

ENDRINGER I REGLENE OM TILBUDSPLIKT OG FRIVILLIGE TILBUD

Kandidatnummer: 565

Leveringsfrist: 25. april 2008

Til sammen 17965 ord

24.04.2008

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Oppgavens tema og bakgrunn	1
1.2	Hensyn	2
1.3	Litt om gjennomføringen av direktivet	4
1.4	Nye begreper	4
1.4.1	Regulert marked, multilateral handelsfasilitet og ny betydning av børs	5
1.4.2	Tilbudsmyndigheten	6
<u>2</u>	<u>ENDRINGER I REGLENES VIRKEOMRÅDE</u>	<u>7</u>
2.1	Saklig virkeområde	8
2.2	Utvidelse av hvilke finansielle instrumenter som utløser tilbudsplikt	9
2.3	Stedlig virkeområde	13
2.4	Valg av tilbudsmyndighet og lovvalg ved overtakelsestilbud med tilknytning til flere EØS-stater	15
<u>3</u>	<u>UTLØSING AV TILBUDSPLIKT</u>	<u>16</u>
3.1	Erverv og indirekte erverv	16
3.2	Konsolidering	19
3.2.1	Tillegget ”samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller forhindres”	20
3.2.2	Er samarbeid med målselskapet omfattet av de norske konsolideringsreglene?	27
3.2.3	Dispensasjonsadgang for unntak fra tilbudsplikt ved erverv mellom nærstående	27
3.3	Ny tilbudspliktsgrense	27

<u>4</u>	<u>GJENTATT TILBUDSPLIKT OG ETTERFØLGENDE ERVERV</u>	<u>31</u>
4.1	Gjentatt tilbudsplikt	31
4.2	Etterfølgende erverv	33
4.3	Overgangsregler	34
4.3.1	Generelt om overgangsreglene	34
4.3.2	Overgangsregler om både gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv	34
4.3.3	Overgangsregler om etterfølgende erverv	35
<u>5</u>	<u>FRIVILLIGE TILBUD</u>	<u>37</u>
<u>6</u>	<u>MELDING FRA TILBYDER OG FREMSETTELSE AV TILBUD</u>	<u>39</u>
6.1	Melding fra tilbyder	39
6.1.1	Tidspunkt for melding	39
6.1.2	Utvidet krets som skal informeres	40
6.2	Fremsettelse av tilbud	41
6.2.1	Godkjenning og innføring av ”single passport”	41
6.2.2	Offentliggjøring og fremsetting av tilbudet	42
6.2.3	Krav til tilbudet, særlig om tilbyders adgang til å stille betingelser	44
6.2.4	Krav til tilbudsdokumentets innhold	47
6.2.5	Frist for å akseptere tilbud	49
6.2.6	Offentliggjøring av resultatet av fremsatt tilbud	51
<u>7</u>	<u>OPPKJØPSVERN</u>	<u>52</u>
7.1	Begrensninger og plikter for styret i målselskapet	52
7.2	Målselskapets uttalelse om tilbudet	54
7.3	Tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger	56

<u>8</u>	<u>TVANGSINNØSNING I KOMBINASJON MED FREMSETTELSE AV TILBUDET</u>	
	<u>57</u>	
<u>9</u>	<u>BURDE ANDRE ENDRINGER HA VÆRT GJORT?</u>	<u>60</u>
<u>10</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>61</u>

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema og bakgrunn

Tilbudspликт innebærer at en aksjeeier (tilbyder) har plikt til å tilby å kjøpe alle aksjene i et selskap (målselskapet) notert på regulert marked.¹ For eksempel vil reglene om overtakelsestilbud være aktuelle for selskaper notert på Oslo Børs, som er et regulert marked. Tilbudsplikten utløses dersom en aksjeeier eller aksjonærgruppe kommer over en viss eierandel i målselskapet, som er så stor at den antas å gi tilbyder kontroll over selskapet gjennom bruk av stemmeretten på generalforsamlingen. Tilbudsplikten utløses på tre ulike nivåer, noe som er ment å reflektere at kontroll kan oppnås på forskjellige nivåer i ulike selskaper.

Frivillige tilbud innebærer at en part frivillig tilbyr seg å kjøpe et antall aksjer i et selskap som innebærer at tilbudspликт inntreffer hvis tilbudet aksepteres av aksjeeierne som kan benytte det.² Tilbud som bare fremsettes overfor én aksjeeier eller en begrenset gruppe faller i utgangspunktet utenfor reglene om overtakelsestilbud.

Oppgaven er en analyse av endringer i regelverket om tilbudspликт og frivillige tilbud (fellesbetegnelse: overtakelsestilbud). Det er ikke ment å gi noen fullstendig fremstilling av regelverket som sådan, og bestemmelser som har blitt videreført vil i begrenset grad behandles.

Den 30. mars 2004 ble direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud av 21. mars 2004 ("direktivet") vedtatt av Rådet. Gjennomføringen av direktivet i norsk rett er hovedgrunnen

¹ Ot.prp.nr. 29 (1996-97) pkt. 1.7.

² Verdipapirhandelloven § 6-19.

til endringene i regelverket.³ Samtidig er det også foretatt endringer som ikke er nødvendige for å tilfredsstille kravene i direktivet, men som av andre årsaker er ment å forbedre det norske regelverket om overtakelsestilbud.

Endringene i regelverket har blitt vurdert i NOU 2005:17 Ot.prp.nr. 34 (2006-2007). Arbeidet har resultert i nye regler om overtakelsestilbud i ”lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75” (”vphl”), som erstatter tidligere ”lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79” (”vphl 1997”). Bestemmelsene om overtakelsestilbud finnes i kapittel 6. Denne delen av vphl. trådte i kraft 1. januar 2008, jfr. ”forskrift om overgangsregler til lov av 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 750” (”overgangsforskriften”) §1 a).

Det er videre gitt ny ”forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirhandelforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876” (”vpf”), som erstatter de fleste tidligere forskrifter gitt i medhold av vphl 1997. Utredningene ga også grunnlag for ny ”lov om regulerte markeder (børsloven) av 29. juni 2007 nr. 74” (”børsl 2007”), som erstatter ”lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) av 17. november 2000 nr. 80” (”børsl 2000”). Det er også gitt ny ”forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) av 29. juni 2007 nr. 875” (”bf”) som erstatter tidligere ”børsforskrift av 17. januar 1994 nr. 30” (”bf 1994”).

1.2 Hensyn

De bærende hensyn bak reglene er beskyttelse av minoritetsaksjonærene og likebehandling av aksjeeiere.⁴ Disse hensynene må vurderes opp mot behovet for samfunnsnyttige strukturendringer i næringslivet.⁴ I tillegg er det et overordnet hensyn å harmonisere det norske regelverket med tilsvarende regler i andre stater innen EØS-området.⁵

³ NOU 2005:17 pkt. 1.1.1.

⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 24.

⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 24.

Grunnen til at hensynene omtales her innledningsvis er at endringene gjennomgående må vurderes i forhold til dem. Det vil kunne være uheldig om endringene ikke harmonerer med de grunnleggende hensyn.

Ved et overtakelsestilbud skjer det et kontrollskifte i selskapet, og det er denne situasjonen som ligger til grunn for hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjonærene og hensynet til likebehandling. For å få gjennom egne synspunkter på selskapets generalforsamling, og dermed oppnå kontroll, kreves det i de fleste spørsmål alminnelig flertall.⁶ Avhengig av eierstruktur og hvor mange som møter på generalforsamling kan det variere hvor mange aksjer som vil gi alminnelig flertall, og dette er tatt hensyn til ved at tilbudsplikt utløses på flere nivåer.

Utgangspunktet etter aksjeloven og allmennaksjeloven §4-1 er at alle aksjer gir lik rett i selskapet, og alle aksjene vil følgelig ha lik verdi. Samtidig vil en aksjeeier som kjøper aksjer for å oppnå flertall på generalforsamlingen normalt være villig til å betale en høyere pris for aksjen enn en annen markedsaktør fordi disse aksjene gir kjøperen eiermakt. En såkalt kontrollpremie inngår da i prisen på aksjene. For å oppnå eiermakten vil det være langt mer effektivt å kjøpe aksjer fra en annen stor eier enn å plukke små poster i markedet.⁷ På denne måten vil minoritetsaksjonærene ikke få noen del i kontrollpremien, og vil dermed ha et behov for lovbeskyttet rett til å få sin andel av kontrollpremien, samt muligheten for å trekke seg ut av selskapet som følge av ny kontrollerende eier.

⁶ Aksjeloven og allmennaksjeloven §5-17.

⁷ Bergo(2004) s. 251.

1.3 Litt om gjennomføringen av direktivet

Forutsatt at direktivets minimumskrav overholdes, er det i direktivet gitt adgang for medlemsstatene til å gi ytterligere og strengere regler enn det som følger av direktivet, jfr. art. 3 (2). Direktivet er med andre ord et såkalt minimumsdirektiv.⁸

Direktivet oppstiller krav som består av et rammeverk og et begrenset antall generelle bestemmelser. Norsk rett har tradisjonelt inneholdt langt mer detaljerte bestemmelser. Ved gjennomføringen av direktivet i norsk rett, valgte departementet å videreføre den norske tradisjonen med mer detaljerte regler. Dette er også i tråd med direktivets fortale pkt. 26, som sier at det skal tas hensyn til det enkelte medlemslands rettssystem om kulturelle tradisjon ved gjennomføringen av direktivet i nasjonal rett. Departementet begrunner også standpunktet med at et system basert på presise og detaljerte regler vil legge til rette for økt forutberegnlighet for markedsaktørene i forhold til et mer prinsippbasert system.⁹

Det kan innvendes mot dette at formålet om harmonisering innen EØS-området ikke nødvendigvis nås med detaljerte nasjonale regler. Mer kompliserte regler enn andre EØS-land kan svekke Norges konkurransevne om risikokapital. (eventuelt EØS-landenes konkurransevne pga. lite likhet fra land til land.)

1.4 Nye begreper

Det har ved den omfattende bearbeidelsen av regler i børs- og verdipapirretten blitt innført en rekke nye begreper. Det skal her gis oversikt over noen av de sentrale i forhold til reglene om overtakelsestilbud.

⁸ Sørensen og Nielsen(2008) s. 706-707.

⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 24.

