt forutberegnelighet for markedsaktørene i forhold til et mer prinsippbasert system.

Norge har samme oppfatning som Danmark, som heller ikke har inntatt de alminnelige prinsippene fra overtakelsestilbudsdirektivet i sin nasjonale rett. Som i Norge innehar den danske lov om værdipapirhandel m.v. en formålsbestemmelse i § 3 som sier at enhver verdipapirhandel skal utføres på en redelig måte og i overensstemmelse med god verdipapirhandelsskikk.

Hvorfor har Storbritannia og Sverige valgt å innlemme de alminnelige prinsippene direkte i deres nasjonale rett, mens Norge og Danmark har valgt ikke å gjøre det? Og krever overtakelsestilbudsdirektivet at medlemsstatene gjør som Storbritannia og Sverige?

Storbritannia hadde allerede 10 alminnelige prinsipper i The Takeover Code da overtakelsestilbudsdirektivet skulle gjennomføres. Det var således unaturlig for Storbritannia ikke å beholde reguleringsformen med alminnelige prinsipper. Storbritannia valgte derfor å endre disse eksisterende prinsippene til å bli identiske med prinsippene fra direktivet.

I likhet med The Takeover Code inneholdt de svenske overtakelsestilbudsreglene egne grunnprinsipper da direktivet skulle gjennomføres, og den svenske utredningen i SOU 2005:58 vurderte da tre alternativer. Reguleringen kunne enten (i) beholde de eksisterende prinsippene, (ii) endre de eksisterende prinsippene til å ligne direktivets prinsipper, eller (iii) de eksisterende prinsippene kunne erstattes med direktivets prinsipper. Utvalget fant det tredje alternativet mest hensiktsmessig, og viste til flere grunner for dette. For det første ville en uttrykkelig gjennomføring av direktivets prinsipper tydeliggjøre viljen og intensjonen til å la direktivets formål gjennomsyre ikke bare utformingen men også tolkningen av den svenske reguleringen. For det andre finnes det på et par punkter behov for at reguleringen kan henvise til de grunnleggende prinsippene slik de kommer til uttrykk i direktivet.

Etter en grundig gjennomgang av overtakelsestilbudsdirektivets krav til gjennomføringen av de alminnelige prinsippene støtter det svenske utvalget det norske Verdipapirmarkedslovutvalgets vurdering. Selv om Sverige aldri vurderte å utelate prinsippene fra sin interne regulering, konkluderer utvalget på side 101 at de alminnelige prinsippene i artikkel 3 i direktivet ikke behøver gjentas uttrykkelig i medlemsstatenes regulering. Det holder at de følges ved gjennomføringen.

De danske forarbeidene til gjennomføringen av overtakelsestilbudsdirektivet er som nevnt over ikke offentliggjort. David Moalem, som var medlem av utredningskomitéen i Danmark, uttaler imidlertid at grunnen til at de alminnelige prinsippene ikke ble gjennomført direkte i dansk rett var fordi noen av prinsippene ble implementert i den danske Tilbudsbekendtgørelsen som egentlige rettsregler, mens andre har mer karakter av programerklæringer og derfor ikke ble implementert.<sup>36</sup> Det kan legges til grunn at Danmark følger samme synspunkt som Norge og Sverige på dette punktet.

Ordlyden i overtakelsestilbudsdirektivet kan tolkes som om de alminnelige prinsippene må innlemmes direkte i norsk rett. Det er også dette både Storbritannia og Sverige har gjort. Dette skyldes imidlertid at de to statene allerede hadde alminnelige prinsipper i sitt regelverk når direktivet skulle gjennomføres. Både svenske og danske forarbeider taler imot at de alminnelige prinsippene må innlemmes direkte, det samme gjør juridisk litteratur.<sup>37</sup> Det kan følgelig konkluderes med at overtakelsestilbudsdirektivet ikke krever at de alminnelige prinsippene i artikkel 3 første ledd gjennomføres direkte i den enkelte stats regulering.

På den annen side sier den svenske Utredningen også at de alminnelige prinsippene til en viss grad kan tjene som veiledning ved tolkningen av de enkelte direktivbestemmelsene. Dette blir vanskelig dersom prinsippene ikke er kommet til uttrykk ved implementeringen. Det kan derfor stilles spørsmål om norsk retts tilnærming til prinsippene sikrer overtakelsestilbudsreguleringens effektivitet, gjennom

---

<sup>36</sup> Moalem (2011)

<sup>37</sup> Se note 34 og 35.

at reglene er fleksible og tilrettelagt for nye uforutsette omstendigheter etterhvert som de måtte oppstå.

Poenget med formålsbestemmelser og alminnelige prinsipper er at de kan anvendes dersom regelverket møter en situasjon som aldri har oppstått tidligere. Dersom regelverket ikke inneholder alminnelige prinsipper må en se hen til forarbeider og peke på at norsk rett skal tolkes i samsvar med direktivet. Det kan da hevdes at gjennomføringen av direktivet ikke har skjedd på en måte som gjør rettstilstanden klar og utvetydig, og at det er vanskelig for borgerne effektivt å kunne forutberegne sin rettsstilling.

Uavhengig av dette må man som over konkludere med at norsk rett tilfredsstillere kravene til overtakelsestilbudsdirektivet med tanke på gjennomføringen av de alminnelige prinsippene i artikkel 3. Gode grunner taler imidlertid for at reguleringen av overtakelsestilbud burde bygge på slike alminnelige prinsipper. Dette vil ivareta reguleringens effektivitet, gjennom at reglene er fleksible og tilrettelagt for nye uforutsette omstendigheter etterhvert som de oppstår.

### 3.2.2 Likebehandling av aksjonærer

Overtakelsestilbudsdirektivet har nedfelt prinsippet om likebehandling i artikkel 3 første ledd (a): “All holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment.” Alle aksjonærer av samme klasse skal likebehandles.

Klassedelingen nevnes ikke i direktivets forale punkt 9, som sier at medlemsstatene bør sikre vern av minoritetsaksjonærer ved å pålegge kontrollerende aksjonær å gi et tilbud til alle målselskapets aksjonærer om å overta alle deres verdipapirer til en rettfærdig pris. Dette gjelder imidlertid kun ved pliktige tilbud.

Selv om alle aksjonærer av samme klasse skal likebehandles tilsier artikkel 2 første ledd bokstav (a) at et overtakelsestilbud ikke behøver å omfatte alle aksjene i selskapet ved ordlyden “for å erverve alle eller noen av disse verdipapirene”. Partielle overtakelsestilbud må derfor antas å være tillatt i henhold til



overtakelsestilbudsdirektivet, selv om en et prinsipp om likebehandling i utgangspunktet skulle tilsi at dette ikke kan godtas. En kan videre lese ut fra en antitetisk tolkning av artikkel 5 annet ledd at et frivillig tilbud hverken må omfatte alle verdipapir innehaverne eller at tilbudet må gjelde alle deres eierandeler. Utgangspunktet er jo at frivillige tilbud som fører til kontroll av selskapet utløser en tilbudsplikt på de resterende aksjer. Men dette unntaket bestemmer at frivillige tilbud som omfatter alle aksjonærer med alle deres aksjer, ikke vil utløse en tilbudsplikt. Denne presiseringen hadde vært unødvendig dersom ethvert frivillig tilbud måtte omfatte alle verdipapir innehaverne eller at tilbudet må gjelde alle deres eierandeler.

I norsk rett har vi ulike likebehandlingsbestemmelser. Verdipapirhandelloven har en likebehandlingsbestemmelse i § 5-14, som sier at utstedere av børsnoterte aksjer skal likebehandle sine aksjonærer. Aksjonærene må ikke forskjellsbehandles, med mindre forskjellsbehandlingen er saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærenes felles interesse. Allmennaksjeloven bestemmer i § 6-28 at ingen som representerer selskapet må foreta seg noe som er egnet til å gi visse aksjonærer en urimelig fordel på andre aksjonærers bekostning, og det samme gjelder i henhold til § 6-38 for bedriftsforsamlingen. Tilsvarende forbyr § 5-21 aksjonærene gjennom generalforsamlingen å fatte slike beslutninger. Anbefalingen regulerer likebehandling i punkt 14 annet ledd, som fastslår at i en tilbudssituasjon bør styret og ledelsen ha et selvstendig ansvar for å bidra til at aksjeeierne likebehandles. Dette gjelder styret og ledelsen i både tilbyderselskapet og målselskapet. Disse likebehandlingsprinsippene gjelder også i overtakelsestilbudssituasjoner, men overtakelsestilbud har dessuten en spesifikk likebehandlingsregulering i verdipapirhandellovens kapittel 6.

Verdipapirhandelloven § 6-10 regulerer selve tilbudet, og inneholder en likebehandlingsbestemmelse i annet ledd som sier at tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett. Dette gjelder imidlertid ikke for frivillige tilbud, jfr. § 6-19 første ledd, som kun gir § 6-10 siste ledd tilsvarende anvendelse. § 6-10 siste ledd fastslår likebehandlingsprinsippet om at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud.

For et pliktig tilbud må følgelig tilbudet omfatte alle selskapets aksjer, og aksjonærene kan ikke forskjellsbehandles. Alle må få det samme tilbudet. Ved et frivillig tilbud må tilbyder kun sørge for ikke å forskjellsbehandle aksjonærene. Det er intet krav om at tilbudet må omfatte alle selskapets aksjer. Likebehandlingskravet er imidlertid ikke til hinder for at noen aksjonærer på forhånd aksepterer dårligere tilbud enn andre.<sup>38</sup>

Likebehandlingsregelen har vært sentral i norsk rett siden den første regulering av overtakelsestilbud i Norske Finansanalytikerers Forenings veiledende normer utarbeidet i 1980. Her skulle de øvrige aksjonærer straks motta et tilbud med like gode betingelser dersom tilbyder forsøkte å overta kontrollen i målselskapet. I Ot.prp.nr.21 (1983–1984) uttalte Departementet at reglene om overtakelsestilbud skulle søke å oppnå en beskyttelse av aksjonærene og den aksjesparende allmenhet gjennom å sikre alle investorer lik behandling. Man skulle sikre at ikke enkelte grupper oppnådde særfordeler. I børsreglementet av 1984 ga likebehandlingsregelen en rett for de øvrige aksjonærene til tilsvarende tilbud, dersom et kjøpstilbud ble gitt til en eller flere aksjonærer etter direkte forhandlinger med målselskapets styrende organer. Denne likebehandlingsregelen ble videreført i børsforskriften av 1988, men gjennomgikk en betydelig endring i den nye børsforskriften av 1994. Her bestemte § 7-2 at alle aksjonærer som ble omfattet av overtakelsestilbudet skulle behandles likt. Oslo Børs la imidlertid til grunn at tilbyder i utgangspunktet stod fritt til å bestemme hvem tilbudet skal omfatte. Dette tilsier en likebehandlingsregel hvor tilbyder selv kan velge hvilke aksjonærer han ønsker å gi tilbudet til, men at alle de som omfattes av tilbudet må likebehandles. Foran vedtakelsen av en ny verdipapirhandellov i 1997 kom Oslo Børs med en høringsuttalelse som foreslo fastsettelse av en særskilt bestemmelse om at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjonærer ved fremsettelse av tilbud. Det ble vist til at en generell likebehandlingsplikt kunne være egnet til å møte situasjoner som ikke var forutsatt, og således ikke spesielt regulert i gjeldende rett eller i forslaget. Departementet sluttet seg til forslaget til Oslo Børs, og siste ledd i daværende verdipapirhandellov § 4-10 ble født, nåværende verdipapirhandellov § 6-10 siste ledd. Det finnes ingen nærmere kommentarer til denne likebehandlingsregelen i senere forarbeider, men departementet legger i Ot.prp.nr.34 (2006–2007) til grunn at

---

<sup>38</sup> Bergo (2008) s. 254

beskyttelse av minoritetsaksjonærer og likebehandling av aksjonærer er de bærende hensynene bak regler om overtakelsestilbud.

