

Begrensningene i styrets adgang til å iverksette forsvarstiltak mot et pliktig overtakelsestilbud

Kandidatnummer: 519

Leveringsfrist: 25. april 2007

Til sammen 17 536 ord

24.04.2007

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema for oppgaven	1
1.2	Problemstilling	2
1.3	Avgrensninger	3
1.4	Rettskilder	5
<u>2</u>	<u>BEGRENSNINGENE I STYRETS HANDLEFRIHET ETTER VPHL. § 4-17</u>	<u>8</u>
2.1	Hensyn bak bestemmelsen	8
2.2	Takeover-direktivets bestemmelse om forsvarstiltak	9
2.2.1	Hensynene bak art. 9	12
2.2.2	Begrensningene i art. 9	13
2.3	Implementeringen av art. 9 i norsk rett	14
<u>3</u>	<u>BEGRENSNINGENES ANVENDELSESOMRÅDE</u>	<u>18</u>
3.1	Sondringen mellom frivillige og pliktige tilbud	18
3.2	Utvidelse som følge av direktivet	20
<u>4</u>	<u>SUSPENSJONSPERIODEN</u>	<u>22</u>
4.1	Inntreden av begrensningene	22
4.1.1	Når er selskapet "underrettet"?	23
4.1.2	Kan styret utsette inntreden av begrensningene	27
<u>5</u>	<u>BEGRENSNINGENS OPPHØR</u>	<u>30</u>

5.1.1	”Tilbudsperioden er utløpt”	30
5.1.2	”Resultatet er klart”	31
6	<u>PERSONELLE VILKÅR</u>	35
7	<u>INNHALDET AV BEGRENŚNINGENE</u>	37
7.1	Utstedelse av aksjer eller finansielle instrumenter	37
7.1.1	Utstedelse av konvertibler og opsjoner	39
7.1.2	Utstedelse av aksjer og finansielle instrumenter i datterselskaper	41
7.2	Fusjon	42
7.3	Vesentlige disposisjoner	44
7.3.1	”Vesentlige virksomhetsområder”	44
7.3.2	”Andre disposisjoner”	47
7.4	Egne aksjer	48
8	<u>UNNTAKENE FRA BEGRENŚNINGENE</u>	51
8.1	Selskapets normale løpende forretningsdrift	51
8.2	Fullmakt med sikte på oppkjøpssituasjoner	54
9	<u>BEGRENŚNINGENE I STYRETS HANDLEFRIHET ETTER BØRSL. § 5- 15</u>	58
9.1	Begrensningens anvendelsesområde	59
9.2	Begrensningens inntreden	60
9.3	Begrensningens materielle innhold	62
9.4	Børsloven § 5-15 sin stilling etter direktivet	62
10	<u>REGISTER</u>	64

10.1	Lover	64
10.2	Forskrifter	64
	Direktiver	64
10.3	Lovforarbeider	65
10.3.1	NOUer	65
10.3.2	Ot. Proposisjoner	65
10.4	Rettspraksis	66
10.5	Børssirkulære	66
10.6	Vedtak og uttalelser	66
10.7	Trykket litteratur	67

1 Innledning

1.1 Tema for oppgaven

Formålet med fremstillingen er å redegjøre for de begrensninger som følger av børns- og verdipapirretten for styrets kompetanse i forbindelse med et pliktig overtakelsestilbud. Problemstillingen er særlig aktuell i de tilfeller det fremsettes et overtakelsestilbud som styret ønsker å motsette seg, såkalt ”fiendtlig overtakelsestilbud”.¹

Et overtakelsestilbud er et offentlig tilbud om kjøp av aksjer i målselskapet med det formål å oppnå hel eller delvis kontroll.² Kompetansen til å beslutte et slikt salg ligger hos den enkelte aksjonær som en del av dennes disposisjonsrettighet³ knyttet til aksjene.

Som et utgangspunkt har styret, gjennom sin alminnelige forvaltingskompetanse eller en generell styrefullmakt, anledning til å iverksette tiltak som kan vanskeliggjøre eller forhindre et overtakelsestilbud. Slike tiltak betegnes som ”forsvarstiltak”. Styrets kompetanse er begrenset til å handle i samsvar med selskapets interesse. I dette ligger det at de ved sin forvaltning av selskapet først og fremst skal ivareta hensynet til profittmaksimering for eierne. Videre skal hensynet til de øvrige aktører som kreditorer, ansatte og samfunnet generelt ivaretas.⁴ Styret vil ofte begrunne sin motstand med at overtakelsestilbudet ikke reflekterer de underliggende verdiene i selskapet, og dermed er lite gunstig for aksjonærene. I forbindelse med en selskapsovertakelse vil imidlertid gjerne en ny kontrollerende eier skifte ut den sittende ledelsen.⁵ Styret kan derfor ha en

¹ Sml. Smith 1988 s.14, Andersen 2003 s. 381 og Savela 1999 s. 15flg.

² Direktiv 2004/25/EF art.2 første ledd (a), se også Smith 1988 s. 14

³ Andenæs 2006 s. 130

⁴ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 65, se også Lund 2004 s.482flg.

⁵ NOU 1996:2 s.35

egeninteresse i å hindre overtakelsestilbudet. Motivasjonen vil da først og fremst være å beholde sine posisjoner, innflytelse eller økonomiske interesser i selskapet.⁶ På denne måten kan det dermed oppstå tilfeller hvor styret vil la sine egne motiver være den avgjørende faktor når et forsvarstiltak iverksettes, uten at disse kan begrunnes i hensynet til aksjonærene eller selskapets interesse.

Ved fremsettelsen av et overtakelsestilbud vil det på denne bakgrunn kunne foreligge en grunnleggende interessekonflikt mellom aksjonærene, tilbyder og styret. Av den grunn er det gjennom verdipapirhandelloven og børsløven oppstilt begrensninger i styrets kompetanse i forbindelse med et pliktig overtakelsestilbud. Formålet med disse er dermed å begrense styrets handlefrihet i forhold til tilbyder og målselskapets aksjonærer.

1.2 Problemstilling

Jeg vil i fremstillingen redegjøre for gjeldende rett vedrørende begrensningene i styrets kompetanse etter at et pliktig overtakelsestilbud er fremsatt i samsvar med verdipapirhandelloven⁷ kapittel 4. Verdipapirhandelloven § 4-17 gir en konkret og uttømmende regulering av de begrensninger som forligger på styrets muligheter til å iverksette forsvarstiltak ved et pliktig overtakelsestilbud. Børsløven⁸ § 5-15 overlapper vphl. § 4-17, og inneholder et utrykkelig forbud mot at styret fortar en rettet emisjon i forbindelse med en overtakelsessituasjon. Anvendelsesområdet til de to bestemmelsene er likevel forskjellig. På den ene siden har børsl. § 5-15 et videre anvendelsesområde enn vphl. § 4-17 ved at den omfatter både frivillige og pliktige overtakelsestilbud. Men samtidig er bestemmelsen snevrere ved at den bare begrenser styrets mulighet til å foreta en rettet emisjon i forbindelse med en overtakelsessituasjon.

⁶ Boye 1998 mfl. s.142flg, se Savela 1999 s.20

⁷ Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr.79

⁸ Lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr.80

Det norske børs- og verdipapirmarkedet blir stadig mer internasjonalt rettet. Reglene om styrets muligheter til å foreta forsvarstiltak mot offentlige overtakelsestilbud er og har vært forskjellig utformet i en rekke europeiske land. På den bakgrunn har EU gjennom takeoverdirektivet⁹ søkt å etablere en felles regulering av overtakelsestilbud innenfor det europeiske marked. Ettersom medlemslandene ikke lyktes i å komme frem til en felles regulering av reglene om styrets holdning til et offentlig overtakelsestilbud, gir imidlertid ikke direktivet den tiltenkte harmoniseringen.¹⁰ Jeg vil i den anledning redegjøre for Finansdepartementet sitt forslag til implementeringen av direktivets art. 9 om forbudet mot styrets adgang til å foreta forsvarstiltak i norsk rett. På det grunnlag vil jeg videre redegjøre for om den foreslåtte gjennomføringen i ny lov om verdipapirhandel § 6-17¹¹ er i samsvar med våre direktivforpliktelser.

1.3 Avgrensninger

Jeg vil begrense fremstillingen til å omfatte styrets adgang til å motsette seg pliktige overtakelsestilbud på børsnoterte selskaper. Det avgrenses dermed mot andre former for overtakelse av kontroll. En selskapsovertakelse kan skje ved oppkjøp av aksjer i markedet eller ved direkte henvendelse til en eller flere enkeltaksjonærer.¹² Et offentlig overtakelsestilbud er, i motsetning til disse formene, en generell henvendelse til målselskapets aksjonærer med tilbud om å erverve deres aksjer. Grensen mot frivillige overtakelsestilbud behandles i den utstrekning det kreves for å belyse utvidelsen av anvendelsesområdet for begrensningene i styrets handlefrihet.

Det viktigste vilkåret for at begrensningene i styrets handlefrihet skal inntre er at det foreligger tilbudsplikt og at et tilbud skal fremsettes. Tilbudsplikt inntreffer ved at erverver er blitt eier av mer enn 40 % stemmene i målselskapet, jfr. vphl. § 4-1. Jeg forutsetter at tilbudsplikten er inntruffet, og fremstillingen avgrenses derfor mot vilkårene for

⁹ Direktiv 2004/25/EF

¹⁰ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.359

¹¹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.471

¹² Smith 1988 s.14

tilbudspликтens inntreden. Jeg vil likevel bemerke at terskelen for tilbudspликт er foreslått redusert av departementet. Tilbudspликт vil etter forslaget inntre hvor erverver er blitt eier av 30 % av stemmene i et notert selskap.¹³ Begrunnelsen er at en slik terskel syntes å være mer i samsvar med når faktisk kontroll i et norsk børsnotert selskap oppnås. Hensynet til minoritetsaksjonærene i målselskapet har vært avgjørende i denne sammenheng. Reglene om tilbudspликт skal gi aksjonærene anledning til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres.¹⁴

Ettersom fremstillingen avgrenses til de begrensninger som gjelder etter at et pliktig tilbud er fremsatt, behandler jeg heller ikke de muligheter og begrensninger som styret har til å iverksette forsvarstiltak i forkant av at et overtakelsestilbud er fremmet, såkalte preventive forsvarstiltak.

Begrensningene i styrets kompetanse til å foreta forsvarstiltak mot et pliktig overtakelsestilbud må ses i sammenheng med styrets plikt til å gi en uttalelse vedrørende tilbudet, jfr. vphl. § 4-16. Styrets holdning til et overtakelsestilbud vil ofte være avgjørende for om et oppkjøpsforsøk lykkes eller ikke. I praksis kan en slik uttalelse vedrørende målselskapets fremtidsutsikter og tilbudets effekt for selskapet ansatte og lokalisering være en meget effektiv forsvarsstrategi fra styrets side. Selv om uttalelsen kan påvirke aksjonærene så fratar den dem ikke retten til selv å ta stilling til om de ønsker å akseptere overtakelsestilbudet. Fremstillingen avgrenses på den bakgrunn mot hvilke muligheter styret har til å påvirke selskapets aksjonærer gjennom sine uttalelser. Jeg vil også her bemerke at departementet foreslår en utvidelse som følge av direktivets art. 9 femte ledd, jfr. lovforslaget § 6-16. Styret skal etter forslaget gi en begrunnet vurdering av tilbudet og dets konsekvenser for selskapets interesse. I tillegg må styret gi en begrunnelse dersom det ikke anbefaler aksjonærene å akseptere tilbudet.¹⁵

¹³ Ot. prp nr. 34 (2006-2007) s. 373, jfr. Lovforslaget § 6-1

¹⁴ NOU 2005:17 s.30

¹⁵ Ot.prp.nr 34 (2006-2007) s. 470-471.

Det avgrenses også mot de sanksjoner som eventuelt kan gjøres gjeldene dersom styret foretar forsvarstiltak i strid med sin kompetanse. Spørsmålene om styret kan holdes erstatningsansvarlige etter asal. § 17-1¹⁶ eller pådra seg straffeansvar etter asal. kapittel 19¹⁷, behandles således ikke.

1.4 Rettskilder

Begrensningene i styrets handlefrihet i forbindelse med et pliktig overtakelsestilbud er regulert i lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl.) og lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80 (børsl.).

Forarbeidene vedrørende dagens regulering vil i stor grad stå sentralt når innholdet i bestemmelsene skal tolkes. Forarbeidene til verdipapirhandelloven er NOU 1996:2, Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) og Inst. O. nr. 83. Lovens § 4-17 har ingen tilsvarende bestemmelse i den tidligere verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr. 61. Det vil likevel være nødvendig å ta stilling til tidligere forarbeider for å klargjøre bestemmelsen innhold. Begrensninger i styrets og ledelsens handlefrihet ble først foreslått i NOU 1991:25 om lånefinansierte selskapsovertakelser. Bakgrunnen for LBO-utvalgets forslag var art. 8 i utkastet til det 13. selskapsdirektiv. Hvor det ble lagt til grunn at styret i målselskapet i tilbudsperioden hadde som oppgave å ivareta interessene til alle aksjonærene, og at det ikke på egen hånd skulle iverksette tiltak for å forhindre et overtakelsestilbud.¹⁸ Verdipapirhandellovutvalget sluttet seg til flere av LBO-utvalgets vurderinger i NOU 1996:2 vedrørende begrensningene i styrets handlefrihet, og vil derfor bli tillagt vekt ved tolkningen.¹⁹

Forarbeidene til børsløven er NOU 1999:3, Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) og Inst.O. nr. 3 (2000-2001). Begrensningen i § 5-15 er en videreføring av den tidligere § 4-9 i lov om

¹⁶ Mer om dette i Andenæs 2006 s.646 flg.

¹⁷ Aksjeloven og Allmennaksjeloven 2004 s. 1265 flg.

¹⁸ NOU 1991:25 s.71

¹⁹ NOU 1996:2 s.126

verdipapirbørs av 17. juni 1988 nr. 57. Bestemmelsens forhistorie vil dermed være av betydning når innholdet i børsl. § 5-15 skal fastslås.

Gjennom EØS-avtalen er Norge forpliktet til på visse angitte områder å ha et regelverk i samsvar med EU, jfr. EØS-loven²⁰ § 1. Det følger av det ”dualistiske prinsipp” at EØS-direktiver må inkorporeres ved lov eller forskrift for å ha intern rettslig virkning. Lover og forskrifter i norsk børsl- og verdipapirrett forutsettes likevel å være i samsvar med våre EØS-forpliktelser.²¹ På den bakgrunn vil direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud av 21. april 2004 være relevant ved tolkningen av norsk rett. Direktivets bestemmelse vedrørende begrensningene i styrets handlefrihet følger av art. 9. Takeover-direktivet er foreslått gjennomført i norsk rett i NOU 2005:17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007). Mandatet til utvalget var å foreslå de nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre direktivet på verdipapirmarkedsområdet.²² Direktivet er kun et rammedirektiv.²³ Den foreslåtte gjennomføringen av art. 9 innebærer dermed ikke noen fullstendig implementering av direktivet i norsk rett. Det følger av forslaget til ny lov om verdipapirhandel at ordlyden i vphl. § 4-17 videreføres i den nye lovens § 6-17.²⁴ Børsloven § 5-15 foreslås opphevet.²⁵ Siden norsk lov forutsettes å være i samsvar med vår EØS- forpliktelser, får direktivet og dets generelle prinsipper betydning ved tolkning av den foreslåtte bestemmelsen.

Det forligger ingen relevant rettspraksis vedrørende § 4-17 per 24. april 2007. Begrunnelsen er at det i mange tilfeller vil være lite aktuelt å reise sak for domstolene fordi man har behov for en rask avklaring av situasjonen.²⁶ Vedtak og uttalelser fra børslstyret (såkalt sirkulærer) og Børslklagenemndens avgjørelser vil være viktige rettskilder ved

²⁰ Eøs-loven av 27. november 1992 nr. 109

²¹ Bergo 2004 s.18 og Sejersted mfl. 2004 s. 49

²² NOU 2005:17 s.3

²³ Skog 2001:3 s.339

²⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.471

²⁵ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s.396 sml. NOU 2005:17 s.53

²⁶ Verdipapirhandelloven 2002 s.14

tolkningen av de enkelte bestemmelsene. Særlig hvor det kan vises til en konsekvent praksis vil slike uttalelser og avgjørelser kunne tillegges stor betydning når innholdet i bestemmelsene skal avgjøres.

2 Begrensningene i styrets handlefrihet etter vphl. § 4-17

Begrensningene i styrets og ledelsens handlefrihet etter at et pliktig overtakelsestilbud er fremsatt, reguleres av verdipapirhandelloven § 4-17. Bestemmelsen må ses i sammenheng med lovens formål bak om å legge til rette for en effektiv og sikker handel med finansielle instrumenter på Oslo Børs, jfr. vphl. § 1-1. Utgangspunktet er at et verdipapirmarked bare anses for å fungere effektivt når markedsprisen reflekterer de underliggende realøkonomiske verdier bak det enkelte verdipapir.²⁷ En grunnleggende forutsetning for at tilbyder skal ønske å fremsette et pliktig overtakelsestilbud er at han har tillit til at verdipapirmarkedet fungerer på en forutsigbar måte.