1.4.1 Regulert marked, multilateral handelsfasilitet og ny betydning av børs

Etter børsl 2000 §2-1(4) omfattet regulert marked "børs" og "autorisert markeds plass". I stedet for å beholde denne todelte definisjonen av regulert marked, har man inntatt en egen definisjon av "regulert marked" i børsl §3(1), jfr. vphl §2-3(3): "*Med regulert marked menes foretak med tillatelse etter §4 som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv.*" Definisjonen kombinerer elementer fra direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter ("MIFID") og tidligere børslovs terminologi,¹⁰ noe som synes å være i tråd med hvordan direktivet søkes gjennomført i norsk rett, jfr. det som er sagt om den lovtekniske gjennomføringen ovenfor i pkt. 1.3.

En multilateral handelsfasilitet ("MHF") er definert i vphl §2-3(4) som *et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter som definert i § 2-2 i samsvar med objektive regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter*. En MHF er betegnelsen på et handelssystem som legger til rette for omsetning av finansielle instrumenter, og som representerer et alternativ til de regulerte markedene. Det som skiller det regulerte markedet fra andre markeder tilknyttet MHFer er at kravene som lovgiver stiller til virksomheten er forskjellige og med hjemmel i forskjellige regler. For det første stilles det krav om at det regulerte markedet må fungere "regelmessig". For det andre stilles det krav om at det regulerte markedet skal ha regler om opptak til handel av finansielle instrumenter, jfr. børsl §24(1).¹¹ Likevel vil det ikke være noe i veien for at en MHF kan fungere regelmessig og har egne regler for opptak til handel.

Betegnelsen "autorisert markeds plass" har ikke blitt videreført i de nye reglene.

Begrunnelsen er at fellesskapsretten ikke har noe tilsvarende begrep.¹²

¹⁰ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 9.2.3.

¹¹ NOU 2005:17 pkt. 6.2.3.3.

¹² NOU 2006:3 pkt. 6.2.3.2.

Den tidligere definisjonen av ”børs” har blitt opphevet. Etter de nye reglene er børs definert som et regulert marked med særskilt tillatelse etter børsloven §33. Det er noe strengere reguleringer for børser enn for øvrige regulerte markeder. De særskilte eierbegrensningene for børser gjelder heller ikke for regulerte markeder.¹³ ”Børs” er nå med andre ord en kvalifisert form for regulert marked. Dette innebærer at en børs alltid vil være et regulert marked, mens et regulert marked ikke nødvendigvis vil være en børs.¹⁴ Det er ikke et krav etter MIFID at det skilles mellom børser og regulerte markeder, men skillet er gjort av hensyn til at direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) utelukkende gjelder for børser.¹⁵

1.4.2 Tilbudsmyndigheten

Direktivet stiller i art 4 krav om at staten må ha en eller flere uavhengige tilbudsmyndigheter som skal overvåke og eventuelt treffe avgjørelser knyttet til overtakelsestilbud. Særskilte regler om tilbudsmyndigheten finnes i vphl §6-4, som er en ny bestemmelse.

Begrepet ”tilbudsmyndighet” er nytt i norsk rett. Formålet med innføring av begrepet er å ha en nøytral betegnelse som er tilpasset bruk i hele EØS-området.¹⁶ Etter de gamle reglene om tilbudsplikt i vphl 1997 kapittel 4 var det ”børsen” som hadde denne funksjonen, men med hjemmel for departementet til å fastsette at Kredittilsynet skal tillegges kompetansen.¹⁷ Denne hjemmelen har imidlertid ikke vært benyttet.

¹³ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 9.2.5.

¹⁴ NOU 2006:3 pkt. 6.2.3.2, jfr. ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 9.2.3.

¹⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 9.2.5.

¹⁶ NOU 2005:17 pkt. 14.1.1.

¹⁷ Verdipapirhandelloven av 1997 §1-6(2).

Det har vært vurdert hvilket eller hvilke organer som bør tillegges kompetansen som tilbudsmyndighet. Blant annet ble det pekt på at dersom børsens holdingselskap noteres på børsen, vil børsen kunne få en uheldig dobbeltrolle.¹⁸

Ordningen etter vphl 1997 med den enkelte børs (nå: ”regulert marked”) som tilbudsmyndighet ble imidlertid videreført, og fortsatt med hjemmel for departementet til å fastsette regler om at Kredittilsynet skal tillegges kompetansen, jfr. vphl §6-4(1). Oslo Børs er tilbudsmyndighet både for Oslo Børs og for Oslo Axess.¹⁹

Arbeidsoppgavene som er tillagt tilbudsmyndigheten er i hovedsak de samme som etter de tidligere reglene. Arbeidsområdet er imidlertid utvidet når det gjelder utenlandske og sekundærnoterte selskaper, noe som blir behandlet nedenfor i pkt. 2.4. I denne sammenheng kan det også neves at tilbudsmyndigheten nå har en lovpålagt plikt til å samarbeide med andre lands tilbudsmyndigheter, §6-4(2), som er i tråd med direktivets krav til slikt internasjonalt samarbeid i art. 4(4). Det må antas at regelen vil styrke beskyttelsen for minoritetsaksjonærene, ettersom disse vil kunne få mer lik informasjon gjennom et slikt samarbeid. Tilbudsmyndighetenes samarbeid over landegrensene er også i tråd med hensynet til å oppnå et enhetlig regelverk innen EØS-området.

2 Endringer i reglens virkeområde

Bakgrunnen for endringene er direktivet art 1, der både det saklige og stedlige virkeområdet er angitt.

¹⁸ NOU 1999:3 s. 216-217 og NOU 2005:17 pkt 14.1.1.

¹⁹ Hjemmelen delegering av myndighet er imidlertid noe uklar, men må antas at det følger av Oslo Børs’ organisering, jfr. telefonsamtaler av 21. og 23. april 2008.

2.1 Saklig virkeområde

Direktivets omhandler for det første ”takeover bids”, noe som innebærer både pliktige og frivillige tilbud omfattes, jfr. art. 1(1), jfr. art. 2(1). Man hadde i vphl 1997 kapittel 4 regler om både pliktige og frivillige tilbud. Med hensyn til direktivet kunne man dermed videreføre ”tilbudspunkt og frivillige oppkjøp” som anvendelsesområde i vphl kapittel 6.

For det andre gjelder direktivet bare ved overtakelsestilbud på selskaper notert på ”regulated market”. Reglene om tilbudspunkt gjaldt etter vphl 1997 kapittel 4 for aksjer notert på norsk ”børs”, og reglene kom tilsvarende til anvendelse for autoriserte markedsplasser.²⁰ I tråd med direktivet er ”børs” nå erstattet med ”regulert marked” i vphl kapittel 6. I dag er det kun to norske markeder som er aktuelle for aksjer, Oslo Børs og Oslo Axess.

For det tredje er direktivets regler om overtakelsestilbud begrenset til å gjelde ”securities” som handles på det regulerte markedet. Uttrykket er legaldefinert i direktivet art. 2(1)(e): *”securities” shall mean transferable securities carrying voting rights in a company*. Dette må, sett hen til direktivets fortale pkt. 11, tolkes som at det kun er omsettelige verdipapirer som gir rett til å stemme på selskapets ordinære generalforsamling som omfattes.

I forhold til norske selskaper er det aksjer i allmennaksjeselskaper loven får anvendelse på, siden det er disse som kan opptas til notering på regulert marked.²¹ Det samme gjelder aksjer i tilsvarende utenlandsk selskap. Dette er en videreføring av gjeldende rett da disse selskapene også var omfattet av vphl 1997 kapittel 4, jfr bf 1994 §2-1.

I tillegg omfattes etter vphl §6-23 andre verdipapirer som kan likestilles med aksjer av reglene om overtakelsestilbud. Dette er en utvidelse i forhold til tidligere regler. Bakgrunnen er at direktivet stiller krav om at omsettelige verdipapirer notert på regulert

²⁰ Jfr. forskrift av 20. desember 2006 nr. 1561 §3.

²¹ Oslo Børs: bf §4, Oslo Axess: Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess pkt. 2.1.1, jfr. bf §1(2).

marked i EØS-stat skal omfattes av reglene om overtakelsestilbud, jfr. art. 1(1). Det er i forarbeidene lagt til grunn at andre omsettelige verdipapirer enn aksjer kan være notert på regulerte markeder i andre EØS-stater, og at de i fremtiden kan bli notert på norsk regulert marked.²² Det vises til at det har blitt notert såkalte depotbevis på Oslo Børs.²³

Det er i vphl §4-1(4) inntatt en hjemmel for departementet til å foreta en utvidelse av reglens virkeområde i forhold til hvilke rettigheter og andre interesser i aksjer som skal tillegges aktørenes øvrige aksjer. Disse mulige endringene krever en særskilt behandling.

2.2 Utvidelse av hvilke finansielle instrumenter som utløser tilbudsplikt

Det fremgikk det av vphl 1997 §4-1(4) at børsen kunne pålegge tilbudsplikt også dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene. Tilsvarende regel fremgår nå av vpf. §6-11, som er gitt med hjemmel i ny bestemmelse i vphl §6-1(4) som sier at departementet i *forskrift kan fastsette regler som pålegger tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, herunder regler om hvilke rettigheter som skal kunne utløse tilbudsplikt og nærmere regler for slik tilbudsplikt*. Departementet er her gitt hjemmel til å gi en forskrift som også omhandler utløsning av tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, noe som kan utvide ervervsbegrepet i forhold til de tidligere reglene. Siden bestemmelsen i vpf. §6-11 kun er en videreføring av regelen i vphl 1997 §4-1(4), er rettsstillingen imidlertid for øyeblikket uendret i forhold til hva som gjaldt før endringene av tilbudspliktsreglene.

Utkast til forskriftsbestemmelser utarbeidet av Oslo Børs har allerede vært ute på høring og er fortiden til fornyet vurdering. Det kan derfor snart forventes nye regler som vil utvide grunnlaget for utløsning av tilbudsplikt.

²² NOU 2005:17 pkt. 4.2.

²³ NOU 2005:17 pkt. 4.2.

Forslaget innebar vesentlige endringer fra gjeldende rett. Det ble foreslått at ”*finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger*” skal legges til aktørens aksjeinnehav når det gjelder passering av grenser for tilbudsplikt.²⁴ Det vil altså etter forslaget være tilstrekkelig med en finansiell ”long” eksponering mot aksjen. Dette står i motsetning til den tidligere regelen som begrenset seg til eksponeringer som var å likestille med et reelt erverv av aksjen.

Høringsnotatet møtte sterk motstand hos høringsinstansene, særlig på tre punkter. For det første gjaldt den at derivatavtaler er omfattet uavhengig av om det er gjort sikringshandler i underliggende aksjer. For det andre ble det kritisert at med forskriftens utforming vil aksjer kunne bli innkonsolidert i flere uavhengige aktørers beholdning samtidig. For det tredje møtte forslaget om at betingede bud på grunnlag av forhåndsaksepter er foreslått medregnet i aktørens beholdning motstand hos høringsinstansene. På denne bakgrunn vil det være naturlig å anta at de endelige forskriftsbestemmelsene vil bli noe mer moderate enn det opprinnelige forslaget.