Annet og siste ledd i § 6-10 synes å være en dobbel regulering av samme situasjon. Det er vanskelig å identifisere situasjoner hvor et tilbud ikke er rettet til samtlige aksjonærer, samtidig som ingen aksjonærer forskjellsbehandles. Det gir imidlertid mening om ordet “aksjeeiere” i siste ledd skal leses som “aksjeeiere som er omfattet av tilbudet”, som ordlyden var i børsforskriften 1994 § 7-2. Dette gir en regulering som sier at pliktige tilbud skal omfatte alle selskapets aksjer, samtidig som ingen aksjeeiere skal forskjellsbehandles. For frivillige tilbud må tilbudet motsetningsvis ikke omfatte alle selskapets aksjer, men aksjonærene som omfattes av tilbudet må ikke forskjellsbehandles.

Storbritannia og Sverige har som nevnt over innlemmet overtakelsestilbudets alminnelige prinsipp om likebehandling direkte i sin regulering. Alle aksjonærer av samme klasse skal likebehandles. Den danske Tilbudsbekendtgørelsen bestemmer i § 7 at tilbyder skal likebehandle alle aksjonærer av samme aksjeklasse.

Utgangspunktet er således at Storbritannia, Sverige og Danmark har lovfestet et identisk likebehandlingsprinsipp som i overtakelsestilbudsdirektivet, mens Norge har en strengere likebehandlingsbestemmelse som krever likebehandling av alle aksjonærer uavhengig av aksjeklasse. En strengere regulering er imidlertid tillatt i henhold til overtakelsestilbudsdirektivet.

Jeg vil nå se nærmere på reguleringen av likebehandlingsprinsippet i Storbritannia, Sverige og Danmark.

Britisk rett presiserer sitt likebehandlingsprinsipp i seksjon H i The Takeover Code, som bestemmer i regel 14.1 at dersom målselskapet består av mer enn en aksjeklasse må hver aksjeklasse motta et tilsvarende tilbud. I kommentaren til regel 14.1 bestemmes det at et tilsvarende tilbud ikke nødvendigvis må være et identisk tilbud. Tilbudets vederlag for de forskjellige aksjeklassene vil for det meste følge de aktuelle aksjers markedsverdi.

Seksjon O regulerer partielle overtakelsestilbud, og bestemmer i regel 36.1 at The Takeover Panel må godkjenne alle slike tilbud, og at en slik godkjennelse normalt ikke gis hvis tilbyder ved aksept blir innehaver av mer enn 30 % av aksjene i målselskapet. Partielle overtakelsestilbud må i henhold til regel 36.7 tilbys alle aksjonærer av samme aksjeklasse, og i tilfelle av overtegning må tilbyder foreta en forholdsmessig nedskalering for hver aksjonær for å opprettholde likebehandlingsprinsippet.

I Sverige blir likebehandling behandlet i take-over reglernas punkter II.10 (Budgivers skyldighet att behandla alla innehavare av aktier med identiska villkor lika) og II.11 (Behandling av innehavare av aktier med icke identiska villkor).

Punkt II.10 bestemmer at samtlige aksjonærer med aksjer med identiske vilkår skal likebehandles. Uttrykket identiske vilkår henviser primært til de økonomiske og innflytelsesmessige rettigheter som aksjen har etter loven og etter selskapsform, nærmere presisert retten til utbytte og stemmeretten. Det gjøres også unntak i særskilte tilfeller, så som der rettslige grunner forhindrer et identisk tilbud, eller tungtveiende praktiske grunner gjør det tilnærmet umulig å gjennomføre et identisk tilbud. Slike tungtveiende praktiske grunner kan for eksempel være at selskap med særs mange aksjonærer av praktiske grunner tilbyr kontantvederlag til små aksjonærer og en annen vederlagsform til store aksjonærer.<sup>39</sup>

Punkt II.11 bestemmer at dersom det finnes flere aksjeklasser i målselskapet skal alle aksjonærene tilbys vederlag i samme form. Det vil si at man ikke kan tilby en aksjeklasse oppgjør i aksjer og en annen aksjeklasse oppgjør i kontanter. Men aksjonærer med aksjeklasse A kan eksempelvis tilbys tilsvarende A-aksjer i tilbyderselskapet, samtidig som aksjonærer med aksjeklasse B tilbys tilsvarende B-aksjer i tilbyderselskapet. Videre bestemmes vederlagets størrelse av aksjenes økonomiske rett, aksjenes stemmerett og om aksjene er opptatt til handel eller ikke.

---

<sup>39</sup> Rydberger (2010) s. 230.

En slik tolkning av reguleringen blir imidlertid motsagt i litteraturen. Rydberger og Nostell<sup>40</sup> hevder at dersom et selskap har flere aksjeklasser, kan tilbyder gi tilbud til de forskjellige aksjeklassene som er ulike både i form og verdi. Dette støttes av Johansson<sup>41</sup> som skriver at aksjonærer i forskjellige aksjeklasser kan tilbys vederlag i ulik form, så lenge verdien av tilbudet er tilsvarende markedsverdien av aksjene. Dette strider klart mot ordlyden i de svenske take-over reglerna som i punkt II.11 første ledd sier: "Finns det i målbolaget aktier av olika slag ska vederlag av samma form erbjudas för aktier av samtliga slag." Samt en ytterligere presisering i kommentaren: "Samma form av vederlag ska erbjudas för aktier av samtliga slag. Det innebär exempelvis att en budgivare inte kan erbjuda aktier i budgivarbolaget till innehavare av ett visst aktieslag och kontanter till innehavare av ett annat aktieslag." Jeg finner imidlertid at dette ikke har betydning for min avhandling, men konstaterer at det foreligger uenighet om tolkningen av Sveriges likebehandlingsprinsipp. Uavhengig av dette kan vi legge til grunn at aksjonærer av samme aksjeklasse uansett skal likebehandles.

Overtakelsestilbud i Sverige kan omfatte enten samtlige aksjer i målselskapet eller en bestemt prosent av aksjene, og dette må selvsagt presiseres i tilbudet. Det er imidlertid kun i to spesielle tilfeller man kan fremsette partielle overtakelsestilbud i Sverige. Således kan partielt tilbud fremsettes dersom en aksept av alle som er omfattet ikke fører til at tilbyder overskrider tilbudspliktgrensen. Partielt tilbud kan også fremsettes dersom tilbyder allerede innehar så mange aksjer at tilbudspliktgrensen er overtrådt, uten at tilbudspliktreglene får anvendelse, for eksempel i tilfelle tilbyder var i besittelse av aksjene før reglene om tilbudsplikt ble gjennomført i svensk rett. Partielle overtakelsestilbud er imidlertid svært sjeldne i Sverige.<sup>42</sup>

Danmark presiserer likebehandlingsregelen i Tilbudsvejledningen, som sier under punkt 5.1 om tilbudsdokumentet at Tilbudsbekendtgørelsen ikke fastsetter nærmere regler for vederlaget når det gjelder frivillige tilbud. Likebehandlingsregelen i § 7 må imidlertid likevel overholdes. Tilbyder kan således ikke tilby én aksjonær eller en gruppe av aksjonærer et annet vederlag enn den som tilbys de resterende aksjonærer av samme aksjeklasse.

---

<sup>40</sup> Rydberger (2010) s. 230.

<sup>41</sup> Johansson (2009) s. 721.

<sup>42</sup> Rydberger (2010) s. 229

Thorup og Moalem hevder imidlertid i boken *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe* at det danske Finanstilsynet avviker fra skilnaden i aksjeklasser, og håndhever et prinsipp om likebehandling av alle aksjonærer i målselskapet, uavhengig av aksjeklasser. Dette fører i praksis til at tilbyder ikke kan tilby en enkelt aksjeklasse kontantvederlag, mens en annen aksjeklasse blir tilbudt vederlag i aksjer, uavhengig om verdien av de to vederlagene er det samme.<sup>43</sup> Denne praksisen er mer lik reguleringen i Norge.

Når det gjelder partielle tilbud bestemmer Tilbudsbekendtgørelsen i § 5 første ledd (13) at tilbudsdokumentet må inneholde opplysninger om den maksimale og minimale mengde aksjer det frivillige tilbudet gjelder. Dette vil si at et frivillig tilbud i Danmark kan være partielt. I litteraturen hevdes det imidlertid at det partielle tilbudet kun trenger å angå en utvalgt gruppe aksjonærer,<sup>44</sup> og dersom det skjer en overtegning må akseptene reguleres forholdsmessig mellom de aksjonærene som er omfattet av tilbudet.<sup>45</sup> Det er vanskelig å tenke seg hvorledes dette kan samsvare med likebehandlingsregelen, om ikke den utvalgte gruppen med aksjonærer tilsvarer alle aksjonærene i samme aksjeklasse. Synspunktet synes ikke å samsvare med Thorup og Moalems påstand om at det danske Finanstilsynet i praksis opprettholder en likebehandling uavhengig av aksjeklasse.