Av den grunn er det viktig for både tilbyder og målselskapets aksjonærer at styrets muligheter til å foreta forsvarstiltak begrenses. Likevel må begrensningene i styrets og ledelsens kompetanse ikke medføre at selskapets alminnelige drift forstyrres mer enn hva som er nødvendig. Det er særlig disse to, delvis motstridende hensynene som må vurderes opp mot hverandre når man skal avgjøre rekkevidden av vphl. § 4-17.

2.1 Hensyn bak bestemmelsen

Bestemmelsens formål er å begrense styrets muligheter til av eget tiltak å treffe vedtak som kan få følger for målselskapets sammensetning eller verdi.²⁸ I utgangspunktet vil enhver disposisjon som enten øker eller reduserer selskapets størrelse, få betydning for verdien av selskapet.²⁹ Silke disposisjoner vil dermed være i strid med tilbyders forutsetninger for overtakelsestilbudet.

²⁷ NOU 1996:2 s.20

²⁸ NOU 1991:25 s.89

²⁹ NOU 1991:25 s.71

Bestemmelsen bygger først og fremst på hensynet til at det skal være opp til målselskapets aksjonærer å ta stilling til om et forsvarstiltak skal iverksettes mot et pliktig overtakelsestilbud. Styret skal under tilbudsperioden kun ivareta selskapets interesse, og ikke frata aksjonærene muligheten til å vurdere eventuelle fordeler og ulemper ved tilbudet. I tillegg har bestemmelsen til formål å beskytte tilbyder mot disposisjoner fra målselskapets styre som kan endre selskapets karakter. Begrunnelsen er at tilbyder ved fremsettelsen av et pliktig tilbud ikke gis anledning til å begrense styrets handlefrihet gjennom å ta forbehold ved sitt bud. Hensynet til både tilbyder og målselskapets aksjonærer står dermed sentralt ved tolkningen av vphl. § 4-17.

Rekkevidden av begrensningene må, som omtalt, også vurderes opp mot hensynet til at målselskapets drift ikke må forstyrres lengre enn nødvendig. Begrensningene må ikke forhindre styret i å utføre sine oppgaver i forbindelse med den alminnelige forvaltningen av selskapet. I den sammenheng er det viktig at begrensningene i styrets alminnelige kompetanse ved et pliktig overtakelsestilbud utformes entydig, slik at de bidrar til å skape forutberegnelighet. Hensynet til selskapets alminnelige drift og forutberegnelighet i regelverket vil dermed også være sentrale momenter ved tolkningen av det enkelte forbud.

Hensikten bak begrensningene i vphl. § 4-17 kan på dette grunnlag sies å være todelt. Bestemmelsen skal på den ene siden beskytte målselskapets aksjonærer mot forsvarstiltak fra styrets side som ikke nødvendigvis er i samsvar med aksjonærenes inntresser.³⁰ På den annen side har også tilbyder et behov for beskyttelse mot forsvarshandlinger i en situasjon hvor han overstiger grensen for tilbudsplikt, og dermed har en plikt til å fremsette tilbud om kjøp av de resterende aksjene i selskapet.

2.2 Takeover-direktivets bestemmelse om forsvarstiltak

Grunntanken bak direktivet er å etablere en felles regulering av overtakelsestilbud innenfor det europeiske marked,³¹ på bakgrunn av prinsippene om fri flyt av kapital og den frie

³⁰ NOU 1996:2 s.126

³¹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.416

etableringsretten. Direktivet har til formål å ivareta hensynet til likebehandling av aksjonærene når et overtakelsestilbud er fremmet.³² Tanken er at dette skal bidra til å redusere risikoen for at minoritetsaksjonærene i målselskapet skal lide et økonomisk tap som følge av en selskapsovertakelse.

Etter flere år med forhandlinger ble medlemslandene den 21. april 2004 enige om et direktiv om overtakelsestilbud.³³ Striden dreiet seg hovedsaklig om hvorvidt styret skulle gis anledning til å iverksette forsvarstiltak mot et overtakelsestilbud uten godkjenning fra generalforsamlingen.³⁴ Ved utformingen av direktivets forbud mot forsvarstiltak har de britiske reglene i The City Code tjent som materielt forbilde. Det var særlig Tyskland som gjorde motstand mot de foreslåtte begrensningene i styrets handlefrihet vedrørende iverksettelse av forsvarstiltak.³⁵ Det ble hevdet fra deres side at det var helt nødvendig at styret i målselskapet ble gitt et slikt spillerom for å kunne ivareta selskapets interesser på en best mulig måte. Et av argumentene var at disse foreslåtte begrensningene ville føre til at det ble for enkelt for utenlandske investorer å overta kontrollen i europeiske selskaper. Videre ville forskjellen i reguleringen av offentlige overtakelsestilbud medføre at europeiske selskaper konkurransemessig ville bli dårligere stilt enn amerikanske selskaper.³⁶

Tautrekkingen endte opp med et kompromiss der direktivets art. 9 annet og tredje ledd om forbud mot forsvarstiltak ble gjort frivillig for det enkelte medlemsland ved sin implementering, jfr. art.12. Den regel som velges må ivareta visse generelle prinsipper som følger av direktivet. De generelle prinsippene som må overholdes er oppstilt i direktivets art. 3 første ledd bokstavene a til f. Prinsippene behøver ikke direkte komme til uttrykk i medlemsstatenes regulering, så lenge de ligger til grunn for gjennomføringen. Jeg vil kun

³² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.416

³³ Direktiv 2004/25/EF

³⁴ NOU 2005:17 s.8

³⁵ Skog 2001:3 s.340

³⁶ NOU 2005:17 s.8

behandle de av prinsippene som vil ha betydning ved gjennomføringen av direktivets bestemmelser om forsvarstiltak i norsk rett.³⁷ Utvalget anser det ikke som nødvendig med noen nærmere presisering av prinsippene i lovteksten.³⁸ Jeg vil derfor prøve å belyse helt kort hvordan disse er søkt ivaretatt i norsk lovgivning.

Bokstav a) stiller *krav om likebehandling* av aksjonærene innenfor samme aksjeklasse. Prinsippet om likebehandling er allerede gjennomført i norsk rett. Allmennaksjeloven § 4-1 fastslår at alle aksjer gir lik rett i selskapet. Styret kan dermed ikke foreta forsvarstiltak som vil være til fordel for visse aksjonærer på bekostning av de øvrige. Videre er det lagt til grunn i vphl. § 4-10 siste ledd at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjonærene i målselskapet ved sin fremsettelse av overtakelsestilbudet. Dette videreføres i lovforslaget § 6-10 siste ledd.

Bokstav b) stiller som vilkår at aksjonærene skal *gis tilstrekkelig tid og informasjon* til å kunne ta stilling til tilbudet. Etter gjeldene rett er prinsippet ivaretatt gjennom de krav som stilles til tilbudsdokumentets innhold og offentliggjøringen av tilbudet. I direktivet stilles det videre krav til styret når det gir aksjonærene råd i forbindelse med et overtakelsestilbud. Styret skal gi en uttalelse om de virkninger en eventuell gjennomføring av overtakelsestilbudet kan forventes å ha på sysselsettingen, ansettelsesvilkår og virksomhetens lokalisering. Dette må sees i sammenheng med art. 3 bokstav c) som bestemmer at målselskapets styre skal ivareta *selskapets interesser* som helhet. Direktivet oppstiller her til dels mer presise krav til innholdet av styrets uttalelse enn det som i dag følger av vphl. § 4-16. Det foreslås i den anledning visse endringer i samsvar med de krav som følger av direktivets art. 9 femte ledd, jfr. lovforslaget § 6-16.³⁹

³⁷ Jeg behandler derfor ikke bokstav e) som setter krav til at tilbyder må forsikre seg om at tilbudsprisen kan betales før han gir melding om at et pliktig tilbud skal fremsettes.

³⁸ NOU 2005:17 s.17

³⁹ NOU 2005:17 s.56 og Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 471

Det følger av bokstav d) at medlemslandene ved sin gjennomføring av direktivet skal forhindre at målselskapets aksjer er gjenstand for *unaturlig påvirkning*. Gjeldende rett ivaretar dette hensynet ved at tilbudsppliktige straks gir melding til børsen om et tilbud vil bli fremsatt eller at nedsalg skal skje, jfr. vphl. § 4-8 første ledd. Videre oppstilles det begrensinger på styret muligheter til å påvirke markedet for målselskapets aksjer i vphl. § 4-17. Dette videreføres i lovforslaget § 6-8 første ledd og § 6-17 annet ledd.

Etter bokstav f) må ikke *målselskapets normale drift* forstyrres lengre enn hva som er rimelig som følge av at et overtakelsestilbud fremsettes. Dette prinsippet er allerede lagt til grunn i vphl § 4-17, som bestemmer at begrensningene for styrets handlefrihet varer inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart. Tilsvarende følger nå av lovforslaget § 6-17 første ledd.

De generelle prinsippene som er fastlagt i direktivets artikkel 3 er ikke bare viktige ved gjennomføringen av direktivet i nasjonal rett, de blir også av sentral betydning for den senere rettsanvendelsen. Prinsippene vil dermed være styrende for tolkningen av den enkelte rettsregel og det resultatet man kommer til.

2.2.1 Hensynene bak art. 9

Det bærende hensynet bak bestemmelsen er å beskytte minoritetsaksjonærene i målselskapet, ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer i målselskapet når kontrollen i dette endres.⁴⁰ I forlengelsen av dette skal direktivet gjennom bestemmelsen om tilbudspris sikre at minoritetsaksjonærene får ta del i den kontrollpremien som tilbyder har betalt for å overta kontrollen i målselskapet. Et annet viktig hensyn er at direktivet i tillegg skal legge til rette for og muliggjøre strukturelle endringer i det europeiske næringslivet.⁴¹ Bestemmelsen skal dermed beskytte tilbyder mot at styret iverksetter forsvarstiltak som kan påvirke markedet for aksjene i målselskapet på en unaturlig måte.

⁴⁰ NOU 2005:17 s.14

⁴¹ NOU 2005:17 s.14

2.2.2 Begrensningene i art. 9

Direktivets art. 9 behandler spørsmålet om hvordan styret i målselskapet skal forholde seg til et offentlig overtakelsestilbud. Kjernen i bestemmelsen er at styret i målselskapet skal innhente generalforsamlingens godkjenning før det kan iverksettes forsvarstiltak mot overtakelsestilbudet. Begrensningene i styrets handlingsfrihet inntreffer fra det tidspunkt målselskapet mottar opplysninger om at et offentlig tilbud skal fremsettes. Begrensningene opphører når resultatet av tilbudet blir offentliggjort eller tilbudet bortfaller.

Direktivet oppstiller et generelt forbud mot enhver bruk av forsvarstiltak i denne perioden, jfr. ”any action” i art. 9 annet ledd. Ordlyden oppstiller dermed et forbud mot enhver disposisjon fra styrets side som har karakter av å være et forsvarstiltak. Styret kan ikke uten generalforsamlingens godkjenning iverksette handlinger som kan være til hinder for at tilbyder overtar kontrollen i målselskapet.⁴² Det gjøres likevel et unntak ved at styret har anledning til å innhente konkurrerende bud fra andre enn tilbyder, uten å gå veien om forhåndsgodkjenning fra generalforsamlingen.

Begrunnelsen for styrets mulighet til å finne en konkurrerende tilbyder er at en slik handling vil være i samsvar med aksjonærenes interesse. Dette bygger på en forutsetning om at aksjonærene først og fremst ønsker å oppnå størst mulig avkastning på sin investerte kapital. Formålet bak unntaket er nettopp at styret kan prøve å få til en auksjon ved å bringe inn en ny tilbyder. Tanken er at den opprinnelige tilbyder må øke sitt tilbud for å vinne kontroll og dermed øke avkastningen for de selgende aksjonærene.

Hensynet til målselskapets aksjonærer har her vært avgjørende. Etter min mening kan et slikt unntak kan ha visse uheldige konsekvenser for selskapets interesse og tilbyder. Unntaket gir ingen garantier for hvilke motiver styret har bak sin beslutning om å finne en konkurrerende tilbyder. Det typiske vil være at styret, når de innser at selskapet vil bli solgt, benytter sin adgang til å finne en konkurrerende tilbyder som er interessert i å drive

⁴² NOU 2005.17 s.51

selskapet videre i samarbeid med den nåværende ledelsen. Hensynet til selskapets interesse og mer generelle samfunnsinteresser vil da ofte ikke bli tatt hensyn til i vurderingen.

Også ut ifra et samfunnsøkonomisk perspektiv kan en slik mulighet for styret til å igangsette en auksjon virke uheldig. En auksjonsprosess hvor prisen på aksjene blir presset opp på en kunstig måte vil være uheldig for tilbyder. I verste fall kan tilbudsprisen bli høyere enn den verdiskapning som tilbyder senere har mulighet til å skape.⁴³ Dette vil da igjen medføre at aksjonærene i tilbyder blir den tapende part.

Direktivet stiller i tillegg krav om forhåndsgodkjenning fra generalforsamlingen for å iverksette beslutninger som er fattet av styret i forkant av overtakelsestilbudet, og som helt eller delvis ikke er gjennomført, jfr. art. 9 tredje ledd. En slik forhåndsgodkjenning kreves for enhver gjennomføring av beslutninger, som ikke inngår i selskapets alminnelige virksomhet, og som vil kunne være til hinder for overtakelsestilbudet, jfr. ”may result in the frustration of the bid”.⁴⁴ Det følger videre av art. 9 fjerde ledd at det kan innkalles til ekstraordinær generalforsamling på kort varsel for å avklare om det skal iverksettes forsvarstiltak mot overtakelsestilbudet. Denne fristen kan imidlertid ikke være kortere enn to uker.

2.3 Implementeringen av art. 9 i norsk rett

Artikkel 9 har som målsetning å legge til rette for en harmonisering av det europeiske regelverk vedrørende forsvarstiltak mot offentlige overtakelsestilbud. Ettersom direktivet kun er et rammedirektiv medfører det ikke den tiltenkte harmoniseringen. Medlemslandene er gitt store valgmuligheter i forbindelse ved utformingen av sine nasjonale regler. Det følger av direktivets art. 12 annet ledd at det enkelte medlemsland står fritt til selv å velge hvordan de ønsker å gjennomføre direktivets regel om begrensningene i styrets handlingsfrihet. I de tilfeller hvor medlemslandene velger en annen gjennomføring enn direktivets ordlyd så må selskapene som et minimumskrav gis anledning til å vedtektsfeste

⁴³ Boye mlf. s.158

⁴⁴ NOU 2005:17 s.51

en tilsvarende regel som følger av direktivet art. 9 annet og tredje ledd, jfr. art. 12 annet ledd.

Direktivets art. 9 annet ledd er gitt en svært generell form og omfatter, som omtalt, ethvert tiltak fra styret side, jfr. "any action". Verdipapirhandelloven § 4-17 gir på sin side en konkret og uttømmende angivelse av hvilke disposisjoner styret ikke kan foreta seg i forbindelse med en overtakelsessituasjon. Utvalget har i NOU 2005:17 vurdert hvorvidt det er behov for å gi vphl. § 4-17 en mer generell ordlyd etter mønster fra direktivet. Departementet foreslår å ikke endre vphl. § 4-17 i samsvar med direktivets mønster, på bakgrunn av utvalgets forslag.⁴⁵

Begrunnelsen bak forslaget syntes å være at et forbud mot enhver disposisjon som har karakter av å være et forsvarstiltak vil kunne favne meget vidt.⁴⁶ Det er likevel klart at det vil være en del fordeler ved å innføre en mer generell forbudsbestemmelse. Særlig gjelder dette fordi en slik generell regulering kan gi mer fleksible løsninger i konkrete situasjoner. Et forbud mot enhver disposisjon vil også være bedre egnet til å fange opp eventuelle nye former for forsvarstiltak som kan tenkes utviklet. Hensynet til tilbyder og målselskapets minoritetsaksjonærer taler dermed for et forbud mot enhver disposisjon fra styrets side i forbindelse med en overtakelsessituasjon. Et slikt generelt forbud kan imidlertid etter min mening vanskeliggjøre driften av målselskapet i en periode som ofte kan være lang. Forbudet innebærer videre et krav om forhåndsgodkjennelse fra generalforsamlingen av ethvert tiltak som potensielt kan være til hinder for gjennomføringen av et overtakelsestilbud.⁴⁷ Det skal ikke foretas noen vurdering om disposisjonen rent faktisk vil vanskeliggjøre tilbudet.

⁴⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.396. I lovforslaget er bestemmelsen tatt inn i § 6-17, jfr. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.471. I fremstillingen benytter jeg betegnelsen § 4-17.