Uansett synes det sannsynlig at man vil få en utvidelse av virkeområdet for reglene om overtakelsestilbud. Hva er grunnlaget for en slik utvidelse?

Direktivet art. 5 (1) sier at reglene om tilbudsplikt skal omhandle ”acquisition” av ”securities” som gir vedkommende ”a specified percentage of voting rights in that company”. Etter definisjonen av ”securities” i art. 2(1)(e) omfattes omsettelige verdipapirer som gir rett til å stemme på selskapets ordinære generalforsamling, se ovenfor pkt. 2.1. Etter norsk rett vil det være aksjene i selskapet som gir en slik rett. Likevel er det gitt adgang for den enkelte stat til å gi regler som er strengere enn minimumskravene som følger av direktivet, jfr. art. 5(6).

²⁴ Høringsnotat om rettigheter mv. av 1. september 2007.

I fortalen til direktivet nr. 26 er det pekt på at mer detaljert implementering av direktivet i nasjonal rett skal skje i overensstemmelse med medlemslandenes ”national systems and their cultural contexts”. Det kan reises spørsmål om tilbudsplikt ved rent finansielle transaksjoner kan være utslag av særpreg ved det norske systemet og kulturen. Den tidligere regelen om at det var erverv av aksjer eller rettigheter som kunne sammenlignes med aksjer som utløser tilbudsplikt tyder ikke på dette. I NOU 2005:17 pkt. 5.2 uttaler utvalget på at det ”*har ikke registrert behov for å endre gjeldende regler*”, noe som heller ikke tyder på at det norske systemet eller kulturen tilsier at rent finansielle instrumenter bør omfattes.

Departementet begrunner i den videre lovforberedelsen behovet for mer vidtgående regler med omgåelseshensyn.²⁵ Det pekes på at det kan erverves kontroll eller forhindres at en tredjepart oppnår kontroll i et selskap uten at det erverves aksjer eller rett til aksjer som må likestilles med et reelt erverv. Det vises også til at bruken av slike avtaler har økt i den senere tid. På denne bakgrunn fremstår det etter mitt skjønn som mest sannsynlig at den senere utviklingen har vært årsaken til utvidelse av ervervsbegrepet, ikke at det er noen tradisjon i norsk rett som tilsier en slik endring.

En sak som var aktuell da reglene ble vurdert var den såkalte Eastern Drilling-saken²⁶, der en aktør i tillegg til sitt aksjeinnehav hadde en rent finansiell eksponering (aksjeswap) for et antall aksjer, og til sammen var disse postene nok til å komme over tilbudspliktgrensen. Saken måtte avgjøres ut fra om aktøren kunne konsolideres med motparten i aksjeswap-avtalen. Det kunne nok vært enklere å avgjøre spørsmålet om tilbudsplikt dersom en long finansiell eksponering kunne legges sammen med aksjeinnehavet i stedet for å løse spørsmålet om tilbudsplikt ut fra de langt mer kompliserte konsolideringsreglene. Etter konsolideringsreglene måtte det bevises at det var et samarbeid mellom partene i aksjeswap-avtalen, som gjaldt kontrollen i selskapet. Konsolideringsreglene vil bli behandlet nedenfor i pkt. 3.2.

²⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 33.

²⁶ TOSLO-2007-39572.

Hensynene til beskyttelse og likebehandling av minoritetsaksjonærene tilsier at det ikke bør være mulig å omgå reglene på en måte som gjør at minoritetsaksjonærene ikke får ta del i en kontrollpremie. På den annen side vil markedsaktører kunne miste rent finansielle avkastningsmuligheter, og dette kan igjen ramme den frie flyten av finansielle instrumenter i EØS-området. Fortalen pkt. 20 indikerer at den frie flyt av kapital er et viktig underliggende prinsipp bak reglene. Hensynet til at tilbudsplikten skal utløses ved et kontrollskifte tilsier ikke at rent finansielle eksponeringer bør omfattes, da en slik eksponering ikke vil gi innehaveren noen stemmerett på generalforsamlingen.

Utvidelsen begrunnes i forarbeidene også med at det ikke er uvanlig med slike regler i andre finansmarkeder det er naturlig å sammenligne seg med, herunder det engelske.²⁷ I følge mandatet til Utvalget pkt. 5 skulle det særlig ses hen til gjennomføringen i andre nordiske land.²⁸ Det er derfor påfallende at det er det engelske systemet som trekkes frem i denne sammenhengen. Samtidig har utvalget i andre sammenhenger fremholdt at det engelske regelverket, bestående av The City Code on Takeovers and Mergers og uttalelser i enkeltavgjørelser fra The Panel on Takeovers and Mergers, anses for å være det mest velutviklede regelverk for overtakelsestilbud i det europeiske markedet.²⁹

Ut fra drøftelsene her kan det dermed konkluderes med at det ikke er noe i direktivet som tilsier en utvidelse virkeområdet for reglene om overtakelsestilbud. Derimot vil den senere tids utvidelse av bruken av finansielle instrumenter i oppkjøpssituasjoner tilsi en regulering av disse. Hensynene bak regelverket gir ikke klare svar på om en utvidelse av virkeområdet er hensiktsmessig. En harmonisering med de engelske reglene taler for å utvide virkeområdet, men det kan anføres at de engelske reglene bør tillegges begrenset vekt på grunn av lovutvalgets mandat. Det må presiseres at man ved valg av løsning for de norske reglene om utløsning av tilbudsplikt er gitt stor frihet, da det er gitt et vidt mandat, og det er

²⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 33.

²⁸ NOU 2005:17 pkt. 1.2.

²⁹ NOU 2005:17 pkt. 6.3.1.

gitt vide rammer i direktivet for valg av løsninger utover minimumskravene. At tilbudsplikt også utløses ved finansielle transaksjoner vil i tillegg kunne være en hensiktsmessig regulering, da man slipper den vanskelige grensedragningen i forhold til om ervervet må likestilles med et erverv av aksjene og kompliserte problemstillinger i forhold til konsolideringsreglene.

2.3 Stedlig virkeområde

Generelt sett har reglenes stedlige virkeområde blitt utvidet. Tidligere gjaldt de norske reglene om overtakelsestilbud kun for norske selskaper, mens reglene nå også omfatter en del utenlandske selskaper. I det videre skal først norske selskaper behandles i forhold til reglenes stedlige virkeområde, deretter behandles utenlandske selskaper innenfor og utenfor EØS-området.

Når det gjelder norske selskaper, dvs. selskaper med forretningskontor i Norge, var hovedregelen etter vphl 1997 §4-1(1) at kapittel 4 gjaldt for ”norske selskaper notert på norsk børs”. Tilsvarende krav oppstilles i direktivet art. 1 sammenholdt med art. 4(2)(a). Kravet er dermed videreført i vphl kapittel 6, men med den forskjell at ”børs” er erstattet med ”regulert marked”. Endringen innebærer ingen realitetsforskjell da de tidligere reglene i vphl 1997 kapittel 4 etter forskrift også gjaldt for Oslo Axess.³⁰

Videre er ”norske selskapet notert på norsk børs” tolket slik at det ikke utelukker selskaper som i tillegg er notert på en utenlandsk børs.³¹ Børsen kunne imidlertid etter vphl 1997 §4-4 gjøre unntak fra tilbudsplikten hvis selskapet er notert på flere børser. Hjemmel for tilbudsmyndigheten til å gjøre unntak fra bestemmelsene om overtakelsestilbud finnes nå i vphl §6-23(3).

Etter vphl §6-23(3)(1) kan det gjøres unntak fra reglene om overtakelsestilbud i vphl kapittel 6 i forhold til selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på

³⁰ Forskrift av 20. desember 2006 nr. 1561 §3.

³¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 2.5.2.1.

regulert marked både i Norge og i stat utenfor EØS. Adgangen til å gjøre unntak er snevret inn i forhold til den tidligere regelen, da unntak nå kun kan gjøres dersom det andre landet ligger utenfor EØS. Denne endringen er gjort på bakgrunn av direktivets krav til regler om overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater innen EØS-området, noe som vil bli behandlet lenger ned i dette punktet. Dersom et norsk selskap kun er notert på et regulert marked utenfor EØS-området, vil det falle utenfor de norske reglene om overtakelsestilbud.

Når vil tilbudsmyndigheten for norske selskaper vil gi dispensasjon etter vphl §6-23(3)(1)? Oslo Børs' uttalte dispensasjonspraksis for Oslo Børs og Oslo Axess fremgår av børssirkulære 11/2007. Etter pkt. 3.2 og 3.3 vil det verken gis dispensasjon for norske selskaper som er primærnotert eller sekundærnotert på norsk regulert marked.

For utenlandske selskaper er utgangspunktet etter vphl §6-23(1) nr. 1 at selskap med forretningskontor annen stat, hvis aksjer eller andre verdipapirer som kan likestilles med aksjer, ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men på norsk regulert marked, er disse omfattet av de norske reglene i vphl kapittel 6. Tidligere var ingen utenlandske selskaper underlagt de norske reglene om overtakelsestilbud. Dette måtte endres på bakgrunn av krav i direktivet art. 4(2)(b), som omhandler tilfeller der selskapets forretningskontor og det regulerede markedet befinner seg i ulike EØS-stater og tilfeller der selskapet er notert på regulert marked i flere EØS-stater.

Med hjemmel i vphl §6-23(2) er det i vpf §6-13 gitt nærmere forskrifter om virkeområdet for det norske reglene om overtakelsestilbud. Av vpf §6-13(3) nr. 1 a) fremgår det at for selskaper med forretningskontor i annen EØS-stat enn Norge, men som kun er notert på norsk regulert marked, gjelder hovedregelen om at det norske reglene kommer til anvendelse fullt ut. Etter bestemmelsens litra b)-d) gjelder det samme dersom selskapet er notert i flere EØS-stater, men er primærnotert i Norge, eller hvis selskapet ble notert samtidig på flere regulerede markeder innen EØS, men norsk tilbudsmyndighet ble valgt av selskapet.