Storbritannia, Sverige og Danmark likebehandler i utgangspunktet alle aksjonærer av samme aksjeklasse. I britisk og svensk rett må alle i samme aksjeklasse gis samme tilbud i både form og verdi, mens dersom det er flere aksjeklasser må tilbudene til de forskjellige aksjeklassene kun være tilsvarende, nærmere bestemt må vederlaget tilbys i samme form. I Danmark er det kun en regel om at alle aksjonærer i samme aksjeklasse skal tilbys det samme, det vil si at tilbyder kan fremsette forskjellige tilbud til forskjellige aksjeklasser, uavhengig av vederlagets form og verdi. Videre må partielle tilbud i Storbritannia godkjennes særskilt, og slik godkjennelse blir normalt ikke gitt hvis det medfører at tilbyder blir innehaver av mer enn 30 % av aksjene i målselskapet. I Sverige kan partielle tilbud ikke fremsettes dersom det medfører at tilbyder blir innehaver av mer enn 30 % av aksjene i målselskapet. Dansk rett tillater partielle tilbud,

---

<sup>43</sup> Thorup (2010) s. 59

<sup>44</sup> Hansen (2008) s. 273.

<sup>45</sup> Hansen (2008) s. 289.

og selv om det synes å foreligge uenighet i juridisk litteratur, må det i utgangspunktet legges til grunn at alle aksjonærer av samme aksjeklasse må motta samme partielle tilbud, i likhet med Storbritannia. I Sverige må imidlertid partielle tilbud omfatte alle aksjonærer, men det kan settes en øvre grense for antall aksjer tilbudet omfatter. I alle tre stater må tilbyder i tilfelle av overtegning foreta en forholdsmessig nedskalering.

Kan det i norsk rett sies at likebehandlingsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 siste ledd må tolkes i samsvar med den tidligere bestemmelsen i børsforskriften, som medfører at likebehandlingen omfatter alle aksjonærer inkludert i tilbudet? Eller må det legges til grunn at likebehandlingsbestemmelsen står som en selvstendig regel i norsk rett, uavhengig av tidligere ordlyd i andre bestemmelser om samme tema? Alternativt kan det kanskje hevdes at en direktivkonform fortolkning av likebehandlingsbestemmelsen medfører at den nå inkluderer samtlige aksjonærer for å være i samsvar med direktivet, mens den tidligere kun inkluderte aksjonærer omfattet av tilbudet?

Det taler for den tolkning at likebehandlingsbestemmelsen kun skal omfatte aksjonærer inkludert i tilbudet at § 6-10 annet ledd ikke er gjort gjeldende for frivillige tilbud. Dersom lovgiver mente at likebehandlingsbestemmelsen i siste ledd skulle omfatte alle aksjonærer, hvorfor er da ikke annet ledd som bestemmer at tilbudet skal omfatte alle målselskapets aksjer gjort gjeldende? På den annen side taler det faktisk at Oslo Børs foreslo denne generelle likebehandlingsregelen uavhengig av den tidligere bestemmelsen i børsforskriften mot den tolkningen at kun aksjonærene inkludert i tilbudet er omfattet. Det er imidlertid på det rene at børsforskriften av 1994 hjemlet en rett for budgiver til å velge hvilke aksjonærer som skulle omfattes av det frivillige tilbudet. Oslo Børs praktiserte også denne regelen slik. Dersom den nye likebehandlingsbestemmelsen skulle tilsi en radikal endring i dette synet på likebehandling, kan det stilles spørsmål om hvorfor dette ikke ble nevnt med et ord i noen av forarbeidene. Tvert imot presiseres det at den nye likebehandlingsregelen skulle være egnet til å møte situasjoner som ikke var forutsatt, og således ikke var spesielt regulert i gjeldende rett. Tilbyders frihet til å velge hvilke aksjonærer som skulle kunne omfattes av tilbudet var etablert i regulering og praksis, og var langt fra noen situasjon som ikke var forutsatt.

Det er vanskelig å konkludere hva lovgiver har ment med de to likebehandlingsreglene i § 6-10 annet og siste ledd. Jeg heller imidlertid mot at et frivillig tilbud etter norsk rett ikke behøver å omfatte alle aksjonærer, og at gjeldende norsk rett således er en videreføring av § 7-2 i børsforskriften av 1994. Dette tilfredsstillende ikke kravene til likebehandling i overtakelsesdirektivets artikkel 3 første ledd bokstav (a). Imidlertid kan lovgiver hevde at en direktivkonform fortolkning av bestemmelsen gjør den i samsvar med direktivet.

### 3.2.3 Sanksjoner ved overtredelse

Overtakelsestilbudsdirektivets bestemmer i artikkel 17 at medlemsstatene skal fastsette sanksjoner som skal pålegges ved overtredelse av overtakelsestilbudsreglene, samt treffe alle nødvendige tiltak for å påse at de iverksettes. Sanksjonene skal være effektive, forholdsmessige og preventive. I direktivets fortale punkt 27 fremgår det at det må foreligge sanksjonsmuligheter for alle overtredelser av bestemmelser som gjennomfører direktivet i nasjonal lovgivning. Som en forlengelse av dette bestemmer artikkel 4 femte ledd at tilsynsmyndighetene skal ha alle fullmakter som er nødvendige for å utføre sine oppgaver, herunder plikt til å påse at partene i et tilbud overholder reglene om overtakelsestilbud.

I Norge gir verdipapirhandelloven tre mulige sanksjoner ved brudd på overtakelsestilbudsreglene: (1) Bortfall av aksjonærrettigheter (§ 6-20), (2) tvangssalg (§ 6-21), og (3) daglig mulkt (§ 17-1). I henhold til § 17-3 er brudd på vphl. kap. 6 ikke straffbart. Det vil si at overtredelse av reglene om overtakelsestilbud ikke kan straffes med fengsel eller bøter.

Av § 6-20 fremgår at aksjonærer som forsømmer sin tilbudsplikt ikke kan utøve andre rettigheter i målselskapet enn retten til utbytte og fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjonærer. § 6-21 bestemmer at tilbudsmyndigheten kan iverksette tvangssalg av aksjene, dersom det ikke er fremmet pliktig tilbud og fristen for salg har gått ut. § 17-1 gir i første ledd tilbudsmyndigheten mulighet til å ilegge foretak eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 6, en



daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet. Beslutningen om daglig mulkt kan ankes til Børsklagenemnden, og eventuelt videre til domstolene.

Det er verdt å merke seg at sanksjonene bortfall av aksjonærrettigheter (§ 6-20) og tvangssalg (§ 6-21) kun gjelder ved tilbudsplikt. For overtakelsestilbudsreglene generelt, herunder frivillige tilbud, gjelder kun sanksjonen daglig mulkt (§ 17-1).

I tillegg til de spesifikke reglene om sanksjoner for overtredelse av kapittel 6 om overtakelsestilbud har verdipapirhandelloven også andre regler som kan komme til anvendelse i overtakelsestilbudssituasjoner. Tilbydere vil normalt benytte seg av et verdipapirforetak ved fremsettelse av overtakelsestilbud, og § 10-11 bestemmer at alle verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Brudd på denne bestemmelsen vil imidlertid ramme verdipapirforetaket, ikke tilbyder selv. Videre finnes § 3-8 om markedsmanipulasjon og § 3-9 om forbud mot urimelige forretningsmetoder. Bestemmelsen om markedsmanipulasjon skal hindre aktører i verdipapirmarkedet å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller bidra til unormale eller kunstige kursnivåer. Bestemmelsen om forbud mot urimelige forretningsmetoder skal sikre at alle aktører i verdipapirmarkedet utviser god forretningsskikk ved henvendelser til allmennheten eller enkeltpersoner. Uaktsom eller forsettlig brudd på de tre nevnte bestemmelser kan medføre vinningsavståelse, jfr. § 17-2. I henhold til straffebestemmelsen i § 17-3 straffes forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 3-8 med bøter eller fengsel inntil seks år. Grovt eller gjentatte ganger forsettlig eller uaktsom overtredelse av §§ 3-9 og 10-11 straffes med bøter eller fengsel i inntil 1 år.

Den svenske lag (2006:451) om offentliga uppköpsarbjudanden på aktiemarknaden regulerer overtakelsestilbud og hjemler i kapittel 7 ulike sanksjoner Finansinspektionen kan ilegge en tilbyder som ikke overholder reguleringen. Først og fremst bestemmer § 1 at selve overtakelsestilbudet kan forbys. Videre kan tilbyder ilegges et særskilt gebyr på minimum 50 000 SEK, maksimum 100 millioner SEK, jfr. § 2. Avslutningsvis bestemmer § 7 at tilbyder ikke får representere sine aksjer i målselskapet, i så tilfelle kan det utpekes en hensiktsmessig person som kan representere aksjene, jfr. § 8.

De svenske take-over reglerna behandler sanksjoner i kapittel V, som bestemmer at Börsens disciplinnämnd kan ilegge et særskilt gebyr på minimum 50 000 SEK, maksimum 100 millioner SEK. Gebyret kan ilegges dersom tilbyder tilsidesetter eller bryter reglene om overtakelsestilbud, herunder Aktiemarknadsnämndens tolkning eller håndhevelse av reglene om overtakelsestilbud.

Overtredelse av reglene om overtakelsestilbud i dansk rett kan kun straffes med bøter. Brudd på bestemmelsene i den danske værdipapirhandelloven rammes av straffebestemmelsen i § 93, og brudd på bestemmelsene i den danske Tilbudsbekendtgørelsen rammes av straffebestemmelsen i § 21.

Britiske The Takeover Code regulerer i seksjon A, kapittel 11, The Takeover Panels mulige sanksjoner mot brudd på regelverket. Bokstav (b) gir fem mulige sanksjoner: (i) Utstedelse av en uoffisiell, kritisk uttalelse, (ii) utstedelse av en offisiell, kritisk uttalelse, (iii) å trekke tilbake eller midlertidig holde tilbake eventuelle fritak, godkjenninger eller lignende fordeler som er innvilget, (iv) rapportere overtredelsen til myndighetene for ytterligere sanksjoner (i UK er dette Financial Services Authority, som hovedsakelig ilegger bøter og utsteder offisielle kritiske uttalelser, men de har også mulighet for ytterligere strengere sanksjoner, avhengig av overtredelsens alvorlighetsgrad), og (v) å utstede et såkalt Panel Statement, som indikerer at overtrederen er en som mest sannsynlig ikke overholder reglene i The Takeover Code, noe som hovedsakelig fører til at overtrederen blir utelukket fra å drive all finansiell virksomhet på britiske markeder. Ingen brudd på reguleringen vil imidlertid føre til at selve transaksjonen blir ugyldig. Sanksjonene er kun rettet mot overtrederen, og i de tilfellene der regelbruddet har gått utover aksjonærene i målselskapet, kan overtrederen pålegges å utbetale kompensasjon til aksjonærene.