⁴⁶ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.395

⁴⁷ NOU 2005:17 s.51

Denne fleksibiliteten som et generelt forbud gir, må dermed vurderes opp mot hensynet til forutberegnelighet og klarhet i regelverket. Hensynet til forutberegnelighet for styret taler for at bestemmelsen må gis en så konkret utforming som mulig. Det er særlig viktig for styret at bestemmelsen i størst mulig grad bidrar til å skape klarhet omkring hvilke disposisjoner som krever forhåndsgodkjennelse av generalforsamlingen for å kunne iverksettes. Direktivet gjør heller ikke noe unntak for disposisjoner som er ledd i selskapets alminnelige forretningsdrift, bortsett fra når det gjelder gjennomføringen av beslutninger som er truffet av styret i forkant av tilbudet.⁴⁸ Styret kan dermed ikke iverksette tiltak som vil være nødvendig for selskapets drift uten å gå veien om å innkalle til ekstraordinær generalforsamling. Direktivets forbudsbestemmelse vil kunne medføre at styret mister nødvendig forvaltingskompetanse i en pågående overtakelsessituasjon. Hensynet til at målselskapets alminnelige virksomhet skal fortsette som normalt etter at et pliktig tilbud er fremsatt taler for at det ikke bør foretas større innskrenkninger i styrtets handlefrihet enn hva som kan anses for å være nødvendig. At styret i en viss grad gis mulighet til å forvalte selskapet på best mulig måte er også i aksjonærene sin interesse. En slik forståelse støttes av Oslo Børs, som legger til grunn at et generelt forbud i ytterste konsekvens kan bidra til å ødelegge de verdier som er opparbeidet i selskapet. Dette ved at styret i målselskapet ikke våger å gjennomføre naturlige markedstiltak.⁴⁹

Ettersom forslaget ikke innebærer en fullstendig implementering av direktivets bestemmelse, må det enkelte selskap isteden gis muligheten til å vedtektsfeste et generelt forbud i samsvar med direktivets art. 9 annet og tredje ledd. En slik vedtektsbestemmelse innebærer et krav om generalforsamlingenes forhåndsgodkjennelse av ethvert forsvarstiltak. Utvalget legger til grunn at det etter norsk aksjeselskapsrett i utgangspunktet ikke vil være noe behov for en presisering av at selskapene på egen hånd kan vedtektsfeste et forbud som er tilsvarende direktivets regel.⁵⁰ En slik adgang står allerede åpen gjennom at generalforsamlingen står fritt til å innføre krav om forhåndsgodkjennelse av styrets

⁴⁸ NOU 2005:17 s.52

⁴⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.396

⁵⁰ NOU 2005:17 s.52

iverksettelse av forsvarstiltak. Dette følger av de alminnelige regler om vedtektsendringer i asal. § 5-18. Departementet ser det likevel som mest hensiktsmessig å innta en bestemmelse i vphl. § 4-17 som uttrykkelig presiserer selskapenes adgang til å gi art. 9 annet og tredje ledd anvendelse gjennom reglene om vedtektsendring.⁵¹ I de tilfeller det enkelte selskap velger å vedtektsfeste en slik regel, så må denne meldes til tilsynsmyndigheten (Oslo Børs). Det vises i den anledning til lovforslaget § 6-17 tredje og femte ledd.

Ettersom ordlyden i vphl. § 4-17 forslås videreført i sin nåværende form i lovforslagets § 6-17, vil jeg foreta en redegjørelse av begrensningene og unntakene som følger av bestemmelsen slik den forligger. Jeg vil også se disse i sammenheng med direktivets prinsipper.

⁵¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.396

3 Begrensningenes anvendelsesområde

Verdipapirhandelloven § 4-17 setter begrensninger for styrets handlefrihet når et tilbud er fremsatt etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4. Begrensningene får dermed kun anvendelse ved et pliktig overtakelsestilbud som er fremsatt på et norsk selskap notert på norsk børs, jfr. vphl. § 4-1.

At begrensningene kun får anvendelse ved pliktige overtakelsestilbud må ses i sammenheng med tilbyders behov for beskyttelse. Hvor tilbyder overstiger grensen for tilbudsplikt er han forpliktet til å fremsette et tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, uten at han kan sette noen form for betingelser ved sitt tilbud.⁵² Ved frivillige overtakelsestilbud står derimot tilbyder fritt til å ta forbehold ved sitt tilbud. Behovet for beskyttelse er således ikke like sterkt ved et frivillig tilbud som ved et pliktig tilbud.

3.1 Sondringen mellom frivillige og pliktige tilbud

Sondringen mellom pliktige og frivillige tilbud er etter den nåværende regulering svært avgjørende for hvordan målselskapet sitt styre kan forholde seg til overtakelsestilbudet. Begrensningene i styrets handlefrihet gjelder bare i de tilfeller tilbyder har en lovbestemt plikt til å fremsette et overtakelsestilbud på hele selskapet. Et pliktig tilbud skal fremsettes overfor de øvrige aksjonærene i målselskapet hvor tilbyder gjennom sitt erverv innehar 40 % eller mer av de stemmebærende aksjene i målselskapet.⁵³ Tilbudsplikten gjelder ovenfor alle aksjonærene i selskapet og eventuelt i forhold til alle aksjeklassene i selskapet.

Et frivillig overtakelsestilbud må dermed avgrenses mot de situasjoner hvor det foreligger en lovbestemt tilbudsplikt etter vphl. § 4-1. I praksis starter ofte en selskapsovertakelse med et frivillig tilbud. Den som fremsetter et tilbud som ikke omfattes av vphl. § 4-1 står

⁵² Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s.82

⁵³ Foreslått redusert til 30 % eller mer av de stemmebærende aksjene, jfr. lovforslaget § 6-1

svært fritt med hensyn til om han ønsker å ta forbehold ved sitt tilbud og med hensyn til hvem av aksjonærene budet skal rettes mot osv.⁵⁴ Forarbeidene begrunner denne friheten med at målselskapets aksjonærer og tilbyder er tilstrekkelig vernet av ”de alminnelige kjøps- og avtalerettslige regler samt kravet til god forretningsskikk etter vphl. § 2-5 annet ledd”.⁵⁵ Lovgiver har på den bakgrunn ikke sett det som nødvendig at begrensningene i styrets handlefrihet også skal omfatte frivillige tilbud.

Et spørsmål som kan reises i den anledning er om frivillige tilbud som fremsettes etter reglene for pliktige tilbud omfattes av begrensningene i vphl. § 4-17. I de tilfeller et frivillig tilbud blir fremsatt som et pliktig, kan tilbyder ikke ta forbehold ved tilbudet. Av den grunn fremsettes slike tilbud sjeldent i praksis. Det kan likevel tenkes tilfeller hvor tilbyder ikke har noe behov for å ta forbehold ved sitt tilbud og derfor fremsetter et frivillig tilbud etter reglene for pliktige tilbud. Tilbyder slipper da å fremsette et pliktig tilbud når terskelen for tilbudsplikten passerer. Et frivillig tilbud som fremsettes som pliktig vil materielt sett tilsvare et pliktig tilbud. Det fremgår ikke uttrykkelig av vphl. § 4-17 om begrensningene i styrets handlefrihet omfatter slike ”uegentlige pliktige tilbud”.⁵⁶ Heller ikke forarbeidene gir noe svar på hvordan dette skal løses. Spørsmålet blir om frivillige tilbud som fremsettes som pliktige kan anses for å bli ”fremsatt etter § 4-1”, jfr. vphl. § 4-17. En språklig forståelse av ordlyden taler for en slik tolkning. Det følger også av ordlyden i vphl. § 4-1 siste ledd at slike tilbud skal være i samsvar med reglene for pliktige tilbud. Begrunnelsen for at målselskapets styre ikke er underlagt de samme begrensninger ved frivillige tilbud er at tilbyders beskyttelsesbehov ikke er de samme. Forarbeidene legger til grunn at tilbyder er tilstrekkelig beskyttet ved at han ved frivillige tilbud kan ta forbehold om at det ikke foretas betydelige endringer i selskapets virksomhet i løpet av tilbudsperioden.⁵⁷ Denne begrunnelsen er ikke treffende for frivillige tilbud som fremsettes etter reglene for pliktige tilbud, siden det i slike situasjoner ikke kan settes noe vilkår for

⁵⁴ Bergo 1998 s.470

⁵⁵ NOU 1996:2 s.127

⁵⁶ Verdipapirhandelloven 2002 s. 384

⁵⁷ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 83

tilbudet. Dette taler for at vphl. § 4-17 bør gis anvendelse også for frivillige tilbud som fremsettes som pliktige.⁵⁸

3.2 Utvidelse som følge av direktivet

Begrensningene i direktivet art. 9 gjelder alle offentlige overtakelsestilbud, både pliktige og frivillige. Bestemmelsen er gitt et svært vidt anvendelsesområde, og omfatter ethvert offentlig tilbud om overtakelse av målselskapets aksjer. Det foreslås av Departementet at det på dette grunnlag må foretas en utvidelse av anvendelsesområdet til vphl § 4-17, jfr. lovforslaget § 6-19.⁵⁹ Bestemmelsens anvendelsesområde utvides dermed til å omfatte ethvert offentlig overtakelsestilbud som fremsettes mot et selskap notert på en norsk markeds plass. Sondringen mellom frivillige og pliktige tilbud vil dermed ikke lenger få betydning for begrensningenes inntreden etter vphl § 4-17.

Begrunnelsen for denne utvidelsen er først og fremst hensynet til aksjonærene i målselskapet.⁶⁰ En utvidelse av anvendelsesområdet vil gi aksjonærene i målselskapet et bedre vern gjennom at styret ikke kan treffe tiltak som kan forhindre et frivillig overtakelsestilbud uten at et tiltrekkelig antall av aksjonærene ønsker det.⁶¹ Et slikt beskyttelsesbehov for målselskapets aksjonærer er like sterkt ved frivillige som ved pliktige tilbud. Hensynet til målselskapets aksjonærer har dermed fått avgjørende vekt ved gjennomføringen av bestemmelsens anvendelsesområder i norsk rett.

Det at anvendelsesområdet for begrensningene i styrets handlefrihet utvides til å omfatte både frivillige og pliktige overtakelsestilbud vil medføre at begrensningene etter vphl. § 4-17 får større betydning i fremtiden. Som tidligere omtalt er de fleste overtakelsestilbud som fremsettes frivillige. Begrensningene etter vphl. § 4-17 har dermed ikke vært så

⁵⁸ Verdipapirhandelloven 2002 s.385

⁵⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.396

⁶⁰ NOU 2005:17 s.53

⁶¹ NOU 2005:17 s.53

praktisk viktige. Begrensningene i styrets handlefrihet vil fra nå av bli avgjørende for hvordan målselskapets styre kan opptre ved både frivillige og pliktige overtakelsestilbud. Det er således viktig for fremtiden å kartlegge innholdet av begrensningene for å skape forutberegnelighet for tilbyder, styret og målselskapets aksjonærer i forbindelse med et overtakelsestilbud.

4 Suspensjonsperioden

Verdipapirhandelloven § 4-17 angir en suspensjonsperiode for styrets handlefrihet i forbindelse med overtakelsessituasjonen. Denne suspensjonsperioden inntreer når selskapet er underrettet om at et pliktig tilbud skal fremsettes og opphører når tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart.

4.1 Inntreden av begrensningene

Det fremgår av vphl. § 4-17 første ledd at begrensningene i målselskapet handlefrihet inntreer "etter at selskapet er underrettet". For at underrettelse skal anses for å være skjedd må tilbyder i sin underrettelse eksplisitt angi at et "tilbud skal fremsettes etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6". Det at erverver krysser tilbudspliktsgrensen er ikke i seg selv tilstrekkelig for at begrensningene i styrets handlefrihet skal inntre. Begrunnelsen er at et erverv som bringer erverver over 40 % av stemmene, ikke er ensbetydende med at han er interessert i å overta hele selskapet. Tilbyder skal dermed straks han passerer tilbudspliktsgrensen gi melding om hvorvidt han skal fremsette et pliktig tilbud eller selge seg ned til under 40 % i samsvar med vphl. § 4-9, jfr. vphl. § 4-8.

Etter direktivet art. 9 annet ledd inntreer begrensningene i styrets handlefrihet når selskapet mottar opplysninger om at et offentlig tilbud skal fremsettes. Dette fremgår av "from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6 (1) concerning the bid". Det avgjørende tidspunkt for begrensningenes inntreden er når målselskapets styre er blitt underrettet. Direktivet krever at medlemslandene ved sin implementering skal sikre at en beslutning om å fremsette et offentlig tilbud offentliggjøres "without delay", jfr. art. 6 første ledd. Melding om et offentlig tilbud skal i likhet med vphl. § 4-8 fremsettes uten noen form for forsinkelse.

Dette innebærer at direktivet ikke går lengre enn hva som følger for begrensningens inntreden etter vphl. § 4-17, jfr. vphl. § 4-8.

4.1.1 Når er selskapet "underrettet"?

Verdipapirhandelloven § 4-17 inneholder ingen formkrav med hensyn til underretningen eller til hvordan en slik underretning skal skje. Det må dermed antas som tilstrekkelig at selskapet orienteres muntlig, selv om hensynet notoritet taler for at underrettelsen bør skje skriftlig. Ordlyden legger til grunn at denne underretningen skal skje etter at tilbudsplikten er inntrådt, og at den skal informere om at et pliktig tilbud skal fremsettes, jfr. "tilbud fremmes etter vphl. § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6". Det er dermed ikke noe vilkår for begrensningens inntreden at et pliktig tilbud er fremsatt slik at tilbudsperioden har begynt å løpe. Begrensningene i styrets handlefrihet inntreir allerede ved at det informeres om at et pliktig tilbud skal fremsettes.⁶² I de tilfeller tilbyder gir melding om at det vil bli foretatt et nedsalg etter vphl. § 4-9 vil det således ikke inntre noen begrensninger i styrets kompetanse.

Spørsmålet blir således på hvilket tidspunkt slik underretning skal anses for å være gitt. Det følger av vphl. § 4-8 at når tilbudsplikt inntreir skal den tilbudspliktige "straks" gi melding til børsen og selskapet om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet eller om det vil bli foretatt et nedsalg. Børsen må da umiddelbart offentliggjøre meldingen fra tilbyder. Melding skal anses å være offentliggjort av børsen på det tidspunkt hvor meldingen legges inn i børsens informasjonssystem, jfr. børsforskriften § 23-2. Formålet bak bestemmelsen er å ivareta markedets behov for en rask avklaring.⁶³ At alle aktørene i markedet til enhver tid har lik tilgang på samme informasjon, er et grunnleggende hensyn bak markedet for verdipapirhandel. Mye taler for at selskapet må anses å være underrettet fra det tidspunkt børsen offentliggjør meldingen fra tilbyder om at et pliktig tilbud skal fremsettes. Et tilsvarende utgangspunkt er også lagt til grunn av LBO-

⁶² Solem s.458

⁶³ NOU 1996:2 s.121

utvalgets lovforslag som anfører at selskapet er underrettet fra det tidspunkt tilbyder gir melding til børsen.⁶⁴

Men LBO-utvalget åpner også i sin vurdering for at selskapet kan anses for å være underrettet på et tidligere tidspunkt, ved at tilbyder tar direkte kontakt med selskapet.⁶⁵ Det kan vanskelig tenkes at dette vil være aktuelt i forkant av meldingen etter vphl. § 4-8. Det følger av ordlyden at plikten til å gi selskapet og børsen melding inntre straks etter at tilbudsplikten er overtrådt. Bestemmelsen gir ikke tilbyder noen betenkningstid, og det er kun tale om minutter fra ervervet ble gjennomført til melding må gis.⁶⁶ Det at målselskapet underhånden mottar opplysninger fra tilbyder om at et tilbud vil bli fremsatt, vil antakelig ikke ha noe betydning. En slik ”forhåndsmelding” fra tilbyder kan senere trekkes tilbake, mens en melding som blir gitt børsen og offentliggjøres av denne etter vphl § 4-8 første ledd vil være bindende for tilbyder.⁶⁷ Begrunnelsen for en slik tolkning er at en melding til børsen om at et tilbud vil bli fremsatt er å anse som et tredjemannsløfte som gir målselskapets aksjonærer en berettiget forventning om å få solgt sine aksjer.⁶⁸ Det at tilbyder ikke kan påberope seg den beskyttelsen som vphl. § 4-17 gir, før han bindende har tatt beslutning om å gi tilbud på de øvrige aksjene, kan ikke anses som urimelig.⁶⁹

At begrensningene etter vphl. § 4-17 inntre på det tidspunkt hvor meldingen blir offentliggjort av børsen gir etter min mening en god retts teknisk regel i samsvar med formålene og bestemmelsen historie. En slik tolkning ivaretar også hensynene bak direktivet. Det følger av art. 6 første ledd at medlemslandene skal sikre at meldingen fremsettes uten forsinkelse. Videre skal begrensningene i styrets handlefrihet inntre fra det tidspunkt målselskapets styre har mottatt opplysninger om at et offentlig tilbud skal

⁶⁴ NOU 1991:25 s.89-90

⁶⁵ NOU 1991:25 s.90

⁶⁶ Verdipapirhandelloven 2002 s.307

⁶⁷ NOU 1996:2 s.121

⁶⁸ NOU 1996 2 s.121

⁶⁹ Verdipapirhandelloven 2002 s.385

fremsettes, jfr. art. 6 første ledd. At en melding skal anses for å være offentliggjort når børsen legger den inn i sitt informasjonssystem er også lagt til grunn av utvalget i NOU 2005:17.⁷⁰

Uavhengig av direktivet foreslår Departementet i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) at plikten til å gi slik melding skal inntre ved inngåelsen av avtale om erverv som utløser tilbudsplikt, jfr. lovforslaget § 6-8.⁷¹ Tilbyder skal da straks etter å ha inngått avtale om erverv som utløser tilbudsplikt gi melding til børsen og selskapet om han skal fremsette et pliktig overtakelsestilbud eller selge seg ned. Tidspunktet for meldeplikten flyttes dermed fra ervervstidspunktet til avtaletidspunktet. Endringen av tidspunktet for når melding skal gis får dermed konsekvenser for når begrensningene i styrets handlefrihet inntreer. Som tidligere omtalt, inntreer begrensningene i styrets handlefrihet på det tidspunkt selskapet er underrettet om at overtakelsestilbud skal fremsettes. Det avgjørende for begrensningenes inntreden blir dermed når børsen offentliggjør at tilbyder har inngått en avtale om erverv av aksjer som utløser tilbudsplikt.