For selskaper med forretningskontor i stat utenfor EØS-området, kan tilbudsmyndigheten gjøre unntak fra reglene i vphl kapittel 6 hvis selskapets aksjer er notert på regulert marked i Norge.³² I børssirkulære 11/2007 pkt. 3.2 og 3.3 uttaler Oslo Børs at som hovedregel vil det gis dispensasjon fra de norske reglene dersom selskapenes aksjer er sekundærnotert på norsk regulert marked, mens når det gjelder primærnoterte selskaper vil det som hovedregel ikke gis dispensasjon. Det vises til at sekundærnoterte selskaper kan være underlagt andre selskaps- og verdipapirrettslige regler, enten i vertsstaten og/eller som følge av primærnoteringen. Dispensasjonsreglene er begrunnet i hensynet til å unngå regelkonflikter mellom registreringsstatens/ -statenes og primærbørsens regulering.

2.4 Valg av tilbudsmyndighet og lovvalg ved overtakelsestilbud med tilknytning til flere EØS-stater

Det er på bakgrunn av krav i direktivet art. 4 innført forskriftsregler om valg av tilbudsmyndighet og lovvalg ved overtakelsestilbud. Problemstillinger i forhold til overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater var ikke særlig aktuell tidligere, da vphl 1997 §4-1(1) begrenset reglenes stedlige virkeområde til ”norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs”.

Nå er utgangspunktet når det gjelder valg av tilbudsmyndighet er at denne følger samme system som det stedlige virkeområde for reglene om overtakelsestilbud, jfr. vpf §6-13. Ovenfor i pkt. 2.3 er det redegjort for det stedlige virkeområdet for de norske reglene om overtakelsestilbud. I tillegg fremgår det av vpf §6-13(2) at i overtakelsessituasjoner der et norsk selskap ikke er notert i Norge, men kun i annen EØS-stat, føres tilsynet av det regulerte markedet av tilbudsmyndighet i den staten der det regulerte markedet som selskapet er notert på ligger.

Det gjøres imidlertid unntak der annet følger av lovvalgsreglene i vpf §6-14.

Lovvalgsreglene gjelder situasjoner der overtakelsestilbudet har tilknytning til flere stater

³² Jfr. verdipapirforskriften 6-13(3) nr. 2, jfr. verdipapirhandelloven §6-23(3)(2).

innen EU/EØS-området. Av reglene fremgår det at når det gjelder rettslige spørsmål innen arbeids- og selskapsrett, skal reglene i den staten selskapet har forretningskontor følges. Det er presisert i forskriften at dette bl.a. vil gjelde spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses, eventuelle fritak fra plikten til å fremsette et tilbud og unntak fra tilbudsplikten. For spørsmål av rettslig karakter ”knyttet til tilbudsprosessen” skal reglene i staten der selskapet er notert følges. Etter høringsnotatet fra Oslo Børs pkt. 3.4 innebærer dette spørsmål innen børs- og verdipapirrett.³³ Det er presisert i forskriften §6-14(1) nr. 2 og (2) nr. 1 at herunder regnes spørsmål om vederlag som tilbys i forbindelse med tilbudet, og da særlig tilbudspris, fremgangsmåten ved tilbudet, opplysninger om tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud, innholdet i tilbudsdokumentet og offentliggjøring av tilbudet.

Formuleringene i forskriften er lagt tett opp til formuleringen i direktivet art. 4(2)(e). Av hensyn til harmonisering av reglene innen EØS-området er dette positivt. På den annen side må det antas at ulike medlemsland har ulike skiller mellom rettsdisiplinene, slik at direktivets/forskriftens inndeling ikke nødvendigvis gir noen klar løsning.³⁴ Likevel er skillet mellom rettsområdene på noen punkter klargjort i direktivet/forskriften. Beskyttelsen av minoritetsaksjonærene ved at disse kan forutse sine rettigheter vil derfor kunne være ulik om det dreier seg om et av de forholdene som uttrykkelig er presisert i lovteksten, eller om spørsmålet må kategoriseres etter de aktuelle EØS-statenes generelle oppdeling av rettsdisiplinene.

3 Utløsning av tilbudsplikt

3.1 Erverv og indirekte erverv

Det heter i vphl. §6-1(1) at ”den som gjennom erverv blir eier av aksjer...plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.” Med andre ord er det ervervet av aksjene som

³³ Høringsnotat om anvendelsesområde mv. av 1. september 2007.

³⁴ Advokatforeningens høringsuttalelse av 29. oktober 2007.

utløser tilbudsplikten. At erverv av aksjene utløser tilbudsplikt er en videreføring av vphl 1997 §4-1(1).

Vphl. §6-1(2) utvider ervervsbegrepet til også å gjelde visse former for indirekte erverv. Tilsvarende bestemmelser fremgikk tidligere av vphl 1997 §4-1(2). Med indirekte erverv menes et erverv av eierandeler i et selskap som eier aksjer i det aktuelle børsnoterte selskapet.³⁵

Direktivet art 5 (1) nevner både ”directly or indirectly” kontroll over selskapet. Dette er imidlertid nevnt i forbindelse med regler om konsolidering med nærstående. Etter forarbeidene er det på denne bakgrunn usikkert om direktivet krever regler om indirekte erverv.³⁶ På den annen side er det ikke noe i direktivet som tyder på at det er til hinder for å oppstille regler om tilbudsplikt ved indirekte erverv, da direktivet kun oppstiller minimumsregler. Hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjonærene og likebehandlingshensyn tilsier at det bør oppstilles regler som likestiller erverv og indirekte erverv. Regler om indirekte erverv bidrar videre til å hindre omgåelse av tilbudsplikten.³⁷

Etter vphl. §6-1 (2) nr. 1 utløser erverv av 50 % av aksjene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i målselskapet tilbudsplikt. Også erverv av andel i ansvarlig selskap som eier aksjer i målselskapet, der de andre andelseierne er nærstående, omfattes av ervervsbegrepet, jfr. vphl. §6-2 (2) nr. 2. Dette er en videreføring av gjeldende rett.

Ved revisjonen av verdipapirhandelloven er også kommandittselskaper føyd til i nr. 2, og dermed regulert på samme måte som ansvarlige selskaper. I forarbeidene begrunnes tilføyelsen med at formålet bak tilbudspliktreglene, og hensynet til å unngå omgåelser, taler

³⁵ Kommentaren(2002) s. 265.

³⁶ NOU 2005:17 pkt. 5.3.

³⁷ NOU 2005:17 pkt. 5.3.

for at mellomliggende kommandittselskap bør omfattes av reglene om tilbudsplikt ved indirekte erverv.³⁸

Nr. 3 er ny. Av denne bestemmelsen fremgår det at erverv av utenlandske selskaper som tilsvarer norske selskap etter nr. 1 og 2 regnes som indirekte erverv. Dette blir i forarbeidene omtalt som en klargjøring av reglene.³⁹ Etter en naturlig tolkning må dette innebære at utenlandske aksjeselskaper og ansvarlige selskaper også før revisjonen av reglene om overtakelsestilbud var omfattet av reglene. Imidlertid fremgikk det ikke av lovteksten at tilsvarende utenlandske selskaper var omfattet av de norske bestemmelsene om indirekte erverv. Forarbeidene til vphl 1997 sier heller ikke direkte om tilsvarende utenlandske selskaper skal behandles på samme måte som norske, men det vises kun til de norske reglene for aksjeselskaper og ansvarlige selskaper,⁴⁰ noe som kan være en indikasjon på at reglene omhandler norske selskaper. I juridisk teori er det derimot uten videre slått fast at reglene både gjelder for norske og utenlandske aksje- eller allmennaksjeselskaper, men tilsvarende er ikke nevnt når det gjelder ansvarlige selskap.⁴¹ Hensynene bak reglene tilsier at utenlandske selskaper skal behandles på samme måte som norske, da dette vil kunne forhindre omgåelse av reglene til ulempe for minoritetsaksjonærene. Siden rettskildefaktorene ikke gir noe entydig svar på om utenlandske selskaper skal behandles likt som norske, virker det fornuftig å legge vekt på hensynene bak regelverket, slik at reglene oppfyller sitt formål. Etter mitt skjønn kan man dermed si, som i forarbeidene til den nye loven, at tilføyelsen er en presisering, ikke en endring.

I tillegg omfattes andre former for utenlandske foretak dersom tilbudsmyndigheten bestemmer det. Dette er en utvidelse i forhold til tidligere regler. I tillegg til omgåelseshensyn, begrunnes innføringen av bestemmelsen også med at alle selskapsformer

³⁸ NOU 2005:17 pkt. 5.3.

³⁹ NOU 2005:17 pkt. 5.3.

⁴⁰ NOU 1996:2 pkt. 9.3.8.2 og ot.prp. nr. 29 (1996-97) pkt. 9.2.8.

⁴¹ Kommentaren(2002) s. 266-267.

umulig kan angis uttømmende i loven, men at andre selskapsformer bør likestilles med de nevnte selskapsformene.⁴²

3.2 Konsolidering

Aksjeeierne kan i spørsmål om utløsning av tilbudsplikt ikke alltid sees på som enkeltaktører. Dette ville gjort det enkelt å omgå reglene om tilbudsplikt. I vphl §6-5(1)(1) heter det at *”i forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5”*. Denne identifikasjonen med nærstående kalles etter tilbudspliktsreglene konsolidering.

Etter direktivet art 5(1) stilles det krav om at medlemsstatene skal ha tilbudspliktsregler som gjør at konsoliderte parters verdipapirer skal regnes med ved vurderingen av om tilbudspliktsgrense passerer. Direktivets art. 2(1)(d) definerer hva slags samarbeid som fører til konsolidering: *”persons acting in concert” shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the outcome of a bid.* Direktivet nevner i art. 2(2) særlig at organisatorisk nærstående anses konsolidert. Personlig nærstående nevnes ikke i direktivet. Likevel må det antas at det er anledning til også å ta med personlig nærstående da direktivet gir adgang til å oppstille strengere regler i nasjonal rett, jfr. art. 5(6).

I norsk rett hadde man allerede regler om konsolidering i vphl 1997 kapittel 4, jfr. §1-4. Både organisatorisk nærstående, personlig nærstående og parter det samarbeides med er omfattet. Forarbeidene legger til grunn at disse reglene var tilstrekkelige til å oppfylle direktivets minimumskrav. Det er likevel gjort noen endringer, men disse beror på en internrettslig vurdering.⁴³

⁴² NOU 2005:17 pkt. 5.3.

⁴³ Jfr. NOU 2005:17 pkt. 5.4.