Sammenfatningsvis kan vi legge til grunn at mens Norge kun kan ilegge overtrederen en daglig mulkt, opererer Sverige og Danmark hovedsakelig med gebyrer. The Takeover Panel i Storbritannia har en særegen ordning hvor offentlig kritikk synes som det sterkeste virkemiddelet. I 1989 påla The Takeover Panel selskapet Guinness å betale 85 millioner pund i kompensasjon til aksjonærene i selskapet Distillers for utilstrekkelig vederlag for aksjene etter et overtakelsestilbud. Om Guinness ikke hadde fulgt pålegget

ville selskapet blitt utstøtt av alle de finansielle institusjonene som stod bak The Takeover Panel, noe som trolig ville medført et større tap, og Guinness godtok derfor å betale kompensasjonen.<sup>46</sup>

For frivillige tilbud er det nødvendig å stille spørsmålet om daglig mulkt kan anses som en effektiv og preventiv sanksjon etter overtakelsestilbudsdirektivets intensjon.

Verdipapirmarkedsløvsutvalget finner i NOU 2005:17 punkt 14.2.3 at en generell adgang til å ilegge daglig mulkt ved overtredelser av regelverket om overtakelsestilbud fremstår som den mest hensiktsmessige sanksjonsformen. Det blir ikke vurdert ytterligere sanksjonsmuligheter, ei heller foretatt en mer inngående vurdering av hvorvidt gjeldende sanksjonssystem er tilfredsstillende. Departementet bifaller denne tilnærmingen i Ot.prp.nr.34 (2006–2007) under punkt 31.2.5, uten noen ytterligere vurdering. Sanksjonen daglig mulkt ble imidlertid inngående vurdert i NOU 1996:2 om verdipapirhandel. I punkt 9.3.18 antar utvalget at ved forsømmelse av de regler som gjelder gjennomføringen av et overtakelsestilbud, herunder manglende melding til børsen, mangelfulle opplysninger i tilbudsdokumentet og ved mangler knyttet til tilbudsprisen og oppgjøret, vil dette normalt bli rettet opp etter en dialog med børsen. Utvalget erkjenner at plikter kan treneres ved at tilbyder ikke retter seg etter de instruksjoner børsen gir, og foreslår derfor daglig mulkt som en hensiktsmessig sanksjon.

Den svenske utredningen i SOU 2005:58 tilsvarende den norske NOU 2005:17.

Utredningen mener under punkt 5.3.2 at dersom en tilbyder ikke følger reglene om overtakelsestilbud bør tilbudsmyndigheten for det første ha mulighet til å forby selve overtakelsestilbudet, kombinert med gebyr. Videre bør dette gebyret settes så høyt at tilbyderen avskrekkes fra å la være å følge reglene om overtakelsestilbud. Ettersom overtakelsestilbud hovedsakelig omhandler betydelige økonomiske verdier, bør tilbudsmyndigheten for å opprettholde disiplin og troverdighet i markedet ha muligheten til å ilegge “mycket kraftfulla” gebyrer. Som en forlengelse av dette finner utredningen at tilbyder også burde forby å erverve aksjer i målselskapet, da begrenset

---

<sup>46</sup> Burbidge (2008) s. 572.

til de tilbydere som yrkesmessig handler i finansielle instrumenter. Avslutningsvis pekes det på stemmerettsbegrensning som en siste mekanisme, for samtlige av tilbyders aksjer i målselskapet. Tilbudsmyndigheten kan her be domstolen utpeke en hensiktsmessig person for benyttelse av stemmeretten. Dette mener utvalget vil være med på å sikre minoritetsaksjonærenes rettigheter. Disse fem ovennevnte sanksjoner vil skape et effektivt vern mot brudd på overtakelsestilbudsreglene. I utredningen pekes det også på det sivilrettslige avtaleforholdet som oppstår mellom tilbyder og målselskap, gjennom at tilbyder vedkjenner seg overtakelsestilbudsreglene ved offentliggjøring av tilbudet, og således kan bli erstatningsansvarlig om målselskapet skulle lide skade.

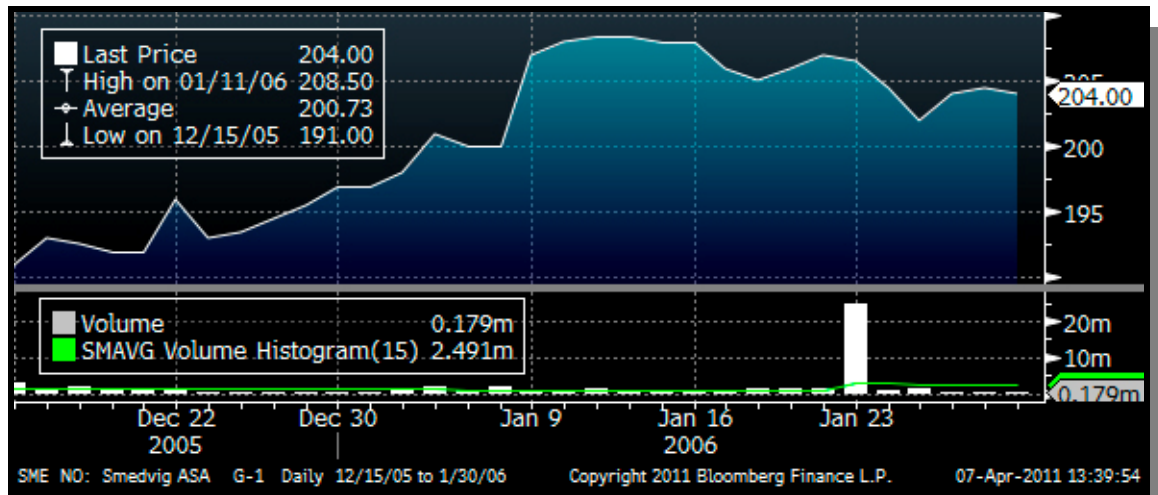
En situasjon Oslo Børs har hatt dårlige erfaringer med er de tilfellene hvor en tilbyder oppnår formålet med sin regelstridige adferd før den daglige mulkten kan ilegges. Typisk i så henseende er såkalte virtuelle tilbud der tilbyder offentliggjør et tilbud som ikke er i henhold til reglene om overtakelsestilbud. Inntil tilbyder endrer eller trekker tilbake tilbudet har Oslo Børs ingen andre sanksjonsmuligheter enn å rette en kritisk bemerkning til tilbyder. Den daglige mulkten ilegges nemlig ikke dersom den regelstridige adferden blir rettet opp, eller dersom tilbudet trekkes tilbake.

Oslo Børs har opplevd to lignende tilfeller de siste fem årene, begge hvor selskapet SeaDrill Limited (SeaDrill) var tilbyder. 8. januar 2006 offentliggjorde SeaDrill en melding om tilbud på Smedvig ASA (Smedvig), som ikke oppfylte kravene i verdipapirhandelloven. Etter flere dagers korrespondanse måtte Oslo Børs rette en sterkt kritisk melding til SeaDrill, men skaden var allerede skjedd uten at det fantes andre sanksjonsmuligheter.<sup>47</sup> Effekten av tilbudet kan ses i diagrammet under, hvor aksjekursen til Smedvig gjør et hopp fra 8. til 9. januar 2006.

---

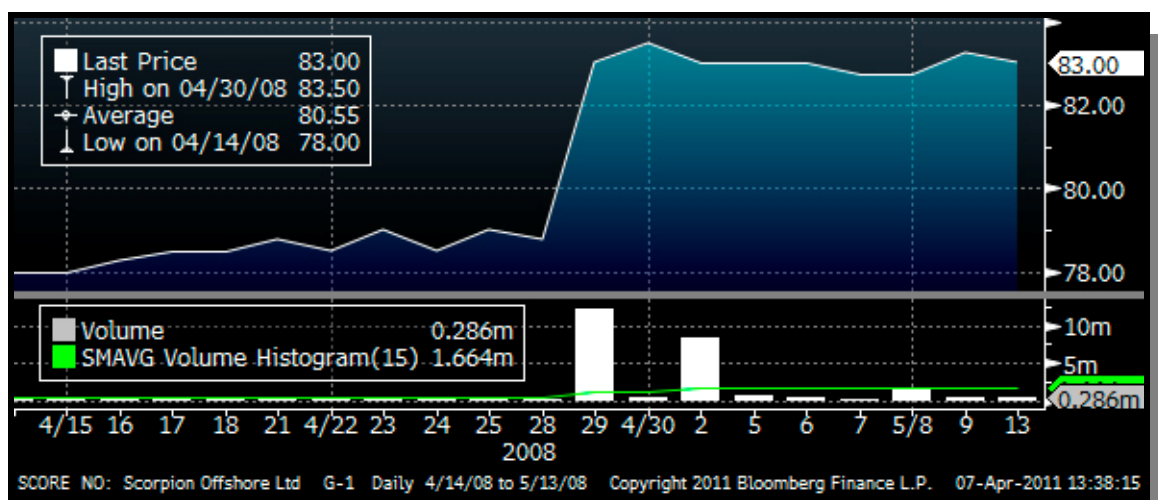
<sup>47</sup> Oslo Børs, Vedtak og uttalelser (2005) s. 84 - 86.

Diagram 1: Kursutvikling i Smedvig



Litt over to år senere, 28. april 2008, varslet SeaDrill markedet om et tilbud på Scorpion Offshore (Scorpion). Heller ikke her var tilbudet i samsvar med reglene om overtakelsestilbud, og etter over en måneds korrespondanse måtte Oslo Børs igjen rette sterk kritikk til SeaDrill. Etersom SeaDrill til slutt endret tilbudet i samsvar med reglene hadde Oslo Børs intet annet valg enn å la saken ligge.<sup>48</sup> Igjen kan vi se effekten av det regelstridige tilbudet i diagrammet under. Hoppet i aksjekursen er her betydelig, og gir et godt bilde på situasjonen. Det skal legges til at begge saker involverte store aksjeverdier, med tilsvarende gevinstmuligheter.

Diagram 2: Kursutvikling i Scorpion



<sup>48</sup> Oslo Børs, Vedtak og uttalelser (2008) s. 129 - 131.

Det kan være grunn til å mistenke at SeaDrill hadde kalkulert med Oslo Børs sine manglende sanksjonsmuligheter, og således kunne sondere markedet med sine regelstridige tilbud uten risiko for sanksjoner, før de endret tilbudene i samsvar med regelverket, eller trakk tilbake tilbudene. Som nevnt over kan det legges til at Departementet allerede i Odelstingsproposisjonen av 1983 pekte på oppkjøpssituasjonens store innvirkning på kursutviklingen for de aktuelle verdipapirene. Nesten 30 år senere må den samme konklusjonen fortsatt gjelde.