Begrunnelse for en slik utvidelse av meldepliktens inntreden er å sikre at markedet og målselskapets aksjonærer blir informert så tidlig som mulig. Etter gjeldende rett inntreer meldeplikten på ervervstidspunktet, som i praksis er forstått fra det tidspunkt aksjene er registrert på erververs VPS-konto.⁷² Departementet vil med utvidelsen søke å unngå at det oppstår en periode fra avtaletidspunktet til ervervstidspunktet med ikke-utlignet innsideinformasjon i markedet. Problemstillingen ble også vurdert i NOU 2005:17, der utvalget foreslo at problemet kunne løses ved at terskelgrensen for flaggeplikt harmoniseres med grensen for tilbudsplikt.⁷³ Dette ville ha medført at tilbyder skulle ha gitt flaggemelding til børsen hvor det inngås avtale om et erverv av aksjer som bringer ham over terskelen for tilbudsplikt, jfr. flaggepliktreglene i vphl. § 3-2. I tillegg måtte han ha

⁷⁰ NOU 2005:17 s.48.

⁷¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.389

⁷² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.389

⁷³ NOU 2005:17 s.48

gitt melding på ervervstidspunktet om et pliktig overtakelsestilbud skal fremsettes. I høringen la Oslo Børs til grunn at meldeplikten burde inntre på et tidligere tidspunkt enn hva som følger av gjeldende rett. De foreslo på den bakgrunn at tilbudsplikten burde inntre allerede fra det tidspunkt avtale om erverv av aksjer var inngått.⁷⁴ Departementet sitt forslag innebærer dermed en mellomløsning. Meldingen skal gis på avtaletidspunktet, mens tilbudsplikten inntrer som etter gjeldene rett på ervervstidspunktet.

En slik utvidelse av suspensjonsperioden som forslaget innebærer kan medføre at styret mister sin nødvendige forvaltingskompetanse i en lang periode. Dette kan etter min mening medføre at selskapet kan bli satt i en vanskelig situasjon. Hvor ervervet skjer over børs vil ikke utvidelsen få noen stor praktisk betydning. Ved handel over børs vil avtaletidspunktet være på handelsdagen og ervervstidspunktet vil være på oppgjørsdagen tre dager senere (T+3). I praksis vil det medføre at melding skal gis på handelsdagen i stedet for den dagen aksjene blir registrert på erververs VPS-konto. I de tilfeller det inngås en avtale om erverv av en større aksjepost utenfor børs eller terminavtaler vil imidlertid endringen innebære en vesentlig forandring for inntreden av begrensningene i styrets handlefrihet. En avtale om et erverv som bringer tilbyder over tilbudspliktsgrensen kan da inngås med et oppgjørstidspunkt langt inn i fremtiden. Selskapet skal i en slik situasjon anses underrettet på det tidspunkt meldingen om at avtale er inngått offentliggjøres gjennom børsens informasjonssystem. Man vil da risikere at suspensjonsperioden blir uforholdsmessig lang.

Det følger av det grunnleggende hensyn bak direktivet at medlemslandene ved sin gjennomføring skal sikre at målselskapets drift ikke forstyrres lengre enn hva som er nødvendig. Den foreslåtte endringen for når tilbyder skal gi melding om han ønsker å gi tilbud på de øvrige aksjene i selskapet kan tenkes å være i strid med dette hensynet. Bestemmelsens forhold til tidspunktet for inntreden av begrensningene i styrets handlefrihet er ikke berørt i forarbeidene. Det legges i forarbeidene kun vekt på å beskytte markedet mot ikke-utlignet innsideinformasjon. Ettersom hensynet til innsideinformasjon

⁷⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.389

etter min mening ville ha vært tilstrekkelig ivaretatt ved at tersklene for flaggeplikt ble harmonisert med tilbudsplikten, burde konsekvensene for målselskapet ha vært utredet. Likevel kan man ikke si at styret i målselskapet har noen beskyttelsesverdig interesse i å iverksette forsvarstiltak mot et fremtidig overtakelsestilbud som allerede er meddelt markedet. Tilbyder har ved sin melding forpliktet seg til å fremsette et pliktig overtakelsestilbud etter at ervervet er gjennomført. Hensynet til selskapets alminnelige drift vil etter min mening være tilstrekkelig ivaretatt ved at det gjøres unntak for disposisjoner som er ledd i selskapets alminnelige forretningsdrift. I tillegg kan styret i denne perioden innkalle til generalforsamling.

Det følger av ordlyden i vphl. § 4-17 at det avgjørende er om "selskapet" er blitt underrettet. Et spørsmål som reises i teorien er hvem som må informeres om overtakelsestilbudet for at selskapet skal anses for å være underrettet.⁷⁵ Når man legger til grunn en forståelse om at selskapet først skal anses som underrettet fra tidspunktet for børsens offentliggjøring av melding, vil en problemstilling om hvem som er kompetent være av liten betydning. Selskapet skal da alltid anses for å være underrettet fra det tidspunkt børsen offentliggjør meldingen gjennom sitt informasjonssystem, uavhengig av om selskapets styre rent faktisk er informert av den tilbudspliktige.

4.1.2 Kan styret utsette inntreden av begrensningene

Det følger som omtalt av vphl. § 4-17 at begrensningene i styrets handlefrihet inntre fra det tidspunkt selskapet er underrettet om at et pliktig tilbud etter vphl. §§ 4-1 til 4-6 skal fremsettes. Et vesentlig vilkår for at det skal inntre tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 er at tilbyder er blitt "eier" av aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene. Det er lagt til grunn i forarbeidene at tilbudsplikt først utløses på det tidspunkt eierbeføyelsene til aksjene går over på erververen.⁷⁶ I de tilfeller hvor det i henhold til målselskapets vedtekter oppstilles krav om styresamtykke ved aksjeoverdragelse, vil aksjene ikke bli ansett som

⁷⁵ Verdipapirhandelloven 2002 s. 385 og Solem 2001s.458-461

⁷⁶ NOU 1996:2 s.120

ervert i relasjon til tilbudsplikten før et slikt styresamtykke foreligger.⁷⁷ Det kan således reises spørsmål om styret, i de tilfeller selskapets vedtekter oppstiller krav om styresamtykke, kan utsette begrensningenes inntreden ved å avvende sin behandling av om styresamtykke til aksjeoverdragelsen skal gis. Siden begrensningene i styrets handlefrihet etter lovforslaget skal inntre på avtaletidspunktet og ikke på ervervstidspunktet vil ikke en slik problemstilling lenger være aktuell. Ettersom lovforslaget ennå ikke er vedtatt av Stortinget vil jeg likevel gi en kort redegjørelse for problemstillingen.

Utgangspunktet er at vedtektsbestemte samtykkeklausuler ved aksjeoverdragelse i børsnoterte selskaper er i strid med prinsippet om aksjenes frie omsettelighet etter noteringsreglene på Oslo Børs. Det gjøres likevel unntak for slike samtykkeklausuler, men da under forutsetning om at samtykke bare kan nektes hvor det foreligger skjellig grunn for nektelse, og at anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet, jfr. børsforskriften § 2-4.⁷⁸

Det følger av asal. § 4-16 at styret må underrette erververen om deres avgjørelse senest innen to måneder fra meldingen om aksjeoverdragelsen kom inn til selskapet. Allmennaksjeloven gir dermed styret en mulighet til å utsette beslutningen i to måneder. Styret har dermed god tid til å forberede eventuelle forsvarstiltak før begrensningene etter vphl. § 4-17 inntre. Men denne muligheten for å utsette begrensningens inntreden begrenses etter vphl. § 4-7, som legger til grunn at et slikt samtykke skal anses for å være gitt hvis ikke styret har truffet sin beslutning i løpet av tre uker. I de tilfeller det foreligger en vedtektsbestemmelse om styresamtykke kan styret utsette begrensningene i handlefriheten i inntil tre uker. Denne muligheten må imidlertid vurderes i sammenheng med kravet til aksjenes frie omsettelighet, jfr. børsforskriften § 2-4, samt kravet til likebehandling og forbudet mot myndighetsmisbruk, jfr. børsforskriften § 23-8.

Et spørsmål som blir sentralt ved en slik utsettelse av styresamtykke er hvem som i denne perioden kan utøve de organisatoriske rettighetene til aksjene. Dette vil være en aktuell

⁷⁷ NOU 1996:2 s.120-121

⁷⁸ Se også noteringsreglene pkt. 2.4.4 Børssirkulære nr. 7/2005

problemstilling i de tilfeller generalforsamlingen innkalles for å behandle hvordan styret skal forholde seg til et fremtidig overtakelsestilbud. Det følger av asal. § 4-2 første ledd at erververen bare kan utøve sine aksjonærrettigheter hvor et slikt samtykke er gitt og ervervet dermed er innført i aksjonærregisteret. I Rt. 1966 s. 1120 (Polarisdommen) ble det lagt til grunn at når aksjen selges så bortfaller de organisatoriske rettighetene til aksjen selv om erverver ennå ikke har overtatt disse. Begrunnelsen var at avhender ikke lenger har noen reell aksjonærinteresse i selskapet. Hvor styret dermed utnytter sin mulighet til å utsette samtykkebehandlingen, vil det medføre at aksjene i denne perioden må anses for å ligge ”døde”. Det følger nå av asal § 4-2 annet ledd at erververen og avsenderen kan avtale at avsenderen i denne perioden skal kunne utøve de organisatoriske rettighetene i selskapet frem til disse går over på erververen. En slik avtale kan inngås både ved ervervet og senere. Det avgjørende vil være om avtalen kan dokumenteres.⁷⁹ Erververen vil med en bindende avtale sikre seg at selger ivaretar hans interesser på generalforsamlingen.

⁷⁹ Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s.52

5 Begrensningens opphør

Det fremkommer av vphl. § 4-17 første ledd at begrensningene i styrets handlefrihet opphører hvor ”tilbudsperioden er utløpt” og ”resultatet er klart”. Bestemmelsen oppstiller dermed to kumulative vilkår for at suspensjonsperioden skal opphøre. Begge vilkårene videreføres i lovforslaget § 6-17.⁸⁰

Direktivet legger i art. 9 annet ledd til grunn at begrensningen i styrets handlefrihet løper frem til resultatet av tilbudet er offentliggjort eller hvor tilbudet bortfaller, jfr. ”until the result of the bid is made public or the bid lapses”. Departementet foreslår å beholde tillegget om at ”resultatet er klart”, ordlyden oppstiller dermed ikke noe vilkår om at resultatet også er offentliggjort. Suspensjonsperioden etter direktivet syntes dermed å vare lengre enn etter forslaget til den norske implementeringen.

5.1.1 ”Tilbudsperioden er utløpt”

Det følger av vphl. § 4-10 første ledd at et tilbud om overtakelse av de øvrige aksjene skal fremsettes uten ugrunnet opphold og innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Tilbyder skal i sitt tilbud angi en frist for aksjonærene i målselskapet til å akseptere tilbudet, jfr. vphl. § 4-11. Ordlyden sier ikke noe om hvilket tidspunkt denne akseptfristen løper fra. Det fulgte av den tidligere verdipapirhandelloven av 1985⁸¹ § 5A at akseptfristen skulle beregnes fra det tidspunkt tilbudet ble godkjent av Oslo Børs. Dette ble utelatt ved lovrevisjonen uten noen form for begrunnelse. Det antas i teorien at den riktige forståelsen av bestemmelsen må være at fristen løper fra det tidspunkt aksjonærene mottar tilbudsdokumentet.⁸² Bestemmelsens formål taler også for at man må legge en slik tolkning til grunn. Det er først fra det tidspunkt aksjonærene mottar tilbudsdokumentet at de har

⁸⁰ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s.471

⁸¹ Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr.61

⁸² Verdipapirhandelloven 2002 s.353

anledning til å akseptere tilbudet. Akseptfristen kan ikke settes lengre en seks uker, men heller ikke kortere enn fire uker. I tillegg må tilbudsdocumentet angi hvordan tilbudet skal aksepteres, jfr. § 4-13 annet ledd nr. 6.

Ved fastsettelsen av akseptfristens ramme har lovgiver lagt til grunn en avveining av forskjellige hensyn.⁸³ Aksjonærene i målselskapet bør gis tid til å vurdere både fordeler og ulemper ved tilbudet. På den bakgrunn må tilbudsperioden ikke være for kort. Tilbyder vil derimot være interessert i en kort tilbudsperiode slik at han så raskt som mulig får avklart hvor mange aksepter som er gitt under tilbudet. En kort tilbudsperiode vil også være i målselskapets interesse slik at begrensningene i styrets handlefrihet skader selskapets alminnelige drift på minst mulig måte.

5.1.2 "Resultatet er klart"

Det er ikke tilstrekkelig for begrensningens opphør at tilbudsperioden er utløpt. I tillegg må resultatet være klart. Spørsmålet blir dermed hva som må til for at man kan anse resultatet som klart. Det følger av sammenhengen i regelverket at "resultatet" må knytte seg til hvor mange aksjonærer som har gitt bindende aksept under tilbudsperioden.⁸⁴

Hva som ligger i kravet om at resultatet må være "klart" er ikke fullt så entydig. Ordlyden gir ingen sikker veiledning med hensyn til hvilket tidspunkt som skal være avgjørende. Det kan i utgangspunktet argumenteres for at ordet "klart" referer seg til enten situasjonen for tilbyder, selskapet eller situasjonen i markedet mer generelt.⁸⁵ Ser man bestemmelsen i sammenheng med vphl. § 4-13, må man etter en språklig forståelse kunne legge til grunn at resultatet er klart på et tidspunkt etter tilbudsperiodens utløp, hvor alle aksepter er talt opp. Mye taler dermed for at det er situasjonen for tilbyder som er avgjørende, eventuelt med et

⁸³ Verdipapirhandelloven 2002 s.350

⁸⁴ Verdipapirhandelloven 2002 s.386

⁸⁵ Verdipapirhandelloven 2002 s. 386

tilleggskrav om at målselskapet må vite eller ha berettiget grunn til å anta at resultatet er klart.⁸⁶

Bestemmelsen ble foreslått av LBO-utvalget på bakgrunn av art. 8 i forslaget til det trettende selskapsdirektiv. Utvalget uttalte der at begrensningene på styrets handlefrihet gjelder ”fra det tidspunkt styret er gjort kjent med tilbudet og til akseptperioden er utløpt”.⁸⁷ Uttalelsen fra LBO-utvalget tyder på at styrets handlefrihet bare skulle begrenses inntil tilbudsperioden var over. Men tillegget om at ”resultatet må være klart” må også ses i sammenheng med at det legges til grunn at det vil være uheldig om begrensningene i handlefriheten opphører ved utløpet av tilbudsperioden, når det fortsatt kan være uklarhet omkring kontrollsituasjonen i selskapet.⁸⁸ Det fremgår dermed at formålet bak tillegget er at tilbyder skal beskyttes så lenge det foreligger uklarhet med hensyn til kontrollsituasjonen i målselskapet, men heller ikke lenger.

Det kan reises spørsmål om når resultatet skal anses for å være klart kan ses i sammenheng med tersklene for flaggeplikt etter vphl. § 3-2. Tilbyder vil alltid ha en plikt til å flagge resultatet når opptellingen av antall aksepter bringer ham over en av tersklene for flaggeplikt. Det følger av bestemmelsen at det i tilfeller hvor det foreligger uklarheter omkring hvor mange aksepter som er avgitt, ikke vil være tilstrekkelig å avvente flagging inntil det nøyaktige resultatet av fintellingen er gjennomført, jfr. vphl. § 3-2 første ledd jfr. femte ledd. Tilbyder må da sende en omtrentlig angivelse av hvor mange aksjer han har ervervet under tilbudet i det øyeblikk det er sikkert at en terskel for flaggeplikten er overskredet.⁸⁹ Tilbyders offentliggjøring av en flaggemelding kan dermed ikke tas til inntekt for at resultatet er klart.

⁸⁶ Verdipapirhandelloven 2002 s.386

⁸⁷ NOU 1991:25 s.71

⁸⁸ NOU 1991:25 s.90

⁸⁹ Verdipapirhandelloven 2002 s. 243

Ordlyden i vphl. § 4-17 gir heller ingen holdepunkter for et krav om at resultatet av opptellingen må være offentliggjort for at resultatet kan anses for å være klart. At det skal legges avgjørende vekt på offentliggjøringen er heller ikke i samsvar med formålet bak bestemmelsen. Hvis tidspunktet for offentliggjøring av antall aksepter under tilbudet skal være avgjørende, kan det gi tilbyder en mulighet til å ”trenere” opptellingen av antall aksepter og dermed oppnå en lengre beskyttelsesperiode enn tiltenkt. Det kan ikke innfortolkes noe vilkår for begrensningenes opphør at tilbyder har offentliggjort hvor mange av målselskapets aksjonærer som har akseptert tilbudet.