Det må presiseres at konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikt. Tilbudsplikt utløses bare der vilkåret om erverv er oppfylt og tilbudspliktsgrense passerer, jfr. vphl. §6-1(6). At denne pliktregelen nå fremgår av et nytt 6. ledd er en redaksjonell endring i forhold til systematikken i vphl 1997 kapittel 4.⁴⁴

3.2.1 Tillegget "samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller forhindres"

Konsolideringsbestemmelsen i vphl §6-5 viser til definisjonen av nærstående i vphl § 2-5. I §2-5 nr. 1-4 nevnes en relativt snever krets av personer og juridiske personer som er å anse som nærstående. I tillegg følger det av §2-5 nr. 5 at også "*noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres*". Ordlyden "*noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med*" angir en langt løsere tilknytning enn alternativene nr. 1-4. Det er også lagt opp til langt mer skjønnsmessige vurderinger. I praksis har dette ofte vist seg å være vanskelige grensedragninger.

Tillegget "*herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres*" er nytt i forhold til ordlyden i tilsvarende bestemmelse i vphl 1997. Direktivets definisjon av "*acting in concert with*" i art. 2(1)(d) omhandler både å samarbeide om å overta kontrollen i selskapet, og å forhindre at tredjemann gjør det. Det fremgår av forarbeidene at dette er bakgrunnen for at den nye bestemmelsen presiserer at også samarbeid som vanskeliggjør eller hindrer et tilbud omfattes.⁴⁵ Problemstillingen er om tillegget innebærer noen realitetsendring fra tidligere gjeldende rett.

Ordlyden både i det nye tillegget og den videreførte delen av §2-5 nr. 5 går ut på at noen er nærstående på grunn av et "samarbeid". Samarbeidet kan enten gjelde "å gjøre bruk av

⁴⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 34, jfr. NOU 2005:17 pkt. 25.3.2.

⁴⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 25.3.2.

rettighetene som eier av et finansielt instrument”, eller forårsake at et ”tilbud vanskeliggjøres eller forhindres”. For enkelhetens skyld vil de to alternativene i denne fremstillingen heretter benevnes som hhv. ”positivt samarbeid” og ”negativt samarbeid”. Etter ordlyden synes negativt samarbeid å være en underkategori av positivt samarbeid, jfr. ”herunder”. Dette peker isolert sett i retning av at negativt samarbeid også tidligere har vært omfattet av bestemmelsen. Det er etter mitt skjønn noe mer tvilsomt om negativt samarbeid uten videre omfattes av en språklig tolkning av vilkåret ”samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier”.

Tilsier hensynene bak tilbudspliktsreglene at tillegget av negativt samarbeid i ordlyden endrer rettstilstanden? Positivt samarbeid er etter ordlyden et samarbeid ”når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument”. I praksis vil det si bruk av stemmeretten, i og med at konsolideringsreglene er ment for å fange opp felles kontroll.⁴⁶ Den konsoliderte gruppen utgjør da en ny majoritet som kan utøve sin eiermakt over selskapet. Hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier at det gis mulighet til å komme seg ut av selskapet ved en slik endring.

Negativt samarbeid er etter ordlyden et samarbeid der ”et tilbud vanskeliggjøres eller hindres”. Dette kan tilsi at det ikke er ønsket om selv å overta makten som er det sentrale, men å forhindre at en tredjemann overtar makten i selskapet. Samtidig vil nok negativt samarbeid neppe være aktuelt mellom parter som er svært uenige om hvordan selskapet skal styres. Likevel kan man ikke se bort ifra at parter i negativt samarbeid vil ha hovedfokus på å forhindre at en tredjemann overtar kontrollen, og at eventuelle stridigheter mellom de samarbeidende kommer noe i bakgrunnen. På denne bakgrunn kan det hevdes at negativt samarbeid trolig kan ha en svakere tilknytning til et kontrollskifte med hensyn til den videre styringen i selskapet. Hensynet til minoritetsaksjonærene som begrunnelse for regelen får da mindre vekt enn ved positivt samarbeid.

⁴⁶ Kommentaren(2002) s. 65.

I tillegg har praksis vist at et negativt samarbeid gjerne oppstår ad hoc som et mottrekk til at en annen aksjonær kjøper seg opp i selskapet. Negativt samarbeid vil da ikke nødvendigvis skape varige endringer i maktstrukturene på samme måte som et positivt samarbeid. Tidsmomentet tilsier derfor at det har skjedd en endring i rettstilstanden ved det nye tillegget.

Forarbeidene viser til at tillegget om negativt samarbeid er en presisering av allerede gjeldende rett. Endringen i ordlyden er for å klargjøre bestemmelsens rekkevidde i forhold til direktivets ordlyd.⁴⁷ Videre vises det til at ”dette innebærer ingen realitetsendring i forhold til gjeldende rett”.⁴⁸ Problemstillingen er imidlertid ikke ytterligere drøftet i forarbeidene, og det er derfor usikkert om det er foretatt noen grundig vurdering av spørsmålet der.

Det finnes også noe praksis om den gamle nærstående definisjonen. I Børsklagenemndens sak 7/2006 var saksforholdet at Aban Singapore Pte Ltd og selskapets heleide datterselskap Aban 7 Pte Ltd (”Aban”) eide aksjer i riggselskapet Sinvest ASA (”Sinvest”) tilsvarende et antall stemmerettigheter som lå like under tilbudspliktgrensen. Scorpion Offshore Ltd (”Scorpion”) var også interessert i Sinvest og fremmet et frivillig bud på selskapet.

I tillegg til sitt aksjeinnehav hadde Aban en ytterligere finansiell eksponering mot Sinvest gjennom to Total Return Swap-avtaler (”TRS”er), der selger av risikoen var hhv. First Securities ASA (”First”) og ICICI Bank UK Limited (”ICICI”). Avtalene var inngått hhv. to uker før og samme dag som Scorpions frivillige tilbud ble meldt. Etter normal markedspraksis hadde First og ICICI ervervet sikringsaksjer for å hedge (sikre) sine posisjoner.

Børsklagenemnden fremholdt at *”Det er usannsynlig at First og ICICI skulle stemme for aksjene, i det den egeninteresse en aksjeeier normalt har i stemmeretten, ikke foreligger*

⁴⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 25.3.2.

⁴⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 33.

hos disse så lenge TRS-avtalene løper. Man kan heller ikke slutte at de ville stemme for sine aksjer i en sak der det eventuelt hadde vært viktig for Aban.” Likevel kom Børsklagenemnden til at Aban måtte konsolideres med First og ICICI.

Siden First og ICICI neppe ville stemme for sikringsaksjene, ble disse aksjene ansett ”parkert”. Børsklagenemnden la vekt på at ved å se bort fra de parkerte aksjene, ville Aban også ha ”en form for kontroll” over en stemmeandel som oversteg tilbudspliktsgrensen (sett i forhold til det antallet aksjer det måtte antas å bli stemt for). Det kan innvendes mot dette at det ikke ville være noe i veien for at First eller ICICI faktisk hadde stemt for sine aksjer, og da ville denne ”form for kontroll” ikke lenger eksistere. Etter avtalene sto First og ICICI også fritt til å selge sikringsaksjene og eventuelt hedge seg på annen måte, noe som også ville føre til at Abans ”form for kontroll” ville opphøre.

Børsklagenemnden viste videre til at etter direktivet art. 2(1)(d) er også et samarbeid med mål om ”frustrating the successful outcome of a bid” omfattet av tilbudspliktsreglene. Direktivet var under saken ennå ikke implementert i norsk rett. NOU 2005:17, forarbeider til ny verdipapirhandellov, forelå imidlertid. Børsklagenemnden la vekt på at NOUen la til grunn at norsk rett allerede var i overensstemmelse med direktivet. Som nevnt ovenfor var ikke problemstillingen tatt opp særlig i forarbeidene, og det er derfor uklart om det er foretatt noen særskilt vurdering. I tillegg kan det reises spørsmål om TRSen med First i det hele tatt kunne hatt som formål å forhindre Scorpions tilbud, siden denne var inngått to uker før tilbudet ble fremmet. Hva som kan regnes som et ”tilbud” vil bli behandlet nedenfor.

Børsklagenemnden trekker i avgjørelsen frem omgåelses- og rimelighetshensyn som ligger til grunn for konsolideringsregelen, og synes å legge avgjørende vekt på slike hensyn.

Den såkalte Eastern Drilling-saken⁴⁹ er den eneste tvisten om konsolidering som har vært oppe for retten. Dommen i tingretten er imidlertid anket, slik at man ikke har noen rettskraftig dom ennå, men den kan likevel ha argumentasjonsverdi. Faktum var her at Seadrill Ltd ("Seadrill") gjennom sitt heleide datterselskap Seadrill Norge (tidligere Smedvig ASA) eide aksjer i Eastern Drilling ASA ("Eastern") tilsvarende et antall stemmerettigheter like under tilbudspliktsgrensen. Den 29. mars ble det meldt til Oslo Børs at en tilbyder ønsket å kjøpe minst 50 % av aksjene i Eastern. Den 6. april ble det offentliggjort at tilbyderen var Ocean Rig ASA ("Ocean"), og dagen etter ble det offentliggjort at Ocean ikke hadde lyktes å erverve 50 % av aksjene.

I børs melding av 7. september 2006 offentliggjorde Seadrill at selskapet hadde passert tilbudspliktsgrensen i Eastern og ville legge inn pliktig tilbud på samtlige aksjer i selskapet. I forbindelse med brevveksling mellom børsen og Seadrill for godkjenning av budet ble det kjent at Seadrill hadde inngått åtte TRSer i perioden 6. april til 31. juli 2006. Seadrill var kjøper av risikoen, mens Carnegie ASA ("Carnegie") var selger av risikoen. Etter normal markedspraksis hadde Carnegie ervervet sikringsaksjer for å hedge (sikre) sine posisjoner. Tingretten kom til at Seadrill og Carnegie måtte konsolideres.

Retten tolket ordlyden i lys av forarbeidene slik at det måtte være en "koordinert opptreden basert på avtale" og "relatert til kontrollen av selskapet". At den koordinerte opptreden må være "relatert til kontrollen av selskapet" synes ikke å gi noe klart svar på om både positivt og negativt samarbeid omfattes.

Retten viser videre til at i direktivet er negativ kontroll omfattet. Direktivet var ennå ikke implementert i norsk rett, men retten fremholder at etter forarbeidene til vphl, i denne relasjon "etterarbeider", er direktivet i samsvar med norsk rett. Som nevnt ovenfor inneholder ikke forarbeidene til vphl noen utførlig behandling av spørsmålet, og det er derfor uklart hvilken vekt uttalelsene kan tillegges.