Sakene illustrerer at de norske sanksjonsmidlene ved overtredelse av overtakelsestilbudsreguleringen må anses utilstrekkelige. Slike virtuelle tilbud er ikke bra for markedet, og sanksjonene ved regelstridig adferd kan hverken sies å være effektive eller preventive, slik direktivet krever.

Hvis vi ser bort fra britisk rett, som har en særegen regulering basert på de utøvende organers autoritet og respekt i markedet, og kanskje også aktørenes frykt for å bli utestengt av de viktigste finansielle institusjonene, har både svensk og dansk rett basert seg på muligheten for å sanksjonere overtredelser med gebyr. I svensk rett kan det gis gebyr selv om overtakelsestilbudet nektes fremsatt. De svenske forarbeidene peker på at gebyret må settes så høyt at tilbyderer må avskrekkes fra å la være å følge reguleringen. I tillegg kan det ilegges forbud mot å erverve aksjer i målselskapet, samt stemmerettsbegrensninger. Alle disse sanksjonene til sammen anser svensk rett som et effektivt vern mot brudd på overtakelsestilbudsreglene.

Videre synes det å foreligge et misforhold til andre sanksjoner etter verdipapirhandelloven. Jeg finner det merkelig at for eksempel brudd på reglene om god forretningsskikk kan straffes med bøter eller fengsel, samtidig som overlagt regelstridig adferd i en overtakelsestilbudssituasjon som kan involvere verdier for milliarder av kroner ikke kan sanksjoneres overhodet.

Etter dette må konklusjonen bli at det i norsk rett synes å være behov for ytterligere sanksjoner ved brudd på overtakelsestilbudsreglene, dersom de skal være tilstrekkelig effektive og preventive.

Det skal avslutningsvis legges til at det i britisk rett finnes i The Takeover Code regel 2.4 bokstav (b) en såkalt *put up or shut up* regel. Hverken norsk, svensk eller dansk rett har tilsvarende regel. Regelen medfører at målselskapet kan kreve at en potensiell tilbyder får en viss tidsfrist på å fremsette et tilbud. Dersom den potensielle tilbyder ikke fremsetter noe tilbud innen utløpet av tidsfristen, ilegges det en karantenetid på seks måneder hvor tilbyder ikke kan involvere seg i målselskapet, jfr. regel 2.8. Dette gir et effektivt vern mot tilbydere som sonderer markedet med virtuelle tilbud, uten å materialisere planene i et konkret tilbud. Regelen er imidlertid omstridd, og ingen av de skandinaviske landene har innført den. Det skal imidlertid ikke ses bort ifra at en lignende regel blir innført i norsk rett i løpet av et par år.

### 3.2.4 Betingelser i tilbudet

Overtakelsestilbudsdirektivet forutsetter i artikkel 13 at medlemsstatene skal fastsette regler for fremgangsmåten ved tilbud, og lister opp fem minstekrav i så henseende: (a) Utløp av tilbud, (b) endring av tilbud, (c) konkurrerende tilbud, (d) offentliggjøring av utfallet av tilbud, og (e) tilbudenes ugjenkallelighet og de tillatte betingelsene. Dette understreker Beate Sjøfjell i sin bok, hvor hun skriver at medlemsstatene må fastsette regler for gjennomføringen av overtakelsestilbud.<sup>49</sup> Direktivet utdyper ikke innholdet i disse fem minstekravene.

Den norske verdipapirhandelloven inneholder ingen regler som samsvarer med overtakelsestilbudsdirektivets artikkel 13 bokstav (e) om tillatte betingelser for så vidt gjelder frivillige tilbud. § 16-10 tredje ledd bestemmer at et tilbud ikke kan gjøres betinget, men dette gjelder bare pliktige tilbud, jfr. § 16-19 første ledd. Frivillige tilbud kan følgelig gjøres betinget i henhold til norsk rett. Dette bekreftes i juridisk litteratur, hvor blant annet Knut Bergo mener at det er adgang til å sette betingelser for frivillig tilbud. Som eksempler trekker han frem konsesjonsforbehold og såkalt due diligence forbehold.<sup>50</sup> Sverre Tyrhaug og Tore Mydske bifaller samme tilnærming, og nevner

---

<sup>49</sup> Sjøfjell (2009) s. 299.

<sup>50</sup> Bergo (2008) s. 254

som eksempel forbehold om oppnåelse av en minste akseptgrad.<sup>51</sup> Tilbyder kan imidlertid ikke velge å trekke tilbake tilbudet til kun enkelte av aksjonærene, som følge av at betingelsene ikke er oppfylt, fordi regelen om likebehandling må respekteres. Videre må de samme betingelser gjelde for samtlige aksjonærer.

De svenske take-over reglerna regulerer betingelser i punkt II.4, Budgivarens möjligheter att uppställa villkor för erbjudandets fullföljande, og fastsetter i første ledd at det er tillatt å oppstille betingelser for oppfyllelse av tilbudet. Kravene er imidlertid for det første at betingelsen er utformet slik at den objektivt kan fastsettes om det er oppfylt eller ikke, nærmere bestemt at oppfyllelsen om mulig kan verifiseres av utenforstående. Det gjøres imidlertid unntak for nødvendige godkjenninger fra myndighetene. Kravet om at betingelsen må kunne vurderes objektivt utelukker ikke at betingelsen refererer til omstendigheter eller hendelser som har vesentlig, alvorlig eller lignende betydning. Betingelsen må ikke kobles til spesifikke eller målbare størrelser, men kravet er at aksjonærene har mulighet til å forstå betingelsens prinsipielle og konkrete innhold og følgelig kan gjøre seg opp en objektiv bedømmelse av om betingelsen er oppfylt.<sup>52</sup> I forlengelsen av dette følger det av Aktiemarknadsnämndens praksis at betingelsene må være klare og tydelige.<sup>53</sup> For det andre kreves det at betingelsen ikke utformes slik at tilbyderen selv har avgjørende innflytelse over oppfyllelsen. Det vil si at det ikke kan oppstilles betingelser som i realiteten gir tilbyder en valgfrihet. Videre må tilbyder til enhver tid gjøre sitt ytterste for å oppfylle samtlige betingelser.

Uavhengig av om betingelsen er objektiv og således kan verifiseres av en utenforstående, kan en tilbyder i svensk rett kun påberope seg en betingelse som grunnlag for å trekke tilbudet, dersom oppfyllelsen av betingelsen er av vesentlig betydning for overtakelsen av selskapet. Her gjøres det imidlertid unntak for at et visst antall aksjer tiltrer tilbudet, samt nødvendige beslutninger i enten tilbyderselskapet eller målselskapets generalforsamlinger. I kommentaren til punkt II.5 presiseres dette videre.

---

<sup>51</sup> Tyrhaug (2010) s. 270

<sup>52</sup> *Takeover-reglerna* (2010) s. 64.

<sup>53</sup> Stattin (2009) s. 288.



Om oppfyllelsen er av vesentlig betydning avhenger av betingelsens art og omstendighetene i det enkelte tilfellet. Normalt vil det si at jo mer generelt utformet betingelsen er, desto høyere krav må en stille til tilbyderen om hvorfor oppfyllelsen er av vesentlig betydning for overtakelsen. Som eksempel nevnes at en betingelse som avhenger av anbefaling av oppkjøpet fra målselskapets ledelse normalt ikke vil godtas. Det samme gjelder overtakelsestilbud avhengig av at det ikke fremkommer andre konkurrerende overtakelsestilbud, men her vil en måtte vurdere den enkelte situasjon. Det kan for eksempel godtas om et konkurrerende overtakelsestilbud tilbyr et høyere aksjevederlag. I praksis medfører de strenge objektivitetsreglene rundt betingelser i overtakelsestilbudet at tilbyder som oftest må konferere med Aktiemarknadsnämnden for å få godkjent at en betingelse er brutt og at overtakelsestilbudet kan trekkes tilbake.<sup>54</sup>

Selv om hvert overtakelsestilbud er forskjellig, finnes det syv betingelser som vanligvis legges til grunn i de fleste svenske frivillige overtakelsestilbud. (i) At tilbyder overtar 90 prosent av aksjene i målselskapet, (ii) at alle nødvendige godkjenninger fra myndigheter og lignende er på plass, (iii) at overtakelsestilbudet ikke blir umulig å gjennomføre eller i betydelig grad hindres som resultat av lovgivning, regulering, beslutninger av domstoler eller annen offentlig myndighet, eller andre tiltak utenfor tilbyders kontroll, (iv) at ingen informasjon om målselskapet, som målselskapet selv har informert om, viser seg å være vesentlig uriktig eller misvisende, eller at målselskapet har holdt tilbake informasjon de skulle ha informert om, (v) at alle beslutninger nødvendige for gjennomføringen av overtakelsestilbudet er godkjent av aksjonærene i tilbyderselskapet, (vi) at målselskapet ikke foretar noen såkalte forsvarende handlinger for å motsette seg overtakelsestilbudet, og (vii) at det ikke forekommer høyere konkurrerende overtakelsestilbud. Det blir også mer og mer vanlig at tilbyder stiller som betingelse for det frivillige overtakelsestilbudet at målselskapets finansielle stilling ikke blir vesentlig endret til det verre.<sup>55</sup>

Den danske Bekendtgørelse om overtagelsestilbud bestemmer i § 10 første ledd at det ikke kan knyttes betingelser til et overtakelsestilbud. Det finnes imidlertid et unntak i annet ledd, som sier at dette ikke gjelder for frivillige tilbud. Videre fremgår det av

---

<sup>54</sup> Rydberger (2010) s. 240.

<sup>55</sup> Rydberger (2010) s. 227

§ 5 første ledd (14) at tilbudsdokumentet skal inneholde opplysninger om eventuelle betingelser knyttet til tilbudet, herunder under hvilke omstendigheter tilbudet kan trekkes tilbake.

Dette blir ytterligere presisert i Tilbudsvejledningen, som bestemmer under punkt 4 om frivillige overtakelsestilbud at tilbyder i et frivillig tilbud kan knytte betingelser til overtakelsestilbudet utover det som fremgår av Tilbudsbekendtgørelsen. Videre sier Tilbudsvejledningen i punkt 5.1 at overtakelsestilbudet ikke må inneholde betingelser som tilbyder selv har innflytelse over, da dette betyr at tilbyder i realiteten selv kan velge om tilbudet skal opprettholdes. I praksis vil det i dansk rett som oftest forekomme betingelser som tar forbehold om godkjenninger fra myndighetene, oppnåelse av en viss prosent av aksjekapitalen eller stemmene, og lignende målbare forhold.