Det er antatt i teorien at en forsvarlig tolkning vil være at begrensningene i styrets handlefrihet opphører etter utløpet av tilbudsperioden, med en kort tilleggsperiode slik at tilbyder kan skaffe seg oversikt over resultatet.⁹⁰ Denne tilleggsperioden må etter min mening settes svært kort, ettersom en opptelling av antall aksepter er meget enkelt og gjennomføres rutinemessig av de større bankene i Norge.

Artikkel 9 annet ledd inneholder ikke noe tilsvarende tillegg om at resultatet må være klart for at begrensningene i styrets handlefrihet opphører. Departementet foreslår likevel å videreføre tillegget om at resultatet må være klart, jfr. lovforslaget § 6-17. Hensynet bak tillegget er å beskytte tilbyder så lenge det er ”uklarhet omkring kontrollsituasjonen i selskapet”. Begrunnelsen er at det vil være uheldig om styret i en slik situasjon treffer vedtak som er i strid med interessene til en ny kontrollerende eier.⁹¹ Samtidig taler det grunnleggende hensyn om at selskapets løpende drift ikke skal forstyrres lenger enn hva som er nødvendig for at denne perioden må være meget kort. Mye tilsier dermed at når ”resultatet skal anses for å være klart” vil bero på en konkret helhetsvurdering, der hensynet til tilbyder må vurderes opp mot hensynet til målselskapets alminnelige drift. En rimelig løsning syntes da å være at begrensningene gjelder gjennom hele tilbudsperioden,

⁹⁰ Verdipapirhandelloven 2002 s.387

⁹¹ NOU 1991:25 s.90

med en svært kort tilleggsperiode slik at tilbyder kan skaffe seg oversikt over hvor mange aksepter han har mottatt.⁹²

⁹² Verdipapirhandelloven 2002 s.387

6 Personelle vilkår

Pliktsubjektene etter vphl. § 4-17 første ledd er styret og den daglige ledelsen. Det er kun deres alminnelige kompetanse som begrenses av bestemmelsen. Generalforsamlingens kompetanse i forbindelse med en overtakelsessituasjon er ikke begrenset tilsvarende.

Styret kan på den bakgrunn innkalle til en ekstraordinær generalforsamling med forslag om å iverksette bestemte forsvarstiltak, hvis tiden gir anledning til det.⁹³ Etter direktivets art. 9 fjerde ledd følger det at styret i slike tilfeller skal gis anledning til å innkalle til ekstraordinær generalforsamling med kort varsel, men ikke kortere enn to uker. Det følger av asal. § 5-10 annet ledd at innkalling til generalforsamling må være sendt senest to uker før den avholdes om ikke selskapets vedtekter fastsetter en lengre frist. Aksjonærene utøver gjennom generalforsamlingen selskapets øverste myndighet og står helt fritt til å iverksette forsvarstiltak også etter at et pliktig tilbud er fremsatt. Dette er i tråd med det grunnleggende hensyn om at det er opptil aksjonærene selv å avgjøre om de ønsker å selge sine aksjer i selskapet.

Likevel kan det i en slik situasjon oppstå interessekonflikter mellom majoritets- og minoritetsgrupper med hensyn til om forsvarstiltak skal iverksettes eller ikke. I et selskap med en bred aksjonærsammensetning kan interessemotsetningene i en slik situasjon være store, spesielt mellom langsiktige og kortsiktige investorer. At flertallet på generalforsamlingen kan iverksette forsvarstiltak mot et overtakelsestilbud vil på denne bakgrunn ofte være i strid med hensynet til at den enkelte aksjonær selv skal ta stilling til om han vil selge aksjen eller ikke. Hvem som har kontroll på generalforsamlingen vil dermed være helt avgjørende for om overtakelsestilbudet vil lykkes. Både aksjeeierstrukturen og oppmøtet på generalforsamlingen er avgjørende for når en eller flere

⁹³ Verdipapirhandelloven 2002 s.387

aksjonærer kan sies å ha oppnådd kontroll på generalforsamlingen. Det å inneha en slik kontroll må også sees i sammenheng med tilbudsplikten, jfr. vphl. § 4-1. Det bærende hensyn bak reglene om tilbudsplikt er nettopp at terskelen for dens inntreden har til formål å være mest mulig i samsvar med når faktisk kontroll i et selskap oppnås. Aksjonærstrukturen i et selskap vil variere betraktelig over tid, men det norske verdipapirmarkedet er fremdeles preget av en relativt høy eierkonsentrasjon.⁹⁴ I praksis er det svært sjeldent at samtlige av selskapets aksjonærer møter på en generalforsamling. Dette må antas å gjelde selv i de tilfeller hvor ekstraordinære saker skal behandles. At mindre enn to tredeler av aksjonærene i et selskap møter på en generalforsamling er ikke uvanlig.⁹⁵ En tilbyder som innehar en eierandel på mer enn 40 % har kontroll med generalforsamlingen i de tilfeller hvor 20 % av aksjonærene ikke møter. Det foreslås på den bakgrunn at terskelen for inntreden av tilbudsplikt senkes til hvor tilbyder er blitt eier av 30 % av stemmene i selskapet, som gir en bedre sammenheng med når faktisk kontroll oppnås, jfr. forslag til lov om verdipapirhandel § 6-1.⁹⁶ Det sentrale hensynet bak bestemmelsen er å gi minoritetsaksjonærene i målselskapet beskyttelse hvor kontrollen endres.

Verdipapirhandelloven § 4-17 tar ikke sikte på å avverge de aksjonærkonflikter som kan oppstå mellom majoritets- og minoritetsaksjonærene i målselskapet. Dette er en naturlig konsekvens av bestemmelsens uttalte formål om å hindre styret i å opptre i strid med aksjonærenes fellesinteresse.

⁹⁴ NOU 2005:17 s.33

⁹⁵ NOU 2005:17 s.34

⁹⁶ Ot.prp nr. 34 (2006-2007) s.373

7 Innholdet av begrensningene

Begrensningene i styrets handlefrihet etter vphl. 4-17 omfatter disposisjoner som normalt vil være avgjørende for selskapets stilling og økonomi.⁹⁷ Hensynet er å begrense styrets muligheter til å iverksette tiltak som kan medføre at selskapet i vesentlig grad endrer karakter.⁹⁸ De konkrete begrensningene i vphl. § 4-17 videreføres i lovforslaget § 6-17 og tilsvarende LBO-utvalget sitt forslag på bakgrunn av 13. selskapsdirektiv.⁹⁹ Ettersom departementet ikke velger å innføre et generelt forbud i norsk rett vil en naturlig tolkning tilsi at styret kan foreta disposisjoner av betydning for overtakelsestilbudet dersom de ikke uttrykkelig omfattes av forbudene.

7.1 Utstedelse av aksjer eller finansielle instrumenter

I vphl. § 4-17 første ledd nr. 1 settes forbud mot at styret i suspensjonsperioden foretar ”utstedelse av aksjer og andre finansielle instrumenter”. ”Finansielle instrumenter” ble innført ved lovrevisjonen i 1997 som et koblingsord i stede for uttrykket ”verdipapirer”.¹⁰⁰ Begrunnelsen bak endringen er ønsket om en mer dynamisk definisjon som vil kunne fange opp eventuelle nye instrumenter som utvikles i fremtiden. Uttrykket defineres i vphl. § 1-2 annet ledd som omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, verdipapirfondsandeler, finansielle terminkontrakter, rente- og valutabytteavtaler og flere typer derivatkontrakter.¹⁰¹ Omsettelige verdipapirer er i praksis den viktigste formen for finansielle instrumenter. Slike defineres i bestemmelsens tredje ledd som (1) ”aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer”, (2) ”obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet” og (3) ”alle andre verdipapirer som

⁹⁷ NOU 1996:2 s.126

⁹⁸ NOU 1991:25 s.71

⁹⁹ NOU 1991: 25 s.71

¹⁰⁰ Verdipapirhandelloven 2002 s.44

¹⁰¹ Verdipapirhandelloven 2002 s.44 flg.

normalt kan omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør”.

Hva som menes med ”aksjer” er definert i asl./asal. § 1-1 som en andel i ”ethvert selskap hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser”. På den bakgrunn må man med aksjer forstå andeler i et aksjeselskap, allmennaksjeselskap eller i et tilsvarende utenlandsk selskap.¹⁰² Hvor det oppstår tvil om hvorvidt andeler i et utenlandsk selskap er aksjer, må antakeligvis denne definisjonen legges til grunn.¹⁰³ Det følger av ordlyden i vphl. § 1-2 tredje ledd at det ikke er noe vilkår om at aksjene må være omsettelige. En aksje vil dermed være omfattet av forbudet selv om det skulle hefte former for omsetningsbegrensinger ved denne.¹⁰⁴

Utstedelse av aksjer og finansielle instrumenter som gir rett til tegning eller konvertering vil i praksis være et aktuelt forsvarstiltak i forbindelse med et overtakelsestilbud.¹⁰⁵ Dette er disposisjoner som vil øke antall aksjer i selskapet og dermed kunne vanskeliggjøre oppkjøpet. Det mest effektive tiltak for styret i den sammenheng vil være å foreta en rettet emisjon ovenfor en eller flere ”vennligsinnede” aktører, såkalte ”hvite riddere”. En slik disposisjon vil dermed føre til en omdisponering av aksjekapitalen i målselskapet, ved at styret får inn flere vennligsinnede aksjonærer på eiersiden.

De disposisjoner som her omtales er disposisjoner som vanligvis ligger utenfor styrets alminnelige kompetanse, jfr. asal. § 6-12. De krever således generalforsamlingens beslutning. Slik beslutningskompetanse kan imidlertid være delegert til styret gjennom en styrefullmakt, jfr. asal. §§ 10-14 og 11-8. Det er de tilfeller der styret velger å benytte seg

¹⁰² Verdipapirhandelloven 2002 s.49

¹⁰³ Som dette verdipapirhandelloven av 1985 § 1 bokstav b.

¹⁰⁴ Verdipapirhandelloven 2002 s.49

¹⁰⁵ Verdipapirhandelloven 2002 s.338

av en slik forhåndsfullmakt, uten at denne er gitt med tanke på en eventuell oppkjøpssituasjon, som bestemmelsen tar sikte på å ramme.

7.1.1 Utstedelse av konvertibler og opsjoner

De øvrige finansielle instrumenter som kan utstedes, foruten aksjer, fremgår av allmennaksjeloven kapittel 11. Under fellesbetegnelsen ”finansielle instrumenter” regulerer allmennaksjeloven tre typer rettigheter til å kreve utstedt aksjer mot innskudd.¹⁰⁶ For det første omfatter begrepet ”lån med rett til å kreve utstedt aksjer”. Videre omfattes ”tegningsrettaksjer”, hvilket er aksjer som tegnes ved en kapitalforhøyelse og gir rett til å kreve flere aksjer utstedt på et senere tidspunkt. For det tredje omfatter begrepet ”frittstående tegningsretter”. Dette er rettigheter som i seg selv gir rettighetshaveren rett til å kreve aksjer utstedt.¹⁰⁷ Disse tre rettighetene anses som omsettelige verdipapirer etter vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3. Felles for rettighetene til å få utstedet aksjer mot innskudd er at de kan innløses uten at dette må behandles på nytt av generalforsamlingen på innløsningstidspunktet.¹⁰⁸ En slik mulighet innebærer et viktig unntak fra lovens hovedregel ved kapitalforhøyelse ved nytegning. Etter de alminnelige regler følger det at det tilhører generalforsamlingen eller styret i medhold av fullmakt å ta stilling til om, og i tilfeller på hvilket tidspunkt, aksjekapitalen skal forhøyes. Dette prinsippet brytes når rettighetshaveren til enhver tid kan kreve disse rettighetene innløst mot aksjer i selskapet.

Det kan på den bakgrunn reises spørsmål om begrensningen etter vphl. § 4-17 første ledd nr. 1 også omfatter utstedelse av aksjer i suspensjonsperioden som følge av at det foretas en innløsning av tidligere utstedte frittstående tegningsretter, tegningsrettsaksjer, konvertible obligasjoner mv. En språklig forståelse av ordlyden tilsier at slike disposisjoner omfattes av

¹⁰⁶ Andenæs 2006 s.540

¹⁰⁷ Andenæs 2006 s.540

¹⁰⁸ For lån med rett til å kreve utstedt aksjer følger det av asal § 11-1 første ledd, § 11-2 første ledd og § 11-7 første ledd. For tegningsrettsaksjer følger det av asal § 11-10 første ledd med henvisning til § 11-7 i § 11-11 tredje ledd. For frittstående tegningsrettet fremgår det av asal § 11-2 med henvisning til § 11-7 i § 11-13 tredje ledd.

forbudet, jfr. ” utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter”. Et tilsvarende utgangspunkt er også lagt til grunn i teorien.¹⁰⁹ Forarbeidene gir på sin side ingen anvisning på hvordan spørsmålet skal løses. Dette taler for å tolke bestemmelsen i samsvar med direktivets art. 9 tredje ledd. Direktivet legger til grunn at vedtak som er fattet i forkant av begrensningens inntreden, men ennå ikke gjennomført, krever generalforsamlingens samtykke. I de tilfelle et krav om innløsning av allerede utstedte rettigheter fremsettes i suspensjonsperioden, bør det være opp til generalforsamlingen å avgjøre om selskapet skal overholde sine kontraktmessige forpliktelser.

Et slikt utgangspunkt vil imidlertid etter min mening innebære en for vid tolking av forbudet sitt anvendelsesområde. Det følger av ordlyden i vphl. § 4-17 første ledd at styrets handlefrihet er begrenset til å ”ikke treffe vedtak om å” utstede aksjer eller andre finansielle instrumenter under suspensjonsperioden. I de tilfeller et selskap inngår en låneavtale som gir fordringshaveren rett til å kreve aksjer utstedt, vil selskapet være kontraktmessig forpliktet til å gjennomføre den forhøyelse av aksjekapitalen som rettigheten forutsetter. Selskapets plikt til å utstede aksjer oppstår dermed ved rettighetshaverens påkrav. Fremsettelse av kravet om utstedelse av aksjer er dermed en disposisjon som blir bindende for selskapet etter alminnelige avtalerettslige regler.¹¹⁰ Det avgjørende blir her om styret på den bakgrunn kan anses for å treffe et vedtak i forbindelse med en slik utstedelse. Rettighetshaverens krav på å få utstedet aksjene blir oppfylt ved at selskapet melder kapitalforhøyelsen til Foretaksregisteret etter asal. § 11-7 første og annet ledd. Ettersom det ikke er nødvendig med noen ytterligere styrebehandling ved utstedelsen,¹¹¹ kan man heller ikke si at styret treffer noe vedtak om utstedelse av aksjer under suspensjonsperioden. Det eneste styret gjør er å oppfylle en selskapsforpliktelse som er inngått på et tidligere tidspunkt.

¹⁰⁹ Verdipapirhandelloven 2002 s.388

¹¹⁰ Andenæs 2006 s.551

¹¹¹ Andenæs 2006 s.551

Heller ikke hensynet til målselskapets aksjonærer eller til tilbyder kan gi grunnlag for en slik vid forståelse av bestemmelsen. Hensynet til aksjonærene må sies å være ivaretatt ved at utstedelsen allerede er vedtatt på generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer. Hensynet til tilbyreres forutberegnelighet må på tilsvarende måte anses for å være ivaretatt ved at et vedtak om utstedelse av finansielle instrumenter etter asal. § 11-6, §11-11 og § 11-13 er meldt og registret i Foretaksregisteret.

Tilsvarende må her gjelde hvor en beslutning om kapitalutvidelse ved nytegning er vedtatt i forkant av suspensjonsperioden, men ennå ikke gjennomført. Dette siden iverksettelse av en kapitalforhøyelse ikke nødvendigvis gjør noe ytterligere styrevedtak. Det er tilstrekkelig for gjennomføringen at kapitalforhøyelsen meldes til Foretaksregisteret, jfr. asal § 11-7.

Ved utøvelse av opsjoner som gir rett på utstedelse av aksjer synes løsningen imidlertid å bli en annen. En opsjonsavtale er basert på en annen teknikk enn de finansielle instrumenter som omfattes av allmennaksjelovens kapittel 11. En opsjonsavtale inngås ofte i kombinasjon med at styret er gitt en fullmakt til å forhøye aksjekapitalen etter asal. § 10-14.¹¹² Hvor en opsjonshaver utøver opsjonen skal styret på innløsningstidspunktet vedta en rettet emisjon ovenfor denne. I de tilfeller opsjonshaver utøver sin opsjon under suspensjonsperioden må en slik disposisjon anses omfattet av forbudet. Det følger nettopp av ordlyden at styret under denne perioden ikke kan ”treffe vedtak om” utstedelse av aksjer. Innløsning av en opsjonsavtale vil normalt være ledd i selskapets løpende forretningsvirksomhet og dermed omfattes av unntaket i vphl. § 4-17 andre ledd. Dette behandles nærmere i pkt. 8.1

7.1.2 Utstedelse av aksjer og finansielle instrumenter i datterselskaper

Begrensningene i styrets handlefrihet omfatter også utstedelse av aksjer eller finansielle instrumenter i målselskapet sine datterselskaper. Verdipapirhandelloven inneholder ikke noen definisjon av hva som menes med et datterselskap. Man må derfor legge den alminnelige definisjonen i asal. § 1-3 til grunn. Et selskap vil dermed være målselskapet sitt

¹¹² Andenæs 2001 s.159

datterselskap dersom målselskapet innehar en ”bestemmende innflytelse” over dette på grunn av avtale eller som eier. Bestemmende innflytelse vil alltid foreligge hvor morselskapet eier aksjer som representerer flertallet av stemmene i datterselskapet.¹¹³

At forbudet også omfatter utstedelse av aksjer eller finansielle instrumenter i målselskapet sine datterselskaper, er begrunnet i at styret eller daglig leder ofte vil utgjøre datterselskapet sin generalforsamling. Målselskapets styre har dermed, i kraft av å utgjøre flertallet her, mulighet til å iverksette en rekke tiltak som kan vanskeliggjøre tilbudet. For å oppnå helhet i regelverket må bestemmelsen forstås slik at morselskapets styre heller ikke kan instruere datterselskapets styre i de tilfeller dette ikke består av representanter for morselskapet.