⁴⁹ TOSLO-2007-39572

Det vises også til praksis rundt konsolideringsregelen tilsa at negativ kontroll er omfattet. I børsklagenemndens sak 1/2003 Orkla ASA/Nordstjernen ble det fremholdt at etter det nemnden kunne se forelå det *et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem. Også utøvelse av denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier.* Denne uttalelsen fra praksis synes klar. Etter mitt skjønn vil det derfor synes naturlig å tillegge denne vesentlig vekt ved tolkning av konsolideringsbestemmelsene.

Tingretten viste også til at omgåelses- og rimelighetshensyn tilsier at negativ kontroll omfattes.

Etter denne gjennomgangen synes verken ordlyden eller hensynet til minoritetsaksjonærene gir noen sikker løsning på om tillegget ”samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller forhindres” innebærer noen realitetsendring i forhold til tidligere gjeldende rett. Det er også usikkert hvilken vekt forarbeidene kan tillegges. Både børsklagenemndens sak 7/2006 og Eastern Drilling-saken tilsier at tillegget i lovteksten ikke innebærer noen realitetsendring, men argumentasjonen synes etter mitt skjønn noe mer overbevisende i sistnevnte sak, særlig på bakgrunn av uttalelsene i børsklagenemndens sak 1/2003. Omgåelses- og rimelighetshensyn tilsier at negativt også var regelen etter vphl 1997. Konklusjonen er på denne bakgrunn at det ikke har skjedd noen realitetsendring i forhold til tidligere gjeldende rett.

Av bestemmelsen fremgår det at negativt samarbeid må vanskeliggjøre eller forhindre et ”tilbud”. Hva menes her med et ”tilbud”?

Dersom det er meldt at det vil bli fremmet et tilbud, må det være klart at vilkåret er oppfylt. Ordlyden synes å indikere at det ellers må være rimelig klart for den som ønsker å forhindre tilbudet at et tilbud vil fremmes. At et målselskap på generelt grunnlag sees på som en oppkjøpskandidat vil etter mitt skjønn falle utenfor ordlyden, det må være noe

konkret som tilsier at et tilbud vil komme. Det synes også rimelig at det må være visse objektive holdepunkter for at det kommer et tilbud, slik at ren syensing vil falle utenfor.

Forarbeidene gir ingen veiledning om hva som ligger i ”tilbud”. Praksis fra før nye vphl omhandler noen situasjoner som muligens kan være egnet til å belyse hva slags situasjon som omfattes. I Orkla/Nordstjernen-saken kom børsklagenemnden til at partene måtte konsolideres.⁵⁰ Her hadde parten som eventuelt ble motarbeidet allerede fremsatt et pliktig tilbud, og deretter hadde de to partene som kjempet om kontrollen i målselskapet suksessivt kjøpt seg opp gjennom en periode på ca ett år, herunder ble det også fremmet et frivillig tilbud.⁵¹

I Seadrill-saken ble de avgjørende TRSene inngått etter at det var meldt om at det ville bli fremsatt et tilbud. Felles for disse sakene er at det er nokså klart hvorvidt man har stått overfor en typisk tilbudssituasjon. På denne bakgrunn gis det sparsom veiledning i forhold til tvilssituasjoner.

I Aban-saken, som er behandlet ovenfor, synes ikke børsklagenemnden å gjøre forskjell på Firsts og ICICIs TRSer, selv om disse ble inngått hhv. 2 uker og samme dag som et frivillig tilbud ble meldt. At det kunne foretas konsolidering ved ICICIs TRS synes å være i overensstemmelse med den nye ordlydens vilkår ”tilbud”. Det synes imidlertid etter beskrivelsen av sakens faktum ikke å være noen holdepunkter for at First visste om at det ville komme et tilbud fra en annen aktør som eventuelt inngåelsen av TRSen kunne vært til hinder for et tilbud fra. Ut fra en tolkning av ordlyden og rimelighetshensyn synes det derfor som at børsklagenemnden har foretatt en utvidende tolkning, og trolig er dette nær en yttergrense for hvor langt begrepet ”tilbud” kan strekkes.

⁵⁰ Børsklagenemndens sak 1/2003. Vedtak og uttalelser 2002 s. 117-119.

⁵¹ Vedtak og uttalelser 2002 s. 117-119.

3.2.2 Er samarbeid med målselskapet omfattet av de norske konsolideringsreglene?

Direktivets konsolideringsdefinisjon i art. 2(1)(d) omfatter etter ordlyden også samarbeid med "the offeree company", dvs. målselskapet. Dette er ikke særlig kommentert i forarbeidene. Ordlyden i den norske nærstående-definisjonen i vphl §2-5 nr. 5 sier at samarbeidet må være med "noen", noe som ikke synes å utelukke at målselskapet er omfattet. Det vil også være et behov for at målselskapet er omfattet. Dette gjelder særlig fordi målselskapet kan erverve opptil ti prosent av sine egne aksjer, men kan ikke stemme for disse, jfr. asal §5-4(3). Som i sakene nevnt ovenfor i pkt. 3.2.1 kan synspunktet om at aksjene er "parkert" her tilsi konsolidering. Konklusjonen er dermed at samarbeid med målselskapet også er omfattet av de norske konsolideringsreglene.

3.2.3 Dispensasjonsadgang for unntak fra tilbudsplikt ved erverv mellom nærstående

Utgangspunktet er at tilbudsplikt utløses også ved erverv innen en konsolidert gruppe, jfr. vphl §6-1(6). Dette vil imidlertid ikke alltid være rimelig. Det er i ny bestemmelse i vphl §6-2(3) gitt dispensasjonsadgang for unntak fra tilbudsplikt i slike tilfeller.

Tilbudsmyndigheten må søkes for dispensasjon. For tilbudsmyndigheten vil skjønnsstemaet være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte eller kan utgjøre et ledd i en kjede av transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.⁵²

3.3 Ny tilbudspliktsgrense

Etter vphl 1997 §4-1 (1) ble tilbudsplikt utløst ved at erverv av aksjer tilsvarende 40 prosent av stemmene ble passert. Direktivet art. 5 (1) sier at tilbudsplikten utløses ved erverv av aksjer som gir vedkommende "a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company". Det oppstilles med andre ord ikke fra

⁵² NOU 2005:17 pkt. 5.4.

direktivets side noe bestemt nivå for terskelen. Likevel må direktivet tolkes å innebære at det er krav om at det faktisk oppstilles en terskel, og at denne må spesifiseres som en viss prosentandel av stemmerettene i selskapet, som er på et nivå der det oppnås kontroll i selskapet. Etter direktivets art. 5 (3) skal medlemsstatene selv fastsette tilbudspliktsgrensen og måten denne skal beregnes på.

Direktivets retningslinjer overlater en stor grad av frihet til lovgiver i den enkelte stat, og den norske terskel på 40 prosent ville ikke vært i konflikt med direktivet. Likevel har det av flere grunner vært ønskelig å endre terskelen for utløsning av tilbudsplikt. Det er både pekt på at grensen på 40 prosent ikke gir noe godt bilde av nivået for når det oppnås faktisk kontroll i norske noterte selskaper, og at andre land opererer med en lavere tilbudspliktsterskel.⁵³ Økningen i forvalterregistrerte kontoer, med aksjer det normalt ikke stemmes for, har bidratt til at det kreves lavere stemmeandel for å oppnå flertall på generalforsamling.⁵⁴ Heller ikke selskapenes innehav av egne aksjer, opptil 10 %, stemmes det for.⁵⁵ Det var på denne bakgrunn enighet i utvalget om at tilbudspliktsgrensen burde senkes, men det var uenighet om hvor mye den burde senkes.

Terskelen for utløsning av tilbudsplikt er nå satt til 1/3 av stemmene, jfr. vphl. §6-1 (1). Dette er i tråd med utvalgets flertalls forslag. Flertallet la vekt på at 1/3 av stemmene ville sammenfalle med negativ kontroll i viktige selskapsavgjørelser, som beslutning om forhøyelse av aksjekapitalen og beslutning om fusjon.⁵⁶ Mindretallet ønsket at terskelen skulle settes til 30 %. Det ble argumentert med at mange land har valgt eller kommer til å velge grense på 30 %, og at Norge av harmoniseringshensyn burde velge denne terskelen. Det ble også vist til at argumentet om negativ kontroll ikke er så treffende, da det er den positive kontrollen som vil være avgjørende i oppkjøpssituasjonen. Dessuten vil negativ

⁵³ NOU 2005:17 pkt. 6.1.

⁵⁴ NOU 2005:17 pkt. 6.4.2.

⁵⁵ Allmennaksjeloven §5-4(3).

⁵⁶ NOU 2005:17 pkt. 6.4.2.

kontroll på generalforsamling uansett som regel kunne oppnås av en aksjeeier med 30 % av stemmene.⁵⁷

I den videre behandlingen av lovforslaget i departementet kom det frem nye argumenter i forhold til nivået for utløsning av tilbudsplikt. Det ble særlig lagt vekt på at tilbudsplikten bør ha sammenheng med overtakelse av faktisk kontroll. Siden norske selskaper generelt har en eierstruktur som består av relativt få private aksjeeiere, og med en lite spredt eierstruktur, vil kontrollskifte kunne skje på et lavt nivå. Samtidig finnes det også selskaper der kontrollskiftet skjer på et høyere nivå. Departementet fremholdt at en for lav grense vil kunne være til hinder for gjennomføring av samfunnsøkonomisk gunstige restruktureringer. Departementet konkluderte etter en helhetsvurdering med at tilbudspliktsgrensen skal være 1/3.⁵⁸ Det ble nevnt at man her nærmet seg nivået for de andre nordiske landene og Storbritannia, og at det kan høstes erfaringer med den nye terskelen før den eventuelt reduseres ytterligere til disse landenes nivå på 30 %.

Etter min vurdering har mindretallets synspunkter mest for seg. Flertallets argument om at 1/3 sammenfaller med nivået for den negative kontroll synes ikke å treffe helt. For det første er det, som mindretallet fremhever, nivået for den positive kontroll som er det styrende for tilbudspliktsterskelens nivå. For det andre er det ved drøftelser av tilbudspliktsterskelen stadig fremholdt at det må tas hensyn til at fremmøtet på generalforsamlinger ikke er 100 prosent. Etter flertallets argumentasjon må man legge 100 prosent oppmøte til grunn for at 1/3 er det riktige nivået for å oppnå negativ kontroll på generalforsamlingen.

Videre må nivået vurderes i forhold til hensynene bak regelverket. Først og fremst er det beskyttelse av minoritetsaksjonærene og likebehandling av aksjeeierne som ligger til grunn for reglene om tilbudsplikt. Disse hensynene tilsier isolert sett at tilbudspliktsterskelen bør settes lavt, slik at ikke noen til de andre aksjonærenes ulempe faktisk kan erverve kontroll

⁵⁷ NOU 2005:17 pkt. 6.4.2.