Seksjon G i The Takeover Code regulerer frivillige tilbud i Britisk rett, hvorpå regel 13 tar for seg betingelser i overtakelsestilbudet. Regel 13.1 omhandler subjektivitet og bestemmer at frivillige tilbud ikke kan inneholde betingelser som avhenger utelukkende av tilbyders subjektive mening. The Panel on Takeovers and Mergers kan imidlertid i visse tilfeller godkjenne subjektive betingelser, da i hovedsak relatert til godkjenning av myndighetene eller tilbyders generalforsamling. Kommentaren til regel 2.5 i seksjon D bestemmer uttrykkelig at tilbyder må rådføre seg med The Takeover Panel før et tilbud med betingelser som ikke er helt og holdent objektive blir offentliggjort. Videre bestemmer regel 13.4 i bokstav (a) at tilbyder ikke kan påberope seg betingelser i overtakelsestilbudet med mindre betingelsen er av vesentlig betydning for tilbyderen i forbindelse med overtakelsestilbudet. I henhold til bokstav (b) må tilbyder gjøre sitt ytterste for å sikre at alle betingelser i overtakelsestilbudet blir oppfylt.

Sammenfatningsvis kan vi legge til grunn at frivillige tilbud kan gjøres betinget i norsk rett. Svensk og britisk rett har tilnærmet samme regulering, med adgang til at frivillig tilbud kan gjøres betinget, så lenge betingelsene er objektive, samt at tilbyder kun kan påberope seg betingelsen dersom den er av vesentlig betydning i forbindelse med overtakelsestilbudet. Reglene i Danmark ligner de i Sverige og Storbritannia, men er formulert slik at betingelser kun er tillatt dersom tilbyder ikke har noen innflytelse over oppfyllelsen av betingelsen.

Verdipapirmarkedsløvetvalget har gjort en inngående vurdering av overtakelsestilbudsdirektivets artikkel 13 i NOU 2005:17. Det bemerkes i punkt 12.3 at kravene til nasjonale regler er lite presise, og derfor trekkes den slutning at medlemsstatene har stor frihet ved implementeringen av direktivets artikkel 13. Utvalget finner at ettersom det foreslås en begrenset adgang til å stille betingelser for pliktige tilbud, anses bestemmelsens bokstav (e) å være tilstrekkelig gjennomført i norsk rett. Det presiseres deretter at forbudet mot å oppstille betingelser ikke gjelder for frivillige tilbud.

Artikkel 13 skiller imidlertid ikke mellom de forskjellige typer overtakelsestilbud, og ingenting tilsier at bestemmelsen kun gjelder de pliktige tilbud. Om dette skillet mellom pliktige og frivillige tilbud stiller utvalget i punkt 6.4.3.3 spørsmål ved tilbyders adgang til å stille betingelser. Utvalget mener imidlertid det er en viktig forskjell ved at frivillige tilbud fremsettes før kontrollskifte har funnet sted, og at behovet for beskyttelse av minoritetsaksjonærene da ikke er fullt så fremtredende som når kontrollskiftet har funnet sted. Det er vanskelig å være uenig i at beskyttelsesbehovet endres før og etter at kontrollskifte har funnet sted, men det må likevel stilles spørsmål ved om det i norsk rett burde være begrenset adgang til å sette betingelser i frivillige tilbud.

Utvalget bemerker i denne sammenheng i punkt 8.4.1 siste avsnitt at selv om tilbyder som et utgangspunkt bør ha adgang til å sette betingelser ved fremsettelse av frivillige tilbud, kunne hensynet til aksjonærenes behov for forutberegnelighet tale for at denne adgang ikke burde være helt ubegrenset. Utvalget mener imidlertid at det vil være vanskelig å utforme en retts teknisk god regel som på en fornuftig måte trekker grensen mellom akseptable og ikke akseptable betingelser. Det vises i denne sammenheng til de til dels skjønnspregede begrensningene som følger av de britiske og de svenske reglene. Det pekes på at gjeldende regulering ikke ser ut til å ha skapt særlige problemer i praksis, og utvalget konkluderer med at de ikke vil foreslå innskrenkninger i adgangen til å stille betingelser for oppfyllelsen av frivillige tilbud.

Under høringsrunden til lovforslaget mente Oslo Børs at det er gjennom frivillige tilbud den faktiske overtagelsen typisk gjøres og eventuelle budkamper skjer gjerne etter reglene for frivillige tilbud. Oslo Børs mente derfor lignende regler som i svensk og britisk rett med hell kunne bli innført også i norsk rett. Oslo Børs registrerte utvalgets bekymring ved at det er vanskelig å utforme en retts teknisk god regel, men mente dette kunne løses ved en videre skjønnsutøvelse. Departementet vurderer uttalelsen fra Oslo Børs kort i Ot.prp.nr.34 (2006–2007) under punkt 27.5 og konkluderer med at direktivet ikke synes å kreve at det innføres ytterligere krav til frivillige tilbud enn hva som følger av gjeldende norsk rett, samt at det på det nåværende tidspunkt ikke er hensiktsmessig å innføre vesentlige nye krav til frivillige tilbud.

Det såkalte LBO-utvalget gikk grundig gjennom tillatte betingelser i frivillige tilbud i NOU 1991:25 om lånefinansierte selskapsoppkjøp. Deres vurdering av situasjonen er enestående, og deres forslag har heller ikke blitt fulgt i den senere lovgivning. LBO-utvalgets forslag kan således ikke tillegges stor rettskildemessig vekt, men deres vurderinger kan likevel benyttes som argumenter ved drøftelsen. Utvalget legger vekt på betydningen av et enkelt rammeverk for alle overtakelsestilbud i verdipapirmarkedet, og finner at frivillige tilbud med betingelser kan skape usikkerhet med hensyn til virkningene av aksept. Videre antar utvalgets flertall at betingelser i frivillige tilbud vil kunne føre til uklarhet og komplikasjoner. Flertallet legger vekt på viktigheten av at partene i verdipapirhandelen med sikkerhet kan forutberegne virkningen av de disposisjoner som treffes, og de ser ikke at tilbyder har særlige og berettigede behov for å kunne flytte risiko forbundet med overtakelsestilbudet over på aksjonærene. Det konkluderes med at full frihet til å utforme egne betingelser i frivillige tilbud lett vil kunne skape uoversiktlige forhold. Utvalgets mindretall er enig i at det bør settes begrensninger i tillatte betingelser i frivillige tilbud, men mener gode og aktverdige grunner taler for å tillate visse betingelser, så som at nødvendige myndighetskonsesjoner innvilges og at en bestemt akseptgrad oppnås.

Etter mitt syn bør det være mulig å utforme en retts teknisk god regel som på en fornuftig måte trekker grensen mellom akseptable og ikke akseptable betingelser. Reglene om dette i britisk og svensk rett virker fornuftige. En ubegrenset rett til å stille betingelser kan sette tilbyder i en urimelig sterk posisjon til skade for aksjonærene, og

det frivillige tilbudet kan da langt på vei utformes som en ensidig opsjon, med for stort innslag av subjektive betingelser. Overtakelsestilbudsdirektivets artikkel 3 første ledd bokstav (b) gir et alminnelig prinsipp om at aksjonærene i målselskapet skal få tilstrekkelige opplysninger til å kunne treffe en velbegrunnet beslutning om tilbudet. Ved kun objektive betingelser vil aksjonærene lettere kunne vurdere hvorvidt tilbudet vil materialisere seg. Ved subjektive betingelser, som for eksempel at en due diligence undersøkelse er tilfredsstillende for tilbyder, vil det i praksis være umulig for aksjonæren å forutberegne sin stilling og treffe en velbegrunnet beslutning. Tilbyder kan lett tenkes å fremme betingelser i tilbudet som i realiteten gir ham en valgfrihet til å trekke tilbake tilbudet. Dette strider mot den herskende oppfatning i litteraturen om at et tilbud etter alminnelig avtalerett må oppfattes som en viljeserklæring fra tilbyder om å være bundet.<sup>56</sup> Derfor synes også de britiske og svenske reglenes krav om at betingelsen må være av vesentlig betydning for tilbyder å være vel begrunnet.

Utvalget har rett i at kravene i artikkel 13 til nasjonale regler er lite presise. Selv om direktivet krever at medlemsstatene fastsetter regler for de tillatte betingelsene i et tilbud, kan det argumenteres med at Norge har fastsatt en regel om at alle betingelser er tillatt i frivillige tilbud, og at det derfor ikke er nødvendig med en presisering i regelverket. Det kan derfor argumenteres for at norsk rett er i samsvar med overtakelsestilbudsdirektivet hva gjelder artikkel 13 bokstav (e).

I boken “The European Takeover Directive and its Implementation” gir Paul van Hooghten uttrykk for at de fleste medlemsstater med regulerte finansmarkeder allerede hadde regler som nevnt i direktivets artikkel 13 når overtakelsesdirektivet skulle gjennomføres. For de som imidlertid ikke hadde det, skriver han, vil gjennomføringen av overtakelsestilbudsdirektivet være en god mulighet til å rette opp denne situasjonen.<sup>57</sup> Når en ser på reguleringen i Storbritannia, Sverige og Danmark synes de beste grunner å tale for at også Norge noe mer spesifikt kvalifiserer hvilke betingelser som bør tillates i et frivillig tilbud, herunder at det gis anvisning på etterprøvbare objektive kriterier for når et frivillig tilbud kan trekkes tilbake.

---

<sup>56</sup> Hansen (2008) s. 289.

<sup>57</sup> *The European Takeover Directive and its Implementation* (2009) s. 65.

### 3.2.5 Finansielle forbehold i tilbudet

Overtakelsestilbudsdirektivet bestemmer i artikkel 3 første ledd bokstav (e) at en tilbyder først kan kunngjøre et tilbud etter å ha forvissnet seg om at vedkommende fullt ut kan gi kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres.