Det å få kontroll over et av målselskapet sine datterselskaper vil i mange situasjoner være bakgrunn for at tilbyder fremsetter et overtakelsestilbud på morselskapet. Om ikke begrensningene i styrets handlefrihet også hadde omfattet tilsvarende disposisjoner i datterselskaper ville det ha åpnet for en rekke tilpasningsmuligheter i de tilfeller målselskapets styre utgjør datterselskapets generalforsamling. Et effektivt forsvarstiltak for styret i målselskapet kunne vært å foreta en rettet emisjon i datterselskapet ovenfor en ”venneligsinnet” aktør.

7.2 Fusjon

Etter vphl. § 4-17 første ledd nr. 2 oppstilles det forbud mot at styret kan treffe beslutning om fusjon¹¹⁴ av målselskapet eller av et av deres datterselskaper. Som hovedregel treffes en

¹¹³ Andenæs 2006 s.33

¹¹⁴ En fusjon innebærer en sammenslåing av to eller flere selskaper basert på et kontinuitetsprinsipp. Det selskapsrettslige kontinuitetsprinsippet innebærer at det overdragende selskapet anses for å fortsette i det fusjonerte selskapet, slik at det ikke finner sted noe identitetsskifte i forhold til det overdragende selskapet sine aksjonærer. Ved en fusjon overføres det overdragende selskaps eiendeler, rettigheter og forpliktelser som helhet til det overtakende selskap mot vederlag i aksjer eller med inntil 20 % kontant av det totale vederlaget, jfr. asal. § 13-2.

beslutning om fusjon av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer, etter at styrene i begge selskaper har utarbeidet og undertegnet en felles fusjonsplan, jfr. asal. § 13-3. Det gjøres likevel et unntak fra kravet om generalforsamlingens godkjennelse i det overtakende selskapet i asal. § 13-5. Unntaket får anvendelse i de tilfeller hvor kapitalforhøyelsen i det overtakende selskapet kan gjennomføres i henhold til styrefullmakt etter asal. § 10-14 annet ledd nr 6. Fullmakten må uttrykkelig angi at den omfatter en fusjon. Det er ikke nok at selskapet selv innehar en tilstrekkelig beholdning med vederlagsaksjer til å gjennomføre fusjonen. Selv om styret er tildelt en slik kompetanse gjennom fullmakt må fusjonsplanen likevel godkjennes av bedriftsforsamlingen, jfr. asal. § 13-5 første ledd. Det er dermed bare i de tilfeller selskapet ikke har bedriftsforsamlingen at styret på egenhånd kan godkjenne fusjonsplanen.¹¹⁵

Forbudet mot å foreta en fusjon under suspensjonsperioden medfører at målselskapets styre ikke kan benytte seg av en tidligere styrefullmaktfullmakt som grunnlag for å beslutte en fusjon. Skal en slik fullmakt kunne benyttes, må denne uttrykkelig være gitt med sikte på en konkret oppkjøpssituasjon, jfr. vphl. § 4-17 annet ledd. Forbudet har kun selvstendig betydning hvor målselskapet skal være det overtakende selskapet, siden det bare er styret i det overtakende selskapet som utstyres med kompetanse til å vedta en fusjon på bakgrunn av en styrefullmakt, jfr. asal. § 13-5.¹¹⁶ Hvor det foretas en fusjon av et datterselskap vil dette på tilsvarende måte som ved utstedelse av aksjer kunne redusere morselskapets innflytelse over dette og på den bakgrunn gjøre morselskapet mindre attraktivt.

Det kan imidlertid også her reises spørsmål om forbudet omfatter en fusjonsbeslutning som er vedtatt men ennå ikke gjennomført. Jeg viser her til drøftelsen i pkt. 7.1.1. Ettersom iverksettelse av en fusjonsbeslutning ikke nødvendigvis gjør et styrevedtak, kan ikke en slik handling anses for å være omfattet av forbudet.. Det ville vært betenkelig om en fusjonsbeslutning måtte utsettes fordi et overtakelsestilbud var blitt fremmet. Tilbyderes beskyttelsesbehov vil heller ikke være særlig fremtredende i en slik situasjon. Siden

¹¹⁵ Ot. prp nr. 19 (1974- 1975) s.212. Se også Andenæs 2006 s.587

¹¹⁶ Verdipapirhandelloven 2002 s.388

selskapet har en løpende informasjonsplikt vil tilbyder være kjent med fusjonsbeslutningen ved fremsettelsen av tilbudet.

Fisjoner¹¹⁷ omfattes ikke av begrensningene for styrets handlefrihet etter vphl. § 4-17. En fisjon vil uansett ikke være særlig aktuelt som forsvarstiltak etter som en fisjon ikke kan besluttes på bakgrunn av en tidligere styrefullmakt. Det fremkommer av asal. § 14-6 at en beslutning om fisjon i alle tilfeller bare kan besluttes av generalforsamlingen.

7.3 Vesentlige disposisjoner

Verdipapirhandelloven § 4-17 nr. 3 begrenser for det første styrets adgang til å foreta salg eller kjøp av ”vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper” og ”andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten”.¹¹⁸ Slike disposisjoner vil være av stor betydning for målselskapets sammensetning og verdi, siden dette er disposisjoner som i vesentlig grad vil kunne øke eller redusere målselskapets størrelse.¹¹⁹ Et slikt forbud er dermed avgjørende for å ivareta tilbyders forutsetninger for tilbudet.

7.3.1 ”Vesentlige virksomhetsområder”

Det følger av ordlyden at alternativet ikke er ment å omfatte enhver form for kjøp eller salg av selskapets eiendeler, jfr. ”vesentlige virksomhetsområder”. Fremstillingen vil her ha salg av vesentlige virksomhetsområder for øyet. De samme vurderinger vil også gjøre seg gjeldene hvor målselskapet foretar kjøp av et vesentlig virksomhetsområde.

¹¹⁷ Fisjoner er regulert i allmennaksjeloven kapittel 14. En fisjon innebærer en deling av selskapet. Selskapets eiendeler, rettigheter og forpliktelser fordeles mellom selskapet selv (det overdragende selskapet) og et eller flere overtakende selskaper, jfr. asal § 14-2.

¹¹⁸ Hvor selskapet har bedriftsforsmaling vil styrets kompetanse i slike tilfeller også kunne være begrenset av at slike disposisjoner krever bedriftsforsamlingens samtykke, jfr. asal § 6-37.

¹¹⁹ NOU 1991:25 s.71

På grunnlag av betegnelsen "virksomhetsområder" må man etter en språklig forståelse legge til grunn at alternativet er til hinder for at det skjer en samlet avhendelse av "eiendeler, rettigheter og forpliktelser knyttet til en del av selskapets drift".¹²⁰ Bestemmelsen oppstiller likevel ikke noe krav til hvordan målselskapet eventuelt har innrettet sin virksomhet. Begrensningene omfatter i tillegg avhendelse av vesentlige virksomhetsområder i eventuelle datterselskaper. Det er her de samme hensyn som gjør seg gjeldene som ved forbudet mot å utstede aksjer eller finansielle instrumenter i målselskapets datterselskaper. Det er altså heller ikke mulig for styret i målselskapet å iverksette forsvarstiltak ved å selge vesentlige virksomhetsområder i et eventuelt datterselskap.

Bestemmelsen begrenser kun styret i å foreta salg av "vesentlige" virksomhetsområder. Det kommer ikke direkte frem av ordlyden hva som må anses for å være et vesentlig virksomhetsområde eller hvilke kriterier som skal legges til grunn for vurderingen. Ser man begrensningen i sammenheng med forbudets annet alternativ, følger det imidlertid at vesentlighetsvurderingen skal gjøres konkret for det enkelte selskap. En slik individuell vesentlighetsvurdering vil dermed bli svært skjønnsmessig. Hensynet til forutberegnelighet for tilbyder og målselskapets styre taler mot en slik skjønnsmessig vesentlighetsvurdering. Dette tyder på at retts tekniske hensyn har vært avgjørende for lovgiver ved utformingen av vesentlighetsvilkåret.

Vilkåret må sees i sammenheng med at det ville vært vanskelig for styrets alminnelige forvaltning om begrensningen skulle omfatte ethvert salg av målselskapets virksomhetsområder. Det ville vært lite hensiktsmessig om generalforsamlingen måtte tatt stilling til disposisjoner som for det enkelte selskap var av mindre betydning. Styret må dermed selv foreta en slik vesentlighetsvurdering i forhold til de disposisjoner de eventuelt måtte ønske å foreta seg under suspensjonsperioden. Forarbeidene synes i den anledning å legge vekt på at selskapets karakter kan bli avgjørende for vurderingen.¹²¹ Hva som er å

¹²⁰ Solem 2001s.462

¹²¹ NOU 1991:25 s.71

anse som et ”vesentlig virksomhetsområde”, må dermed bero på en konkret vurdering av det individuelle selskapet, hvor formålet bak forbudet må tillegges særlig vekt.¹²² På den bakgrunn må man dermed ved den konkrete vesentlighetsvurderingen legge vekt på objektive størrelser. Dette kan for eksempel være virksomhetsområdets andel av selskapets ansatte, omsetning og resultat.¹²³

I de tilfeller et virksomhetsområde er en del av målselskapets kjerneområde, er det klart at dette må anses for å være av vesentlig betydning for arten og omfanget av den virksomhet som selskapet driver. Tolkningen følger av at formålet med bestemmelsen er å gi tilbyder beskyttelse mot at styret iverksetter disposisjoner som vil kunne endre selskapets karakter.¹²⁴ På den bakgrunn synes det klart at et virksomhetsområde som er en del av målselskapet sin kjernevirksomhet alltid må anses for å oppfylle dette vesentlighetskriteriet.

En tilgrensende problemstilling som er reist i teorien er om forbudet også omfatter disposisjoner som gjelder salg av mindre virksomhetsområder, hvor disse sett i sammenheng må anses for å være av vesentlig betydning for selskapet som helhet.¹²⁵ En språklig forståelse av ordlyden tilsier at det avgjørende for begrensningenes inntreden er om det enkelte virksomhetsområde i seg selv er vesentlig. Formålet bak bestemmelsen og omgåelseshensynet kan derimot gi grunnlag for å tolke ”vesentlige virksomhetsområder” til å omfatte også salg av flere virksomhetsområder som under ett anses som vesentlig for det enkelte selskap. Etter min mening vil det likevel være en mer naturlig at salg av flere slike mindre virksomhetsområder må vurderes opp mot forbudet om at styret ikke må foreta andre disposisjoner som er av vesentlig betydning for art eller omfanget av virksomheten, jfr. forbudets annet alternativ.

¹²² Verdipapirhandelloven 2002 s.389

¹²³ Solem 2001s.462

¹²⁴ NOU 1991:25 s. 71

¹²⁵ Som dette Solem 2001s.463 hvor det legges til grunn at salg av mindre vesentlige virksomhetsområder omfattes av forbudet dersom flere slike salg totalt sett vil være av vesentlig betydning for selskapet.

7.3.2 "Andre disposisjoner"

Bestemmelsen oppstiller her et forbud mot at styret ikke kan foreta andre disposisjoner av vesentlig betydning for "arten eller omfanget av virksomheten", jfr. vphl. § 4-17 nr. 3 annet alternativ. Det følger av uttrykket "disposisjoner" at forbudets anvendelsesområde er meget vidt. Ordlyden omfatter mer enn kjøp og salg av målselskapets eiendeler.¹²⁶ Forarbeidene gir ikke noen anvisning på hva som konkret må forstås med "andre disposisjoner". Ser man alternativet i sammenheng med "vesentlige virksomhetsområder", må man med uttrykket "andre disposisjoner" forstå enhver disposisjon utenom de som faller innenfor selskapets vesentlige virksomhetsområder. Alternativet omfatter dermed enhver disposisjon som må antas å være av vesentlig betydning for det enkelte selskapet. Med "virksomhet" må man legge til grunn at de enkelte disposisjoner skal vurderes opp mot målselskapet eller datterselskapet sin totale virksomhet.

Forbudet omfatter kun disposisjoner som vil være av "vesentlig betydning" for målselskapet. Ordlyden angir her de momenter som har relevans for vesentlighetsvurderingen. Det skal i denne sammenheng legges avgjørende vekt på disposisjonens betydning for "arten eller omfanget" av virksomheten. Disposisjonens betydning må for det første vurderes i forhold til omfanget av den virksomhet som målselskapet til enhver tid bedriver. Det avgjørende etter forbudet vil dermed være hvilke disposisjoner som kan sies å være uberettiget i forhold til målselskapets totale virksomhet. For det andre må disposisjonen vurderes opp mot arten av den virksomhet som bedrives. Et kjøp eller salg av en eiendel som i seg selv ikke er av vesentlig betydning sett i forhold til bedriftens omfang, kan likevel tenkes å bli omfattet av forbudet hvor eiendelen er av vesentlig betydning for virksomhetens art.

¹²⁶ Solem 2001s. 463

7.4 Egne aksjer

Verdipapirhandelloven § 4-17 første ledd nr. 4 oppstiller videre et forbud mot kjøp og salg av målselskapets aksjer. En ren ordlydstolkning tilsier at forbudet omfatter alle typer av aksjer, jfr. ”selskapets aksjer”. Ordlyden gir tilsynelatende bestemmelsen et svært vidt anvendelsesområde. Men det følger av forarbeidene at ordlyden i dette tilfelle skal tolkes innskrenkende. Det uttales i den forbindelse at forbudet bare omfatter målselskapets handel med egne aksjer innenfor suspensjonsperioden.¹²⁷ Forbudet er absolutt, og det spiller dermed ingen rolle hvilken betydning en slik disposisjon har for det konkrete selskapet.

Det følger av asal. § 9-2 første ledd at selskapet kan erverve egne aksjer dersom den samlede beholdning ikke overstiger ti prosent av selskapets aksjekapital. Et erverv av selskapets egne aksjer kan bare skje hvor generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer gir styret fullmakt til å foreta et slikt erverv, jfr. asal. § 9-4. Begrunnelsen er at et slikt erverv i realiteten innebærer en innløsning av aksjene, siden disse ikke har noen selvstendig verdi på selskapets hånd.¹²⁸ Styrefullmakten kan bare gjelde for et bestemt tidsrom, og dette kan ikke settes lengre enn 18 måneder. Verdipapirhandelloven § 4-17 første ledd nr. 4 tar dermed sikte på å forhindre at styret benytter seg av en slik generell fullmakt til å erverve egne aksjer som et forsvarstiltak i forbindelse med en oppkjøpssituasjon.

Siden forbudet kun omfatter selskapets egne ”aksjer”, legges dermed ingen begrensinger på selskapets mulighet til å foreta disposisjoner vedrørende andre finansielle instrumenter som konvertible obligasjoner, kjøpsrettigheter og opsjoner i selskapet.¹²⁹ Det følger av ordlyden at forbudet kun omfatter ”kjøp eller salg av selskapets aksjer”. Dette må forstå slik at ordlyden bare omfatter styrets kjøp eller salg av aksjer på vegne av målselskapet.¹³⁰ Aksjer i selskapet som eventuelt besittes av styret eller den daglige ledelsen personlig omfattes

¹²⁷ Se Ot.prp. nr. 29 (1996-1997)

¹²⁸ Andenæs 2006 s.489

¹²⁹ Verdipapirhandelloven 2002 s.389

¹³⁰ Bergo 1998 s.470

således ikke av handelsforbudet. Et spørsmål som kan reises i den anledning er om forbudet også begrenser styrets mulighet til akseptere et tilbud på målselskapets beholdning av egne aksjer. Det er lagt til grunn i teorien at ordlyden må forstås slik at den vil være til hinder for at styret kan akseptere et tilbud på selskapets vegne.¹³¹ Dette vil være en rimelig tolkning av ordlyden i de tilfeller det er fremsatt et konkurrerende tilbud. En slik tolkning støttes også av hensynet om at det tilfaller aksjonærene å bestemme hvem selskapsoverdragelsen skal skje til fordel for, og til hvilken pris. Men i de tilfeller det ikke foreligger mer enn ett tilbud, kan det spørres om ikke hensynene bak bestemmelsen taler for å tolke ordlyden innskrenkende. Etter min mening taler gode grunner for at forbudet i en slik situasjon bør tolkes innskrenkende. Formålet med forbudet er å hindre at styret skal kunne foreta disposisjoner som kan vanskeliggjøre eller forhindre et overtakelsestilbud. Hvor styret ønsker å akseptere et tilbud på selskapets egne aksjer vil en slik disposisjon være i tilbyders interesse.