⁵⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.1.5.

på et nivå under tilbudspliktsterskelen. Hensynet til samfunnsøkonomisk gunstige restruktureringer taler imidlertid for at terskelen bør settes høyt. Harmonisering av regelverket innen EØS-området er også et hensyn bak tilbudspliktsreglene. Storbritannia, Frankrike, Tyskland, Sverige og Finland har valgt 30 prosent som terskel. Danmark har et noe annet system, slik at reglene er vanskelig sammenlignbare. Island har en terskel på 40 prosent. Harmoniseringshensyn tilsier på denne bakgrunn at 30 prosent bør være terskelen. Særlig bør dette tillegges vekt da det i utvalgets mandat er fremholdt at utvalget bør se hen til gjennomføringen av direktivet i andre EØS-land, særlig i andre nordiske land.⁵⁹

Flertallet har fremholdt at terskelen på 1/3 gir mulighet for å gå mer gradvis frem. I dette synspunktet tolkes det å ligge en viss sannsynlighet for at terskelen på 1/3 vil vise seg å være for høy. Hvis situasjonen allerede nå tilsier at flertallet må nevne at det er en slik sannsynlighet, kan det hevdes at det kan være fornuftig allerede nå å senke terskelen til 30 prosent. Da vil man kunne slippe arbeidet med igjen å måtte endre terskelen. Dette vil igjen gi markedsaktørene en bedre situasjon, da de ikke stadig må tilpasse sin virksomhet etter nye regler. De andre nordiske landene synes ikke å legge til grunn at en endring fra 40 til 30 prosent er for drastisk å gjøre i en regelendring. Sverige gjorde en slik endring i 2003.⁶⁰ Finland vil nå endre sin terskel så mye som fra 2/3 til 30 prosent.⁶¹

Utenlandske eiere stemmer sjeldnere for sine aksjer enn norske eiere, særlig gjelder dette aksjer som står på utenlandske forvalterkonti.⁶² Den utenlandske eierandelen har økt kraftig i de senere årene. I 1998, like etter ikrafttreddelsen av vphl 1997, var den utenlandske eierandelen på Oslo Børs 31,7 %, mens den i 2007 var 40,8 %.⁶³ Dette taler for at terskelen senkes betraktelig.

⁵⁹ NOU 2005:17 pkt. 1.2.

⁶⁰ NOU 2005:17 pkt. 6.3.2.

⁶¹ NOU 2005:17 pkt. 6.3.4.

⁶² NOU 2005:17 pkt. 6.4.2.

⁶³ Årsstatistikk 2007.

Det må likevel presiseres at ved å sette terskelen til 1/3 av stemmene er reglene ikke på noen måte i strid med direktivet som skal innarbeides, eller i strid med mandatet som er gitt for øvrig.

4 Gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv

Det vil kunne oppstå situasjoner der selskaper ikke kjøpes opp selv om tilbudspliktsterskelen er passert. For det første kan dette skje dersom et pliktig tilbud er fremsatt, men akseptgraden er lav. For det andre kan terskelen være passert på en måte som ikke utløser tilbudsplikt. Det kan likevel ut fra hensynene bak tilbudsplikten være grunn til at tilbudsplikt kan utløses på et senere stadium. Det er disse situasjonene som er tema for dette kapitlet.

4.1 Gjentatt tilbudsplikt

Det er ovenfor vist til at kontroll kan oppnås på forskjellige nivåer i forskjellige selskaper. Dette er bakgrunnen for at det er innført nye regler om gjentatt tilbudsplikt.⁶⁴ Med gjentatt tilbudsplikt menes en plikt til å inngi et nytt tilbud dersom aksjeeieren oppnår en gitt høyere andel av stemmene i selskapet.⁶⁵

Regler om gjentatt tilbudsplikt finnes i vphl. §6-6 (1). Av bestemmelsen fremgår det at dersom en aksjeeier eier aksjer som representerer over 1/3 av stemmene i det noterte selskapet, utløses også tilbudsplikt hvis aksjeeieren ved erverv blir eier av over 40 prosent, og tilsvarende gjelder ved passering av 50 prosent. Gjentatt tilbudsplikt utløses imidlertid ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av pliktig tilbud ved passering av 1/3 av stemmene i selskapet.

⁶⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.2.1.

⁶⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.2.1.

Vphl 1997 hadde ikke regler om gjentatt tilbudsplikt. Direktivet oppstiller heller ikke noe krav om ytterligere nivåer som kan utløse tilbudsplikt. Samtidig går det frem av direktivet art. 5 (6) at medlemsstatene kan oppstille ytterligere beskyttelsesmekanismer til fordel for de eksisterende aksjonærene hvis det ikke er til hinder for et normalt forløp av et tilbud. Såfremt forslag til regulering ikke er i direkte strid med direktivet, vil det være en internrettslig vurdering hvorvidt det skal innføres ytterligere beskyttelsesmekanismer.

Hovedhensynet bak reglene om overtakelsestilbud er beskyttelse av minoritetsaksjonærene og likebehandling av aksjeeierne. At de eksisterende aksjonærene gis tilbud på flere nivåer gir dem en bedre beskyttelse. Det er i forarbeidene vist til at gjentatt tilbudsplikt kan bidra til å reparere følgene av kryptende overtakelser, der tilbyderen kjøper seg gradvis opp i målselskapet og passerer tilbudspliktgrensen på et lavt kursnivå.⁶⁶ Regler om gjentatt tilbudsplikt er derfor i samsvar med hovedhensynene bak reglene om overtakelsestilbud.

Samtidig vil regler om gjentatt tilbudsplikt kunne være en ulempe for en tilbyder, da det må tas hensyn til tilbudsplikt på ytterligere nivåer. Det er i forarbeidene pekt på at majoritetsaksjonæren vil bli tvunget til å inngi et nytt tilbud på samtlige aksjer, selv om vedkommende har oppnådd ønsket kontroll og ser seg tjent med at andre aksjeeiere bidrar finansielt og for øvrig har minoritetsrettigheter.⁶⁷ Dette kan tenkes å være til hinder for samfunnsøkonomisk gunstige restruktureringer. På den annen side igjen gir dette reglene en bedre fleksibilitet siden ulike selskaper har ulik aksjonærstruktur. Det vil da være behov for beskyttelse av minoritetsaksjonærene på ulike nivåer. Innføringen av regler om gjentatt tilbudsplikt synes da fornuftig ut fra hensynene bak reglene om overtakelsestilbud, og det var ved utarbeidelse av nye regler om overtakelsestilbud enstemmig oppslutning om å innføre slike regler.⁶⁸

⁶⁶ NOU 2005:17 pkt. 6.4.3.2.

⁶⁷ NOU 2005:17 pkt. 6.4.3.2.

⁶⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.2.

Selv om det var enighet ved lovforberedelsene om at gjentatt tilbudsplikt skulle innføres, var det uenighet om når gjentatt tilbudsplikt skulle utløses.⁶⁹ Flertallet argumenterte for at tilbudsplikt burde utløses ved passering av en ny terskel, for eksempel ved 50 %.

Mindretallet mente at tilbudsplikt burde utløses ved ethvert ytterligere erverv opp til et visst nivå. Det ble av flertallet fremholdt at tilbudsplikt ved ethvert ytterligere erverv ville medføre for stor tilleggsbelastning for tilbyderer. Mindretallet la på sin side vekt på at denne løsningen ville være nødvendig for at tilbudsplikten skal være et effektivt virkemiddel for å beskytte minoritetsaksjonærene. I tillegg tiller mindretallet vekt at gjentatt tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv er samme løsning som i England, og at det uansett vil være mulig å selge seg ned igjen dersom en aktør uforvarende skulle komme til å erverve aksjer. Resultatet har blitt en mellomløsning, der gjentatt tilbudsplikt utløses både ved passering av 40 og 50 prosent av stemmene i selskapet, jfr. vphl. §6-6(1).

4.2 Etterfølgende erverv

Det kan tenkes at en aksjonær eller aksjonærgruppe har kommet over tilbudspliktsgrensen uten å utløse tilbudsplikt. Dette kan for eksempel skyldes at passeringen av tilbudspliktsgrensen skjer ved konsolidering uten erverv eller ved en ervervsform som er unntatt fra tilbudsplikt etter vphl. §§6-2 (arv, gave, vederlag ved skifte, fisjon eller fusjon) eller 6-3 (finansinstitusjoners erverv for å begrense eller unngå tap på engasjement).⁷⁰ Videre vil også aksjonærer eller aksjonærgrupper som eier aksjer som tilsvarer mellom 1/3 og 40 % av stemmerettighetene ved lovendringen nå være over den nye tilbudspliktsgrensen på 1/3, selv om de var under den gamle. Ytterligere erverv i denne situasjonen er det som betegnes som et etterfølgende erverv. Et slikt erverv vil normalt utløse tilbudsplikt.

Vphl 1997 §4-6 hadde regler om etterfølgende erverv. Direktivet inneholder ingen krav om slike regler. Imidlertid fremgår det av direktivet art. 5(6) at medlemsstatene kan fastsette

⁶⁹ NOU 2005:17 pkt. 6.4.3.2.

⁷⁰ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.5.1.

strengere regler. Både utvalget og departementet synes i forarbeidene å legge til grunn at norske regler om etterfølgende erverv ikke vil være i strid med direktivet.⁷¹ Hensynet til å unngå omgåelser av reglene taler også i denne retning.

Regler om etterfølgende erverv finnes i vphl. §6-6 (2). Bestemmelsen gjelder etter sin ordlyd passering av *”tilbudspliktsgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt”*, som innebærer at alle tilbudspliktsgrensene, dvs. ved 1/3, 40 % og 50 %, omfattes.

Tilbudspliktsgrensene er endret i forhold til vphl 1997. Det må antas at aktører har innrettet seg etter de tidligere reglene. For å unngå eller avdemppe skadevirkningene for disse aktørene er det utarbeidet overgangsregler.

4.3 Overgangsregler

4.3.1 Generelt om overgangsreglene

Overgangsreglene finnes i vphl. §18-2 2. og 3. ledd og overgangsforskriften §3 2. og 3. ledd. Det synes å være de mest praktiske reglene som er inntatt i loven, mens regler for mer sjeldne tilfeller er hjemlet i forskriften. Det er fordi reglene i overgangsforskriften generelt omhandler forhold som er lenger tilbake i tid enn forholdene regulert av loven. Overgangsreglene gjelder fra loven ikrafttredelse, og det er ikke inntatt noen tidsbegrensning.