Bestemmelsen skiller seg fra de andre prinsippene ved at den fremtrer som et spesifikt vilkår mer enn et generelt prinsipp. Det hevdes derfor i juridisk litteratur at regelen burde vært plassert i en egen artikkel.<sup>58</sup> Det var den i utgangspunktet også, men den ble omgjort til et generelt prinsipp i Kommisjonens utkast fra 2000, for å forhindre taktiske overtakelsestilbud til skade for aksjonærene i målselskapet.<sup>59</sup>

I norsk rett regulerer verdipapirhandelloven § 6-13 kravene til tilbudsdocumentet og bestemmer i annet ledd at det særskilt skal angi (5) hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser, og (8) hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres. Punkt 5 om garantier refererer til § 6-10 syvende ledd, som bestemmer at oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon. Denne bestemmelsen gjelder imidlertid ikke for frivillige tilbud, jfr. § 6-19 første ledd. Dette betyr at for de pliktige tilbud er oppgjøret garantert, mens det for frivillige tilbud kun er krav om at finansieringen skal redegjøres for i tilbudsdocumentet. Når fraværet av krav om finansiering ses i sammenheng med mulighetene for å sette betingelser, jfr. overfor under punkt 3.2.4, synes det klart at norsk rett tillater finansielle forbehold i frivillige tilbud.

Som omtalt i punkt 3.2.1 overfor er det alminnelige prinsippet i artikkel 3 første ledd bokstav (e) i overtakelsestilbudsdirektivet tatt direkte inn i britisk og svensk rett. Den bestemmer som sagt at en tilbyder først kan kunngjøre et tilbud etter å ha forvissnet seg om at vedkommende fullt ut kan gi kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan

---

<sup>58</sup> *The European Takeover Directive and its Implementation* (2009) s. 14.

<sup>59</sup> *The European Takeover Directive and its Implementation* (2009) s. 16

gjennomføres. Den danske Bekendtgjørelse om overtagelsestilbud gir i § 4 sjette ledd en tilnærmet identisk regel som gjelder for både pliktige og frivillige tilbud.

Seksjon G i The Takeover Code regulerer frivillige tilbud i Storbritannia, hvorpå regel 13 tar for seg betingelser i overtakelsestilbudet. Finansielle forbehold reguleres i kommentaren til regel 13, som bestemmer at hovedregelen er at et frivillig tilbud ikke kan gjøres avhengig av finansielle forbehold.

Det finnes imidlertid to unntak fra den britiske hovedregelen. For det første bestemmer bokstav (a) i kommentaren at dersom overtakelsen skal finansieres ved å utstede nye verdipapirer, kan det tas forbehold om at verdipapirene får nødvendige godkjenninger i verdipapirmarkedet. Dette kan for eksempel være tilfelle der verdipapirene må få godkjenning av børsen for å opptas til notering. For det andre er det i bokstav (b) et unntak som sier at i ekstraordinære tilfeller kan finansielle forbehold godtas. Dette ekstraordinære tilfellet er dersom overtakelsen av målselskapet er avhengig av godkjenning fra myndighetene, og The Panel on Takeovers and Mergers finner det riktig ikke å kreve sikret finansiering før denne godkjenningen er på plass.

For så vidt gjelder svensk rett viser jeg til fremstillingen innledningsvis om betingelser i punkt 3.2.4 over. Finansielle forbehold reguleres også av de svenske take-over reglernas punkt II.4, Budgivarens möjligheter att uppställa villkor för erbjudandets fullföljande, og de samme generelle reglene gjelder her. Fjerde ledd presiserer at tilbyderer kan sette som betingelse at kredittytter utbetaler kreditten tilbyder skal benytte til å finansiere overtakelsen av målselskapet, forutsatt at de andre kravene er oppfylt.

Take-over reglerna behandler finansielle forbehold spesielt i kommentaren til punkt II.4. Her bestemmes det at de finansielle forbeholdene ikke må dekke over egentlige betingelser. Det vil si at for eksempel betingelser relatert til målselskapet skal oppstilles som betingelser, ikke som vilkår for utbetaling av kreditt. Tilbyder bærer således risikoen om kreditten ikke blir utbetalt som følge av andre grunner enn de som uttrykkelig er presisert i de finansielle forbeholdene. Avslutningsvis presiseres det at dersom utbetaling av kreditten er avhengig av andre avtaler mellom kredittytter og tilbyder, må disse også oppfylle objektivitetskravet nevnt overfor i punkt 3.2.4.

I henhold til take-over reglernas bilag, under erbjudandebehandlings innhåll bokstav (j), skal tilbudsdocumentet inneholde en kortfattet beskrivelse av hvordan overtakelsestilbudet skal finansieres, spesielt spesifisert dersom midlene som skal benyttes er belånte.

Videre bestemmer de svenske take-over reglernas punkt II.1 at et overtakelsestilbud ikke kan fremsettes med mindre tilbyder har evne til å fullføre overtakelsestilbudet. Kommentaren presiserer dette ytterligere ved å vise til at overtakelsestilbud normalt påvirker aksjekursen i målselskapet, og at det derfor er viktig for aksjemarkedet at overtakelsestilbud kun fremsettes om tilbyder har en seriøs intensjon med overtakelsestilbudet, samt har foretatt grundige forberedelser. Dersom vederlaget helt eller delvis består av kontanter må tilbyder forvise seg om at han har de nødvendige, finansielle ressursene til å gjennomføre overtakelsestilbudet. Og om finansieringen avhenger av kreditt, må tilbyder forvise seg om at kreditten er tilgjengelig gjennom hele tilbudsperioden, samt i tilfelle en utsettelse av akseptfristen. Dersom finansieringen avhenger av gjennomføring av en kontantemisjon, må tilbyder skaffe til veie nødvendige garantier som sikrer at emisjonen fullføres. Som en sikkerhet krever svensk rett at tilbyder i etterkant må kunne dokumentere at nødvendige garantier er innhentet.

Den danske Bekendtgjørelse om overtagelsestilbud bestemmer i § 5 første ledd (9) at tilbudsdocumentet skal inneholde opplysninger om hvordan overtakelsestilbudet skal finansieres. Mulighetene for finansielle forbehold blir ytterligere presisert i Tilbudsvejledningens punkt 5.1 om tilbudsdocumentet. Opplysninger om hvordan overtakelsestilbudet skal finansieres har som formål å belyse om tilbyder har tilstrekkelige midler til å betale aksjonærene, samt om denne betalingen skjer ved tilbyders egne midler, eller om tilbyderen - som den potensielt nye eieren av målselskapet - stifter ytterligere gjeld for å finansiere overtakelsen. Med kravet om opplysninger om finansieringen, sammenholdt med kravet om at tilbyder skal ha forsikret seg om at han fullt ut kan oppfylle ethvert krav med hensyn til kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres før han kunngjør et overtakelsestilbud, forutsetter Tilbudsbekendtgørelsen følgelig at finansieringen av



overtakelsestilbudet er på plass før tilbudet kunngjøres. Tilbyder har derfor ikke mulighet i dansk rett til å ta finansielle forbehold i et frivillig overtakelsestilbud.

Sammenfatningsvis kan det legges til grunn at norsk rett tillater finansielle forbehold i frivillige tilbud, tilsynelatende uten begrensninger. I Storbritannia er det som hovedregel ikke tillatt å ta finansielle forbehold i et frivillig tilbud. Det finnes imidlertid to unntak, som begge knytter seg til nødvendige godkjenninger fra tredjemann - verdipapirmarkedet og myndighetene. Svensk rett tillater kun finansielle forbehold om at kreditten blir utbetalt til tilbyder, og da med strenge krav til betingelsene. I Danmark er finansielle forbehold ikke tillatt.

Overtakelsestilbudsdirektivets artikkel 3 skiller som nevnt ovenfor ikke mellom pliktige og frivillige tilbud. Det vil si at tilbyder først kan kunngjøre et frivillig tilbud etter å ha forvisset seg om at vedkommende fullt ut kan gi kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres. I norsk rett finnes det ingen tilsvarende regel om frivillige tilbud. I NOU 2005:17 konkluderer verdipapirmarkedslovutvalget i punkt 3.2 at prinsippet i artikkel 3 første ledd bokstav (e) er gjennomført i gjeldende norsk rett, og viser til verdipapirhandellovens §§ 6-8 (melding til tilbudsmyndigheten), 6-9 (salg av aksjer), 6-10 fjerde ledd (tilbudsprisen) og 6-10 syvende ledd (garanti). Disse paragrafene gjelder imidlertid utelukkende for pliktige tilbud, ikke frivillige tilbud. Under høringsrunden til lovforslaget peker Oslo Børs på Utvalgets manglende vurdering av finansielle forbehold i frivillige tilbud. Børsen mener dette er regulert i direktivet gjennom artikkel 13 bokstav (e), men er usikker på om dette pålegger medlemsstatene å fastsette begrensninger i muligheten til å ta slike finansielle forbehold. Uansett gir Oslo Børs uttrykk for at det kan være grunn til å implementere bestemmelsen i den nye verdipapirhandelloven. Departementet vurderer ikke finansielle forbehold, men avviser at det er behov for ytterligere begrensninger i muligheten til å oppstille betingelser, se forøvrig fremstillingen under punkt 3.2.4 overfor.

Formålet bak det alminnelige prinsippet i overtakelsestilbudsdirektivets artikkel 3 første ledd bokstav (e) er som sagt over å forhindre taktiske overtakelsestilbud som skader aksjonærene i målselskapet. Videre hevdes det i

litteraturen at prinsippet søker å beskytte målselskapet, aksjonærene og verdipapirmarkedet mot såkalte virtuelle tilbud,<sup>60</sup> samtidig som prinsippet skal opprettholde rettssikkerheten til aksjonærene.<sup>61</sup> En kan vanskelig hevde at gjeldende norsk rett er i samsvar med dette prinsippet. Det burde derfor innføres en begrensning i muligheten til å tillate finansielle forbehold i frivillige tilbud i norsk rett. Dersom lovgiver ikke ønsker en så streng regulering som i Danmark, hvor finansielle forbehold er forbudt, kan det hentes inspirasjon fra de britiske eller svenske reglene, som er noe mindre restriktive.

### 3.3 Konklusjon

Forskningsspørsmålet i denne avhandlingen var om norsk rett tilfredsstillt kravene satt i overtakelsestilbudsdirektivet, avgrenset til fem emner som er særlig relevante for frivillige tilbud.

Jeg har nå gjennomgått de fem emnene, og vurdert om de hver for seg tilfredsstillt kravene satt i direktivet. Jeg vil i det følgende gi en kort konklusjon på hvert emne.