Forbudet omfatter etter sin ordlyd ikke eventuelle datterselskapers kjøp eller salg av egne aksjer, jfr. "selskapets aksjer". Forarbeidene tar heller ikke stilling til spørsmålet. Hvor et eller flere datterselskaper eier aksjer i morselskapet, så skal deres aksjer medregnes i morselskapets beholdning av egne aksjer, jfr. asal. § 9-8. Den totale beholdning av egne aksjer kan da ikke overstige ti prosent av aksjekapitalen, jfr. § 9-2. I de tilfeller morselskapet ikke eier egne aksjer vil altså et eller flere datterselskaper alene eller sammen kunne erverve inntil ti prosent av aksjene i morselskapet. Det kan dermed tenkes forskjellige former for tilpasningsmuligheter. Styret i morselskapet kan for eksempel sørge for at aksjer i morselskapet plasseres i et datterselskap som selges videre til en "vennlighetsinnset" i forbindelse med en oppkjøpssituasjon. Et datterselskaps salg av egne aksjer eller aksjer i morselskapet vil dermed kunne representere et effektivt forsvarstiltak i forbindelse med en overtakelse situasjon. Selv om slike disposisjoner ikke omfattes av forbudet mot "kjøp eller salg av selskapets aksjer", vil de kunne tenkes å bli omfattet av forbudet mot å foreta

¹³¹ Verdipapirhandelloven 2002 s.389

disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten, jfr. vphl. § 4-17 første ledd nr. 3

8 Unntakene fra begrensningene

Formålet bak forbudene i vphl. § 4-17 første ledd er å hindre at styret i målselskapet iverksetter forsvarstiltak etter at et pliktig tilbud er fremsatt. Fra dette utgangspunkt gjøres det imidlertid to viktige unntak. Felles for unntakene er at begge er begrunnet i to delvis motstridende hensyn. Det grunnleggende hensyn er at det skal være opp til aksjonærene selv å avgjøre hvordan de skal forholde seg til tilbudet. Det er styrets kompetanse som er søkt begrenset i forbindelse med en oppkjøpssituasjon, ikke generalforsamlingens. Det andre hensynet er at selskapet i minst mulig grad skal bli skadelidende av at et pliktig tilbud er blitt fremsatt. Disse hensynene er søkt ivaretatt gjennom unntakene i vphl. § 4-17 annet ledd, til tross for at de vil kunne vanskeliggjøre et overtakelsestilbud.

Det gjøres ikke noe tilsvarende unntak fra forbudet i art. 9 annet ledd. Utgangspunktet er at generalforsamlingen må godkjenne enhver disposisjon som kan være til hinder for overtakelsestilbudet. Spørsmålet etter direktivet blir dermed hvilke disposisjoner som kan sies å være ”til hinder” for tilbudet. Begrepet må forstås slik at målselskapets styre ikke er forhindret i å foreta disposisjoner som er ledd i den løpende forretningsdriften. Men unntaket om at generalforsamlingen i forkant kan gi styret fullmakt til å iverksette forsvarstiltak har ingen parallell i direktivet. Likevel foreslår departementet ved gjennomføringene at disse unntakene videreføres i norsk rett, jfr. lovforslaget § 6-17 annet ledd.

8.1 Selskapets normale løpende forretningsdrift

Det gjøres for det første unntak for disposisjoner som kan anses for å være ledd i målselskapets normale løpende forretningsdrift, jfr. vphl. § 4-17 annet ledd. At slike disposisjoner i praksis kan være til hinder for at et overtakelsestilbud gjennomføres får således ingen betydning. Formålet med bestemmelsen er å klargjøre at styret i en

overtakelsessituasjon skal stå fritt til å foreta disposisjoner som er ledd i målselskapets alminnelige virksomhet. Det skal ikke i ettertid føres noen kontroll med hvilken virkning disposisjonen har fått i det konkrete tilfellet, eller hva som var motivet bak den. Det avgjørende for vurderingen er om disposisjonen kan sies å være i samsvar med målselskapets alminnelige drift. Problemet man her står ovenfor blir å skille mellom de disposisjoner som er forsvarstiltak og de disposisjoner som er ledd i selskapets løpende forretningsdrift.

Ordlyden gir liten veiledning med hensyn til hva som skal anses som målselskapets ”normale løpende forretningsdrift”. Det ble lagt til grunn i NOU 1996:2 at grensen i enkelte situasjoner kan være vanskelig å trekke, men at det likevel vil fremstå som nokså klart når en disposisjon i praksis er å anse som et forsvarstiltak.¹³² Det må dermed foretas en konkret helhetsvurdering av den enkelte disposisjonen.

Spørsmålet blir således om man skal legge en objektiv eller subjektiv norm til grunn for vurderingen.¹³³ Verken ordlyden eller forarbeider gir noen klar anvisning på dette. Bestemmelsens formål må anses for å bli best ivaretatt om man legger en objektiv vurderingsnorm til grunn for den konkrete helhetsvurderingen. Det avgjørende må være hvilke disposisjoner som objektivt sett kan karakteriseres som foretningmessig begrunnet. En subjektiv norm ville på sin side ha skapt større usikkerhet ved praktiseringen. Dette fordi man da i ettertid måtte ha gått inn og sett på hvilke vurderinger styret gjorde, og hva som var deres motivasjon bak den enkelte disposisjon. På den bakgrunn må man legge til grunn en objektiv vurdering av disposisjonen, og denne må gjøres konkret for det enkelte selskap. At det er selskapets individuelle forhold som skal vurderes følger av ordlyden, jfr. ”selskapets” normale forretningsdrift. Videre følger tolkningen av formålet bak unntaket om at disposisjoner som ikke fremstår som forsvarstiltak i det konkrete selskapet skal kunne foretas.

¹³² NOU 1996:2 s.126

¹³³ Som dette Solem 2001s.465

Spørsmålet blir dermed hvilke disposisjoner som objektivt kan anses for å ligge innenfor det enkelte selskaps ”normale forretningsdrift”. Siden enhver disposisjon skal vurderes individuelt for det enkelte selskap, vil likeartede disposisjoner kunne få forskjellig betydning avhengig av hvilket selskap som utfører dem. For noen selskaper vil forskjellige former for kjøp, salg og restruktureringer nærmest være en del av selskapets løpende forretningsdrift.¹³⁴ Det er i utgangspunktet vanskelig å si noe generelt om hvilke disposisjoner som kan foretas i en konkret situasjon. Selskapets størrelse, dets virksomhet og tidligere adferd vil være sentrale momenter i den objektive helhetsvurderingen som skal legges til grunn. I de tilfeller hvor styret foretar disposisjoner som er i samsvar med selskapets vedtatte forretningsstrategi, er dette et moment som taler for at disposisjonen er en del av selskapets løpende drift. Selv om slike disposisjoner kan være av mer eller mindre omfattende karakter, vil de kunne være å anse som ledd i den løpende driften når disposisjonene er i samsvar med tidligere planer som er vedtatt i forkant av tilbudspliktsperiodens inntreden. En slik tolkning vil også være mest i samsvar med formålet om at selskapet ikke skal forstyrres i sin daglige drift selv om det foreligger et overtakelsestilbud på selskapet.

Selskapets tidligere adferd vil også være et vesentlig moment i den konkrete helhetsvurderingen. De disposisjoner som selskapet har foretatt tidligere vil kunne gi en viktig indikasjon på hva som er å anse som alminnelige disposisjoner for selskapet. Disposisjoner som skiller seg i både kvantitet og hyppighet fra tidligere disposisjoner vil dermed sjeldent kunne anses for å være ledd i selskapets normale løpende forretningsdrift. Likevel kan et selskaps tidligere disposisjoner ikke i seg selv være avgjørende. I mange tilfeller må det også tas hensyn til at endringer i markedssituasjonen eller konjunkturendringer kan gjøre en disposisjon ordinær på det konkrete tidspunktet. Hva som til enhver tid kan anses for å være disposisjoner som er ledd i den alminnelige forretningsvirksomhet vil dermed kunne være gjenstand for vesentlige endringer over tid.

¹³⁴ Bergo 1998 s.470

Det hevdes i teorien at innløsning av konvertible obligasjoner eller opsjonsordninger for ansatte kan tenkes å være ledd i selskapets normale forretningsdrift.¹³⁵ Hvor innløsning skjer som et ordinært ledd i den løpende driften syntes dette etter min mening klart.¹³⁶ Er derimot konvertible obligasjoner eller opsjoner utstedet med en betingelse om at disse kun kan benyttes i en eventuell overtakelsessituasjon, så vil ikke innløsningen anses for å være omfattet av unntaket. Hvor innløsning av slike er betinget av at det er fremsatt et overtakelsestilbud kan innløsningen ikke anses for å være ledd i målselskapets alminnelige forretningsdrift.

8.2 Fullmakt med sikte på oppkjøpssituasjoner

Det gjøres videre unntak fra forbudene i vphl. § 4-17 første ledd for disposisjoner som styret foretar på bakgrunn av fullmakt gitt av generalforsamlingen nettopp med sikte på en eventuell oppkjøpssituasjon. I slike tilfeller er det liten grunn for lovgiver å begrense styrets kompetanse, ettersom generalforsamlingen har sett det som mest hensiktsmessig å gi styret fullmakt til å iverksette forsvarstiltak i forbindelse med oppkjøpssituasjoner. Hensynet til å beskytte målselskapets aksjonærer fra en eventuell inntressesammenblanding gjør seg ikke gjeldene i tilsvarende grad ettersom generalforsamlingen har godkjent de forsvarstiltak styret kan benytte seg av.¹³⁷

Det følger av ordlyden at fullmakten nettopp må være gitt med tanke på en fremtidig oppkjøpssituasjon. Det må fremgå klart at formålet med denne er å gi styret muligheten til å iverksette visse forsvarstiltak.¹³⁸ Selv om styret er blitt utstyrt med en slik fullmakt gir denne ikke noen generell kompetanse til å iverksette forsvarstiltak. Fullmakten må tolkes for å se hvilke tiltak den omfatter. Ettersom fullmakten kan sies å være uttrykk for aksjonærflertallets vilje, må man legge en objektiv tolkningsnorm til grunn ved

¹³⁵ Bergo 2004 s.266

¹³⁶ Sml. forbudet i oppgavens pkt 7.1.1

¹³⁷ Verdipapirhandelloven 2002 s.391

¹³⁸ NOU 1996:2 s.126

fastsettelsen av dens rammer. I praksis vil ofte en slik fullmakt være gjenstand for diskusjon mellom aksjonærene, alt etter som hvilken intensjon de forskjellige har med sin investering i selskapet. Det vil imidlertid ikke ha noen betydning hva de enkelte aksjonærer har ment på det tidspunkt fullmakten ble vedtatt.¹³⁹

Fullmakten må være formulert på en slik måte at den omfatter de tilfeller hvor det foreligger et overtakelsestilbud på selskapets aksjer. Dette følger av ordlyden, som taler om en fullmakt gitt ”med sikte på oppkjøpssituasjoner” Det er likevel ikke noe krav om at fullmakten må være gitt for en bestemt oppkjøpssituasjon. Av asal. § 10-14 tredje ledd følger det at en fullmakt kan tildeles styret for inntil to år om gangen. På den bakgrunn kan det reises spørsmål om begrunnelsen for unntaket er treffende i alle tilfeller. I et selskap med en vid aksjonærkrets foreligger det store muligheter for at aksjonærene er uenige om i hvilken grad styret skal utrustes med en forhåndsfullmakt til å iverksette forsvartiltak på egenhånd. Uenigheten kan også oppstå som følge av endringer i aksjonærsammensetning etter at en forhåndsfullmakt er vedtatt. Selv om fullmakten på vedtakstidspunktet kan sies å uttrykke aksjonærviljen i selskapet på vedtakstidspunktet, kan denne endres i løpet av to år. Riktignok står generalforsamlingen til enhver tid fritt til å endre eller tilkalle forhåndsfullmakten i kraft av sin organisasjonskompetanse. Men det må da innkalles til en ekstraordinær generalforsamling etter asal. § 5-7.

Unntaket for forhåndsfullmakt gir heller ingen sikkerhet for at styret i sin behandling av om forsvartiltak bør iverksettes etter fullmakten utelukkende handler ut fra hva som er i aksjonærenes og selskapets interesse. Generalforsamlingen vil riktignok kunne sette begrensninger og vilkår for når fullmakten kan benyttes. Men det vil likevel ikke forhindre at styret ved sin vurdering søker å ivareta sin egen interesse som ikke alltid er i samsvar med aksjonærenes interesse.

¹³⁹ Solem 2001s.466

Mye tyder dermed på at unntaket i en viss grad kan uthule de forbud som oppstilles i § 4-17 første ledd. En utstrakt bruk av slike fullmakter kan dermed få uheldige konsekvenser for både aksjonærene og for tilbyder. Den enkelte aksjonær sin interesse i selv å treffe beslutningen om et oppkjøpstilbud skal aksepteres eller ikke blir ikke ivaretatt av unntaket på en tilstrekkelig god måte. I tillegg ivaretar heller ikke unntaksbestemmelsen at den vurdering styret til enhver tid foretar en og alene er i samsvar med aksjonærenes interesse. At unntaksbestemmelsen ikke gir noen garanti for at hensynene bak forbudene blir fulgt, må likevel ses i sammenheng med at bestemmelsen gir selskapet en praktisk måte å innrette driften på.

I mange tilfeller vil generalforsamlingen vurdere situasjonen slik at styret vil være nærmest til å vurdere hvorvidt et tilbud er i selskapets interesse. Særlig gjelder dette ettersom disse sitter på større kunnskap vedrørende selskapets stilling og fremtidige forutsetninger. For tilbyder vil bruk av fullmakten i vesentlig grad kunne endre selskapets art og omfang slik at forutsetningene for tilbudet bortfaller uten at tilbyder har muligheten til å ta forbehold om slike endringer ved sitt tilbud. Hele begrunnelsene bak dagens regel om at styrets kompetanse kun begrenses ved pliktige tilbud og ikke ved frivillige tilbud bygger på forutsetningen om tilbyder ikke har de samme behov for beskyttelse ved frivillige tilbud siden han har muligheten til å knytte forbehold til sitt tilbud. Ved benyttelse av unntaksbestemmelsen om forhåndsfullmakt står tilbyder ovenfor en situasjon hvor han ikke får noen form for beskyttelse selv om han plikter å fremsette et pliktig tilbud på de øvrige aksjene i selskapet.

Direktivet art. 9 inneholder ingen tilsvarende unntaksbestemmelse for fullmakter med sikte på en eventuell oppkjøpssituasjon. Kjernen i direktivet bestemmelse er nettopp at det skal være aksjonærene som skal ta beslutningen om forsvarstiltak skal anvendes eller ikke. Ved implementeringen av direktivet benytter departementet seg av sin mulighet til å ikke gjennomføre direktivet fullt ut, så sant den bestemmelse som velges ivaretar direktivets

generelle prinsipper på en tilstrekkelig måte.¹⁴⁰ Departementet ser det som mest hensiktsmessig å videreføre dette unntaket ut fra hensynet til klarhet og forutberegnelighet. Det kan i den anledning spørres om en slik unntaksbestemmelse i tilstrekkelig grad ivaretar de generelle prinsippene bak direktivet. Det grunnleggende prinsippet bak direktivet er at minoritetsinteressene i selskapet skal beskyttes. Det skal altså være opp til den enkelte aksjonær i målselskapet å avgjøre om han ønsker å selge sine aksjer eller ikke. At styret på generelt grunnlag utstyres med en fullmakt til å iverksette forsvarstiltak mot ethvert fremtidig overtakelsestilbud, kan etter min mening stride mot hensynet til den enkelte aksjonær. Hensynet til aksjonærene i målselskapet må også ses i sammenheng med hensynet til tilbyder. I de tilfeller hvor det foreligger et pliktig overtakelsestilbud, vil tilbyder representere mer enn 40 % av stemmene i selskapet. Hvor en tidligere styrefullmakt benyttes som grunnlag for å iverksette forsvarstiltak mot overtakelsestilbudet, vil det gjøres på bekostning av en allerede dominerende aksjonær med minst 40 % av stemmene i selskapet.

¹⁴⁰ NOU 2005:17 s.52

9 Begrensningene i styrets handlefrihet etter børsl. § 5- 15

I tillegg til vphl. § 4-17 setter børsl. § 5-15 begrensninger for styrets kompetanse i forbindelse med et offentlig overtakelsestilbud. Det oppstilles her et uttrykkelig forbud mot at styret i forbindelse med en overtakelsessituasjon foretar en rettet emisjon på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter asal. § 10-14, med mindre fullmakten angir at den nettopp skal benyttes i en slik situasjon.¹⁴¹

Rettede emisjoner representerer en tilsidesettelse av den lovbestemte fortrinnsrett som aksjonærene har til å tegne aksjer etter samme forhold som de eier aksjer fra før.¹⁴² Dette siden aksjetegningen skjer i et annet forhold enn det som følger av aksjonærenes eksisterende forhold. Allmennaksjeloven inneholder ingen begrensninger for hvem fortrinnsretten kan fravikes ovenfor. En rettet emisjon kunne dermed ha vært benyttet som et effektivt forsvarstiltak. Styret kunne da på bakgrunn av en generell fullmakt ha foretatt en kapitalforhøyelse til fordel for en eksisterende vennligsinnet aksjonær eller til en utenforstående tredjemann.