#### (1) *Direktivets alminnelige prinsipper*

Direktivets prinsipper er ikke gjennomført direkte i norsk rett ved gjengivelse av prinsippene i en formålsbestemmelse. Dette er heller ikke gjort i Danmark. Både Storbritannia og Sverige har innlemmet prinsippene i sin nasjonale rett, men dette må ses i sammenheng med det allerede fantes prinsipper i regelverkene før overtakelsestilbudsdirektivet skulle gjennomføres. Det må konkluderes med at direktivet ikke krever at prinsippene skal gjengis direkte i det norske regelverket, og norsk rett tilfredsstillt følgelig kravene til overtakelsestilbudsdirektivet med tanke på gjennomføringen av de alminnelige prinsippene i artikkel 3. Gode grunner taler imidlertid for at reguleringen av overtakelsestilbud burde bygge på slike alminnelige prinsipper. Dette må antas å bidra til at reglene blir mer fleksible og bedre tilrettelagt for nye og uforutsette

---

<sup>60</sup> *Takeover bids in Europe* (2008) s. 16.

<sup>61</sup> Sjøfjell (2009) s. 299.

omstendigheter etter hvert som de oppstår, og derved også til reguleringens effektivitet.

(2) *Likebehandling av aksjonærer*

Et av direktivets hovedformål er å sikre vern av minoritetsaksjonærer. Dette gjøres ved å innlemme et prinsipp om likebehandling av alle aksjonærer. Det synes å være en uregelmessighet i den norske reguleringen når den bestemmer at tilbyder må likebehandle alle aksjonærer, samtidig som tilbudet tilsynelatende ikke behøver å omfatte alle aksjonærene. Det er vanskelig å konkludere hva lovgiver har ment med de to likebehandlingsreglene i § 6-10 annet og siste ledd. Jeg legger likevel til grunn at et frivillig tilbud etter norsk rett ikke behøver å omfatte alle aksjonærer, og at gjeldende norsk rett således er en videreføring av § 7-2 i børsforskriften av 1994. Dette kan vanskelig sees å oppfylle kravene til likebehandling i overtakelsesdirektivets artikkel 3 første ledd bokstav (a). Lovgiver kan imidlertid hevde at en direktivkonform fortolkning av bestemmelsen følgelig gjør den i samsvar med direktivet.

(3) *Sanksjoner ved overtredelse*

Direktivet bestemmer at medlemsstatene må påse at brudd på overtakelsestilbudsreglene medfører sanksjoner som skal være effektive, forholdsmessige og preventive. Vurderingen illustrerer at de norske sanksjonsmidlene ved overtredelse av overtakelsestilbudsreguleringen må anses lite tilstrekkelige. Sanksjonene ved regelstridig adferd kan hverken sies å være effektive eller preventive, slik direktivet krever. Etter dette må konklusjonen bli at det i norsk rett burde innføres ytterligere sanksjoner for brudd på overtakelsestilbudsreglene, for å gjøre de effektive og preventive.

(4) *Betingelser i tilbudet*

Det bestemmes i direktivet at regelverket skal inneholde bestemmelser om betingelser i tilbudet. Norsk rett har bestemmelser knyttet til pliktige tilbud, men ingen regulering av betingelser i frivillige tilbud. Det kan argumenteres med at Norge har fastsatt en regel om at alle betingelser er tillatt i frivillige tilbud, og at det derfor ikke er nødvendig med en presisering i regelverket. Ved denne

tolkningen er norsk rett i samsvar med overtakelsestilbudsdirektivet hva gjelder artikkel 13 bokstav (e). Når en ser på reguleringen i Storbritannia, Sverige og Danmark synes imidlertid de beste grunner å tale for at også Norge noe mer spesifikt kvalifiserer hvilke betingelser som bør tillates i et frivillig tilbud, herunder gir anvisning på etterprøvbare objektive kriterier for når et frivillig tilbud kan trekkes tilbake.

(5) *Finansielle forbehold i tilbudet*

Direktivet bestemmer at tilbyder skal påse at han har den nødvendige finansieringen på plass før han fremsetter et overtakelsestilbud. I norsk rett er det ingen regulering av finansieringen av frivillige tilbud, kun pliktige tilbud. Formålet bak det alminnelige prinsippet om nødvendig finansiering er å forhindre taktiske overtakelsestilbud til skade for aksjonærene i målselskapet. Videre hevdes det i litteraturen at prinsippet søker å beskytte målselskapet, aksjonærene og verdipapirmarkedet mot såkalte virtuelle tilbud, samtidig som prinsippet skal opprettholde rettssikkerheten til aksjonærene. En kan vanskelig hevde at gjeldende norsk rett er i samsvar med dette prinsippet. Det burde derfor innføres begrensninger i mulighetene til å ta finansielle forbehold i et frivillig tilbud i norsk rett. Dersom lovgiver ikke ønsker en så streng regulering som i Danmark, hvor finansielle forbehold er forbudt, kan det hentes inspirasjon fra de britiske eller svenske reglene, som er noe mindre restriktive.

## 4 Litteraturliste

### 4.1 Bøker

Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. 3. utg. Oslo, 2008.

Bråthen, Tore. *Selskapsrett*. 3. utg. 2008.

Jervell, Stephan L. *Lovgivningen i EØS – Beslutningsprosessen, gjennomføringen og konsekvensene*. Oslo, 2002.

Sørensen, Karsten Engsig og Poul Runge Nielsen. *EU-Retten*. 5. utg. København, 2010.

Hansen, Jesper Lau. *Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 2*. 4. utg. 2008.

Sjåfjell, Beate. *Towards a Sustainable European Company Law*. 2009

Stattin, Daniel. *Takeover*. Stockholm, 2009.

Papadopoulos, Thomas Gr. *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*. The Netherlands, 2010.

*EØS-rett*. Fredrik Sejersted, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyn og Olav Kolstad. 2. utg. Oslo, 2004.

*Takeover-reglerna*. Göran Nyström, Robert Ohlsson, Erik Sjöman og Rolf Skog. Stockholm, 2010.

*Takeover bids in Europe*. Redigert av Silja Maul, Danièle Muffat-Jeandet og Joëlle Simon. 2008.

*Common Legal Frameworks for Takeover Bids in Europe, Volume I*. Redigert av Dirk Van Gerven. Cambridge, 2010.

*The European Takeover Directive and its Implementation*. Redigert av Paul van Hooghten. Oxford, 2009.

Thorup, Vagn og David Moalem. *Denmark*. I: Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe, Volume II. Cambridge, 2010, s. 41-68.

Rydberger, Madeleine og Nils Nostell. *Sweden*. I: Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe, Volume II. Cambridge, 2010, s. 223-244.

Tyrhaug, Sverre og Tore Mydske. *Norway*. I: Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe, Volume II. Cambridge, 2010, s. 268-283.

Johansson, Svante. *Implementation of the European Takeover Directive in Sweden*. I: The European Takeover Directive and its Implementation. Oxford, 2009, s. 707-742.

Burbidge, Peter. *United Kingdom*. I: Takeover bids in Europe. 2008, s. 571-604.

## 4.2 Artikler

Rickford, Jonathan. *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*. I: European Business Law Review. Vol. 15, No. 6 (2004) s. 1379-1421.

## 5 Register over lover, forskrifter og regler

### 5.1 Norske lover, forskrifter og regler

- |      |                                                                                                                                                            |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1992 | Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) av 27. november 1992 nr 109. |
| 2007 | Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr 75.                                                                                    |
| 2007 | Lov om regulerte markeder (børsloven) av 29. juni 2007 nr 74.                                                                                              |
| 1997 | Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr 45.                                                                                   |
| 2007 | Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) av 29. juni 2007 nr 875.                                                                                 |

- 2007 Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29. juni 2008 nr 876.
- 2011 Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (Børsforpliktelsene).
- 2010 Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (Anbefalingen).

## 5.2 Opphevede norske lover, forskrifter og regler

- 1985 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven av 1985) av 14. juni 1985 nr 61.
- 1997 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven av 1997) av 19. juni 1997 nr 79.
- 1988 Børsforskrifter (børsforskriften av 1988) av 21. desember 1988 nr 1060.
- 1994 Børsforskrift (børsforskriften av 1994) av 17. januar 1994 nr 30.
- 1980-tallet Kursnoteringsreglementet
- 1980 Norsk Finansanalytikerens Forenings veiledende normer for overtakelsestilbud og oppkjøp
- 1984 Børsreglementet

## 5.3 Utenlandske lover, forskrifter og regler

Lag (2006:451) om offentliga uppkjöpserbjudanden på aktiemarknaden [Sverige]

Lag (2007:528) om värdepappersmaknaden [Sverige]

Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (1. oktober 2009) (take-over reglerna) [Sverige]

Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (NBK-reglerna)

Lovbekendtgørelse nr 959 af 11. august 2010 om værdipapirhandel m.v. [Danmark]

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud (nr 221 af 10. mars 2010) [Danmark]

Vejledning til bekendtgørelse om overtagelsestilbud (Tilbudsvejledningen)

The Companies Act 2006 (chapter 46) av 6. april 2007

The Takeover Code (30. mars 2009) [Storbritannia]

## **6 Direktivsregister**

EP/Rdir 05/25 EF Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud

EP/Rdir 04/39 EF Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF av 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om endring av rådsdirektiv 85/611/EØF og 93/6/EØF og europaparlaments- og rådsdirektiv 2000/12/EF og om oppheving av rådsdirektiv 93/22/EØF

EP/Rdir 04/109 EF Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, og om endring av direktiv 2001/34/EF

## **7 Domsregister**

Rt-2000-1811 (Finanger I)



## 8 Forarbeidsregister

### 8.1 NOU

NOU 1978:42	Verdipapirhandel
NOU 1985:3	Lov om verdipapirbørs (børsloven)
NOU 1991:25	Om lånefinansierte selskapsoppkjøp
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 1999:3	Organisering av børsvirksomhet m.m.
NOU 2005:17	Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)
NOU 2006:3	Om markeder for finansielle instrumenter (gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet)

### 8.2 Odelstingsproposisjoner

Ot.prp.nr.19 (1974-1975)	Om lov om aksjeselskaper
Ot.prp.nr.21 (1983-1984)	Om lov om endringer i lov av 19. juni 1931 nr. 19 om børser
Ot.prp.nr.83 (1986-1987)	Om lov om verdipapirbørs
Ot.prp.nr.29 (1996-1997)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp.nr.34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

### 8.3 Innstillinger til Odelstinget

Innst.O.nr 14 (1992-1993)	Innstilling fra utenriks- og konstitusjonskomiteen om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS), m.v.
---------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

#### 8.4 Svenske forarbeider

SOU 2005:58            Betänkande av Takeover-utredningen, ny reglering av offentliga  
uppköpserbudanden

### **9 Personlig meddelelse**

Moalem, David. E-post. 25. mars 2011.

## **10 Lister over tabeller og figurer m v**

Diagram 1: Kursutvikling i Smedvig                      2011 Bloomberg Finance L.P.

Diagram 2: Kursutvikling i Scorpion                      2011 Bloomberg Finance L.P.