Formålet med bestemmelsen er å forhindre at en generell fullmakt som er tildelt styret misbrukes ved at den benyttes som grunnlag til å foreta en rettet emisjon som et forsvarstiltak mot et overtakelsestilbud. Styret må i slike tilfeller innkalle til ekstraordinær generalforsamling for å behandle hvordan selskapet skal forholde seg til et eventuelt overtakelsestilbud. En slik disposisjon vil i utgangspunktet også bli omfattet av vphl. § 4-17. Styret kompetanse til å foreta rettede emisjoner som forsvarstiltak er dermed begrenset både av vphl. § 4-17 og børsl. § 5-15. Men bestemmelsenes anvendelsesområde er derimot forskjellig.

¹⁴¹ Om prp nr. 73 (1999-2000) s. 214 og Ot. prp nr. 34 (2006-2007) s.394

¹⁴² Andenæs 2006 s.517

9.1 Begrensningens anvendelsesområde

I likhet med vphl. § 4-17 får også børsl. § 5-15 anvendelse overfor børnoterte allmennaksjeselskaper som definert i asal. § 1-1. Et spørsmål som kan reises i den anledning er om utenlandske allmennaksjeselskap børnotert i Norge omfattes av bestemmelsen. Ordlyden tilsier at bestemmelsen kun gjelder for norske børnoterte allmennaksjeselskaper. Det fremkommer av at bestemmelsen taler om ”aksjeselskaper”, og at den gjelder for rettede emisjoner” på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14”. Forarbeidene tar ikke stilling til om også utenlandske allmennaksjeselskaper er omfattet av bestemmelsen. Bestemmelsen er en videreføring av § 4-9 i børsloven av 1988 med en tilsvarende ordlyd. Mye tyder derfor på at lovgiver ved revisjonen ikke hadde et bevisst forhold til regelens anvendelsesområde. Hensynet bak bestemmelsen tyder på at det vil være unaturlig å skille mellom norske og utenlandske selskaper så lenge styret besitter en alminnelig fullmakt til å utstede aksjer.¹⁴³ Det som taler for å ikke gi bestemmelsen anvendelse på utenlandske selskaper er at deres jurisdiksjon ikke alltid er i samsvar med våre selskapsrettslige prinsipper. Å kreve at det må foreligge et generalforsamlingsvedtak for å utstede aksjer, vil ofte for utenlandske selskaper være i strid med deres kompetansefordeling mellom selskapsorganene. Sammenhengen i regelverket for oppkjøpssituasjoner taler også for å ikke gi børsl. § 5-15 et annet anvendelsesområde enn vphl. § 4-17. At bestemmelsen ikke får anvendelse på utenlandske allmennaksjeselskaper er lagt til grunn i en uttalelse Oslo Børs.¹⁴⁴

Den mest sentrale forskjellen for anvendelsesområdet til børsl. § 5-15 og vphl. § 4-17 er at børsl. § 5-15 også får anvendelse både ved frivillige og pliktige tilbud. Styrets mulighet til å beslutte en rettet emisjon er dermed begrenset både hvor det foreligger et frivillig og et pliktig overtakelsestilbud. Som nevnt skjer de fleste selskapsovertakelser på bakgrunn av et frivillig tilbud. Dette har sammenheng med at tilbyder da står helt fritt til å sette betingelser ved tilbudet, men med den konsekvens at han ikke nyter den beskyttelse som vphl. § 4-17

¹⁴³ Vedtak og uttalelser 2002 s.141

¹⁴⁴ Vedtak og uttalelser 2002 s.142

gir han i en overtakelsessituasjon. Lovgiver legger til grunn at tilbyder da ikke har behov for den samme graden av beskyttelse, men har likevel valgt å gi han det vern som børsl. § 5-15 gir ved frivillige tilbud.

Utvalget fremmet ved lovrevisjonen i NOU 1999:3 forslag om å ikke videreføre bestemmelsen. Utvalget la til grunn at tilbyder var tilstrekkelig beskyttet gjennom vphl. § 4-17, som omfatter utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter.¹⁴⁵ Oslo Børs bemerket i høringen at siden de fleste selskapsovertakelser i praksis ikke foretas gjennom et pliktig overtakelsestilbud, ville det være unaturlig å redusere den beskyttelsen som børsl. § 4-9 gav aksjonærene. Det ble fremhevet at bestemmelsen fylte et viktig formål siden den beskyttelsen som vphl. § 4-17 gir aksjonærene i målselskapet bare vil få anvendelse i et mindretall av de selskapsovertakelser som skjer.¹⁴⁶ På den bakgrunn foreslå departementet en videreføring av bestemmelsen. De la i sin vurdering vekt på Oslo Børs sin uttalelse, samt at forslaget til direktivet ville kreve tilsvarende restriksjoner også ved frivillige tilbud. Dermed foreslo departementet en videreføring av bestemmelsen i nåværende børsl. § 5-15.¹⁴⁷

9.2 Begrensingenes inntreden

Etter børsl. § 5-15 følger det at begrensingene i styrets adgang til å utstede nye aksjer inntreer hvor selskapet befinner seg i en overtakelsessituasjon. Mens begrensningene etter vphl. § 4-17 inntreer på det tidspunkt selskapet er underrettet om at et pliktig overtakelsestilbud skal fremmes.

For å avgjøre på hvilket tidspunkt styrets kompetanse innskrenkes, må man tolke hva som ligger i begrepet ”overtakelsessituasjon” Ordlyden i børsl. § 5-15 gir ingen videre anvisning på hva som menes med begrepet. I begrepet ”overtakelse” ligger det at det må foreligge et erverv av hel eller delvis kontroll i selskapet. Etter min mening må man med

¹⁴⁵ NOU 1999: 3 s.215

¹⁴⁶ Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) s.125

¹⁴⁷ Ot.prp.nr. 73 (1999-2000) s. 125

begrepet ”overtakelsessituasjon” forstå at det må foreligge et tilbud som kan medføre et kontrollskifte i målselskapet. At det er blitt fortatt mindre transaksjoner, vil dermed ikke være tilstrekkelig for at begrensninger etter børsl. § 5-15 skal inntre. Et spørsmål som kan reises er imidlertid om man kan tolke ”overtakelsessituasjon” slik at begrepet også omfatter ethvert større oppkjøp i markedet. Etter min mening vil en slik tolkning bli for vid. Det kan tyde på at det legges til grunn i forarbeidene at inntreden av begrensningene etter børsl. § 5-15 og vphl. § 4-17 skal i mest mulig grad være sammenfallende.¹⁴⁸ Utvalget fant på sin side ikke grunnlag for at begrensningene i børsloven skulle videreføres siden vphl. § 4-17 regulerer samme forhold. At børsl. § 5-15 likevel ble vedtatt ble begrunnet i at bestemmelsen fyller et viktig formål i forbindelse med frivillige tilbud¹⁴⁹. Vedtakelsen var ikke begrunnet i at bestemmelsene skulle gjelde forskjellige tidsrom.

Etter børsl. § 5-15 inntreer begrensningene hvor det foreligger en overtakelsessituasjon. Det stilles ikke noe vilkår om at selskapet må være underrettet for at styrets handlefrihet skal innskrenkes. Dette kan i visse situasjoner medføre at begrensningene inntreer på et tidligere tidspunkt enn etter vphl. § 4-17. Om et selskap befinner seg i en overtakelsessituasjon eller ikke, må dermed vurderes konkret for det enkelte tilfellet. En veiledning kan likevel søkes i børsl. § 5-7, hvor børsnoterte selskaper har en plikt til umiddelbart å gi børsen informasjon som kan være av særlig betydning for en riktig vurdering av aksjene.

Et større oppkjøp av selskapets aksjer vil helt klart være kursrelevant informasjon som det må opplyses om. En slik forståelse av opplysningsplikten støttes også av formålet bak regelen. Tidspunktet for informasjonsplikten etter børsl. § 5-7 vil dermed kunne gi en viss veiledning for når selskapet kan sies å befinne seg i en overtakelsessituasjon. Børsklagenemnden har uttalt at det må foretas en konkret helhetsvurdering av forhandlingene og om opplysningene må anses for å være av vesentlig betydning for kursen på aksjene.¹⁵⁰ Det er viktig at markedet får opplysninger om et eventuelt overtakelsestilbud

¹⁴⁸ Ot.prp.nr.73 (1999-2000) s.125

¹⁴⁹ Ot.prp.nr.73 (1999-2000) s.125

¹⁵⁰ Børsklagenemnden sak 2/1997 s. 67

på et så tidlig tidspunkt som mulig. Det må da være opp til markedet selv å avgjøre sannsynligheten for om et overtakelsestilbud vil bli fremsatt. At begrensningene på styrets handlefrihet etter børsl. § 5-15 skal inntre før det i det hele tatt er fremsatt et overtakelsestilbud vil være i strid med bestemmelsen ordlyd og formål. En for vid forståelse av bestemmelsen vil være retts teknisk og praktisk svært vanskelig å overholde. Hvor det er blitt foretatt et større oppkjøp i markedet, og det er sannsynlig at det vil bli fremsatt et overtakelsestilbud, vil det være nærliggende å anta at selskapet befinner seg i en overtakelsessituasjon etter børsl. § 5-15. Begrensningene i styrets handlefrihet etter børsl. § 5-15 vil dermed kunne inntre før begrensningene etter vphl. § 4-17, siden det ikke oppstilles noe krav om at selskapet må være underrettet om overtakelsestilbudet.

9.3 Begrensningenes materielle innhold

I likhet med formålet bak vphl. § 4-17 første er det styrets handlefrihet som skal begrenses. Forbudet mot å foreta emisjoner i forbindelse med et overtakelsestilbud omfattets også av vphl. § 4-17 første ledd alternativ 1. Unntaket i børsl. § 5-15 for de tilfeller hvor generalforsamlingen har gitt styret fullmakt til å foreta en slik disposisjon tilsvarende unntaket i vphl. § 4-17 annet ledd. Jeg viser således til min redegjørelse i kapittel 7.

9.4 Børsloven § 5-15 sin stilling etter direktivet

I NOU 2005:17 foreslår utvalget at børsloven § 5-15 oppheves. Det legges til grunn at vphl. § 4-17 og børsl. § 5-15 er å anse som delvis overlappende bestemmelser.¹⁵¹ Det er likevel en sentral forskjell mellom bestemmelsene slik vphl. § 4-17 er utformet etter gjeldende rett. De to bestemmelsenes anvendelsesområde er svært forskjellig. Verdipapirhandelloven § 4-17 er i sin nåværende form begrenset til kun å omfatte fremsettelse av pliktige tilbud, mens børsl. § 5-15 også omfatter frivillige overtakelsestilbud som fremsettes ovenfor målselskapet.

Forslaget om å oppheve den nåværende børsl. § 5-15 er ikke nytt. I NOU 1999:3 side 125 ble det ikke funnet grunn til å videreføre den tidligere børsl. § 4-9, som hadde tilsvarende

¹⁵¹ NOU 2005:17 s.52

ordlyd som § 5-15. Begrunnelsen for dette forslaget var at vphl. § 4-17 omfatter rettede emisjoner. Men utvalgets forslag ble sterkt kritisert av høringsinstansene. På den bakgrunn ble børs. § 4-9 videreført i sin helhet i børs. § 5-15. Departementet la til grunn at bestemmelsen fyller et svært viktig formål siden de fleste selskapsovertakelser skjer gjennom et frivillig tilbud som ikke omfattes av vphl. § 4-17.¹⁵²

Utvalget legger til grunn i NOU 2005:17 at forbudet mot at styret kan foreta rettede emisjoner i forbindelse med en overtakelsessituasjon fortsatt bør gjelde fortsatt bør gjelde både ved frivillige og pliktige tilbud. Forslaget om å oppheve børs. § 5-15 må dermed ses i sammenheng med den parallelle utvidelsen av anvendelsesområdet til vphl. § 4-17 til også å omfatte frivillige tilbud. Forbudet mot at styret kan foreta en rettet emisjon er tilstrekkelig ivaretatt gjennom reglene i vphl. § 4-17 1 ledd. Forslaget om å oppheve børs. § 5-15 vil således ikke få noen virkning i praksis.

¹⁵² Ot.prp.nr 73 (1999-2000) s.125

10 Register

10.1 Lover

EØS-loven Lov av 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det økonomiske samarbeidsområdet.

Verdipapirhandelloven – vphl. Lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel

Allmennaksjeloven - asal. Lov av 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper

Børsloven - børsf. Lov av 17. november 1998 nr. om børsvirksomhet

10.2 Forskrifter

Børsforskriften Forskrift 17. januar 1994 nr.30: Børsforskriften

Direktiver

Directive 2004/25/EC Directive of the European Parliament and of the Council of 21. April 2004 on takeover bids.

10.3 Lovforarbeider

10.3.1 NOUer

NOU 1991:25	Lånefinansierte selskapsoppkjøp
NOU 1996: 2	Verdipapirhandelloven
NOU 1999: 3	Organisering av børsvirksomhet m.m
NOU 2005 :17	Om overtakelsestilbud(tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)

10.3.2 Ot. Proposisjoner

Ot.prp. nr.19 (1974-1975)	Utkast til lov om aksjeselskaper
Ot.prp.nr 23 (1996-1997)	Om lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper.
Ot.prp.nr. 29 (1996-1997)	Om lov om verdipapirhandel.
Ot.prp.nr.73 (1999-2000)	Om lov om børsvirksomhet
Ot.prp.nr.55 (2005-2006)	Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.

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

10.4 Rettspraksis

Rt. 1966 s. 1120 Polarisdommen

10.5 Børssirkulære

Børssirkulære 7/2005 Børssirkulære nr.7 2005. Nye børsregler om opptak av aksjer/ grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere.

10.6 Vedtak og uttalelser

Vedtak og uttalelser 2002 Vedtak og uttalelser 2002 pkt. 6.5.1, s. 138-142. Oslo Børs. DSND Inc. *Anvendelsesområdet for børsloven § 5-15 utenlandsk selskap* (brev av 06.11.02)

Børsklagenemnden sak 2/97 Avgjørelse av 14. april 1997 av klage fra Vital Forsikring ASA over Børsstyrets vedtak 12. desember 1995- *fornyet behandling av spørsmålet om brudd på informasjonsplikten.*

10.7 Trykket litteratur

- Aksjeloven/Allmenn-
aksjeloven 2004
- Aksjeloven og Allmennaksjeloven, kommentarutgave.
Aarbakke, Magnus (et. al.) 2. utg, Oslo:
Universitetsforlaget, 2004.
ISBN 82-15-00536-5
- Andersen 2003
- Andersen, Paul Krüger, Clausen, Nils Jul, *Børsretten*, 2
utg., Århus og Odense 2006
ISBN 87-574-0746-0
- Andenæs 2001
- Andenæs, Mats Henry, *Er avtale om opsjon til å tegne
aksjer rettslig bindende for selskapet?* Lov og Rett, Årg.
2004, s. 152-165
- Andenæs 2006
- Andenæs, Mats Henry, *Aksjeselskaper og
Allmennaksjeselskaper*, 2 utg., Oslo 2006.
ISBN-10: 82-997439-0-7
- Bergo 1998
- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 1. utg., Oslo:
Cappelens Akademisk Forlag AS, 1998.
ISBN 82-456-0466-6
- Bergo 2004
- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 2. utg., Oslo: J.W.
Cappelens Forlag AS, 2004.
ISBN 82-02-21851-9

- Boye mfl. 1998 Boye, Knut, Meyer, Christine (red), *Fusjoner og oppkjøp*, 1. utg., Bergen, Cappelen Akademisk Forlag AS, 1998. ISBN 82-456-0556-5
- Lund 2004 Lund, Frithjof, *Styremedlemmers uavhengighet*, Tidsskrift for Forretningsjus nr. 4 2004, s.467-525. Gyldendal Akademisk
- Sejersted mlf. 2004 Sejersted, Fredrik [et. al.], *EØS-rett*, 2.utg., Oslo, Universitetsforlaget, 2004 ISBN 82-15-00127-0
- Savela 1999 Savela, Ari, *Hostile takeovers and directors*, Turku: Gummerus printing Ltd, 1999. ISBN 951-29-1439-5
- Skog 2001 Skog, Rolf, *Harmoniseringen av bolags-och börsrätten inom EU- ny vind i seglen*. Nordisk Tidsskrift for selskabsret nr.3 2001, s. 331-351
- Smith 1988 Smith, Lucy, *Kampen på aksjemarkedet. En rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak*. Oslo: Universitetsforlaget, 1988 ISBN 82-00-02667-1

- Solem 2001 Solem, Eirik, *Salg av "kronjuveler"*. Tidskrift for
Forretningsjus nr. 4 2001, s. 451-488. Gyldendal
Akademisk.
- Verdipapirhandelloven 2002 *Verdipapirhandelloven; kommentarutgave*. Bechmann,
Tor [et. al.], Oslo:Universitetsforlaget, 2002
ISBN 82-15-00142-4