4.3.2 Overgangsregler om både gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv

Overgangsreglene er for to situasjoner utformet likt både når det gjelder gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv. Den første fremgår av vphl §18-2(2), og denne bestemmelsen gjelder etter overgangsforskriften §3(2) tilsvarende for etterfølgende erverv.

⁷¹ NOU 2005:17 pkt. 6.4.4. og ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.5.2 og 26.5.3.

Det fremgår av ordlyden i vphl. §18-2(2) at gjentatt tilbudsplikt *”ikke gjelder for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 2. ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene”*. Unntaket gjelder altså de som falt under unntaksregelen i vphl 1997. Det må derfor antas at overgangsregelen er utarbeidet for å ivareta hensynet til forutberegnlighet for aksjonærer som har innrettet seg etter reglene i vphl 1997. Vilkåret i vphl §4-6(2)(2) var at aksjeeieren eller aksjeeiergruppen eide mer enn 40 % ved opptak til børsnotering.

Det kan reises spørsmål ved om det er god lovgiverteknikk å vise til bestemmelser som finnes i en opphevet lov. Samtidig er det ikke åpenbare gode alternativer, da en lovtekst som inneholder alle vilkår fort kan bli noe lang og uoversiktlig.

Den andre regelen fremgår av overgangsforskriften §3(1), der det også oppstilles unntak fra hovedregelen om gjentatt tilbudsplikt. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for etterfølgende erverv, jfr. overgangsforskriften §3(2). For å komme inn under unntaket må aksjonæren ha eid aksjer tilsvarende 45 prosent av stemmene eller mer ved børsnotering før ikrafttredelsen av vphl 1997⁷², tilsvarende ved ikrafttredelsen av vphl 1997, og uavbrutt ha eid aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmende etter ikrafttreden av vphl 1997.

4.3.3 Overgangsregler om etterfølgende erverv

Overgangsregler som kun gjelder etterfølgende erverv finnes i vphl. §18-2(3). I første punktum presiseres det at tilbudsplikt utløses etter regelen i vphl §6-6(2) om etterfølgende erverv der noen *”passerer tilbudspliktsgrensene etter lovens ikrafttredelse”*. En aksjeeier som ved lovens ikrafttredelse innehar aksjeposter som er større enn de aktuelle tilbudspliktsgrenser, vil ikke ha *”passert”* de aktuelle grenser og faller derfor utenfor reglene om etterfølgende erverv. Dette er en forskjell fra gjeldende rett etter vphl 1997,

⁷² I kraft 1. desember 1997, jfr. forskrift av 7. november 1997 nr. 1149.

hvor reglene om etterfølgende erverv omfattet aksjeeiere som "eier" over tilbudspliktsgrensen uten tidligere å ha gitt pliktig tilbud, jfr. vphl 1997 §4-6(2).⁷³

Annet punktum angir tre situasjoner som i tillegg til hovedregelen utløser tilbudsplikt ved etterfølgende erverv. Situasjonene i annet punktum innebærer her en utvidelse av virkeområdet for tilbudsplikt. Etter nr. 1 gjelder regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv for den som "eier" aksjer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet ved lovens ikrafttredelse. Her er det ikke noe vilkår om at en tilbudspliktsgrense må passeres. Det er tilstrekkelig at aksjonæren eller aksjonærgruppen eier aksjer for mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene da loven trådte i kraft. Det synes her å ligge til grunn at den rene passivitet ikke bør utløse tilbudsplikt for aksjeeieren. Ved erverv vil ikke en slik begrunnelse å slå til lenger, og tilbudsplikt utløses.

Videre utløses tilbudsplikt der aksjonæren før den nye lovens ikrafttredelse har passert den tidligere 40 prosentsgrensen på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, jfr. vphl. §18-2(3)(2) nr. 2. Denne overgangsregelen harmonerer godt med de tidligere reglene om etterfølgende erverv, jfr. vphl 1997 §4-6(1). I forarbeidene er det presisert at reglen kun gjelder der terskelen har blitt "passert", ikke der eierandelen hele tiden siden børsnotering har vært over 40 prosent.⁷⁴

Etter nr. 3 gjelder reglene om etterfølgende erverv også der aksjeeiere som per 1. desember 1997, dvs. ved ikrafttredelse av vphl 1997, eide aksjer som representerte mellom 40 og 45 prosent av stemmene. Disse aksjeeierne må også uavbrutt ha eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene frem til lovens ikrafttredelse uten å ha fremmet tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud. De aktuelle aksjonærene har vært underlagt en overgangsordning tilsvarende vphl 18-2(3) nr. 1 etter vphl 1997. Bestemmelsen i nr. 3 må antas å ivareta disse aksjonærenes behov for forutsigbarhet.

⁷³ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 33.

⁷⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 33.

5 Frivillige tilbud

Hvilke tilbud som regnes som frivillige tilbud etter direktivet beror på en tolkning av art. 2(1)(a): *”takeover bid” or ”bid” shall mean a public offer[...] made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has its objective to the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law.* Av definisjonen følger det at det at direktivet ikke skiller mellom pliktige og frivillige tilbud dersom de begge kan oppfylle kravene til overtakelsestilbud, selv om det i enkelte regler er noen modifikasjoner fra dette utgangspunktet. Et eksempel er kravet til tilbudspris i direktivet art. 5, som kun gjelder pliktige tilbud.

Frivillige tilbud var etter vphl 1997 §4-18(1) tilbud som innebærer passering av tilbudspliktgrensen hvis det blir akseptert av de som kan benytte det, noe som synes å være i tråd med direktivets vilkår om *”has its objective to the acquisition of control of the offeree company”*. Frivillige tilbud som fremsettes etter at kontroll er oppnådd vil da ikke omfattes.

Det er etter direktivets ordlyd kun *“public offer”* som omfattes. Frivillige tilbud må etter direktivet altså avgrenses mot tilbud som kun rettes særskilt mot enkelte aksjeeiere. En slik presisering var allerede inntatt i vphl 1997 §4-18(2), som sa at reglene om frivillige tilbud ikke gjelder *”ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere”*. Likevel kreves det ikke at tilbudet må omfatte alle aksjene i selskapet, jfr. formuleringen *”all or some”*.

Forarbeidene fremhever at frivillige tilbud etter norsk rett også er generelle markedsmessige tilbud, men at ved vurderingen av hva slags type tilbud man står overfor må foreta en konkret skjønnsmessig vurdering.⁷⁵ Det har på denne bakgrunn ikke vært nødvendig å gjøre store endringer i regelverket når det gjelder frivillige tilbud.

Ved passering av grensen for kontroll må tilbyder fremsette et pliktig tilbud, men etter direktivet art. 5(2) følger det at det kan gjøres unntak fra dette dersom der er fremsatt et

⁷⁵ NOU 2005:17 pkt. 8.4.1.

frivillig tilbud som oppfyller kravene til pliktige tilbud. Tilsvarende regel hadde man i vphl 1997 §4-1(5) som sa ikke tilbudsplikt ikke utløses hvis ”*det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet*”. Reglene er videreført, men noen presiseringer har likevel blitt inntatt i lovteksten. For det første er det etter vphl §6-1(5) nr. 2 presisert at tilbudsgrensen må passeres som følge av tilbudet. Dette er jo nokså selvfølgelig. Bestemmelsen ville jo ellers ikke gitt noen mening. For det andre var det tidligere krav om at det skulle fremgå av tilbudsdokumentet at det frivillige tilbudet var fremsatt i overensstemmelse med reglene om pliktige tilbud. Vphl §6-1(5) nr. 3 stiller også krav til opplysning om at rettsfølgen av det tidligere fremsatte tilbudet er at det nye tilbudet ikke vil utløse tilbudsplikt. Tilføyelsen er i forarbeidene begrunnet med å unngå tolkningstvil.⁷⁶

Selv om virkeområdet for reglene om frivillige tilbud i direktivet allerede i stor grad sammenfalt med norsk rett, har direktivet noe mer utførlige regler når det gjelder rettsvirkningene av at det er et frivillig tilbud, da det frivillige tilbudet også må oppfylle direktivets minimumskrav. På denne bakgrunn er det gjort noen endringer i de norske reglene.

Dette innebærer for det første at direktivets krav til melding om at man vil inngi et tilbud også gjelder ved frivillige tilbud. Det fremgikk ikke noen meldeplikt ved frivillige tilbud av vphl 1997. Likevel kan det tenkes at en slik plikt ville foreligge dersom tilbyder er børsnotert.⁷⁷ Dette måtte i så fall tolkes ut fra at et frivillig tilbud på aksjene i et annet selskap ville være å anse som innsideinformasjon, og slik informasjon skulle etter bf 1994 §5-2 offentliggjøres umiddelbart. Nå gjelder kravet til melding generelt for alle regulerte markeder.

For det andre gjaldt bestemmelsen om oppkjøpsvern i vphl 1997 §4-17 kun for pliktige tilbud. Den nye bestemmelsen i vphl §6-17 gjelder også for frivillige tilbud, jfr. vphl §6-

⁷⁶ NOU 2005:17 pkt. 8.4.2.

⁷⁷ NOU 2005:17 pkt. 9.2.2.

19(1). Tidligere hadde man en bestemmelse i bl 2000 §5-15 som la begrensninger for styret i ”overtakelsessituasjoner”. ”Overtakelsessituasjoner” viser til både pliktige og frivillige tilbud.⁷⁸ Bestemmelsen var således dels overlappende med regelen for pliktige tilbud i vphl 1997 §4-17. Siden vphl §6-17 er gitt anvendelse også for frivillige tilbud, ble bl 2000 §5-15 overflødig, og bestemmelsen kunne dermed oppheves

Det var tidligere noe uklart hvilket regelsett som gjaldt for frivillige tilbud fremsatt etter reglene for pliktige tilbud etter vphl 1997 §4-1(4).⁷⁹ Ettersom begrensningene for styret nå følger av den samme bestemmelsen både for pliktige og for frivillige tilbud, slipper man dette problemet.

6 Melding fra tilbyder og fremsettelse av tilbud

6.1 Melding fra tilbyder

6.1.1 Tidspunkt for melding

Etter vphl 1997 §4-8(1) skulle den som hadde tilbudsplikt straks gi melding om dette når tilbudsplikt hadde inntrådt. Tilbudsplikt inntrådte ved ervervet som utløste tilbudsplikten. Melding skal nå sendes ”når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt [...] er inngått”, jfr. vphl §6-8(1). Meldingen skal altså sendes på et tidligere tidspunkt enn før, allerede når avtalen er inngått.

Direktivet oppstiller ikke direkte noe slikt krav til tidligere melding enn etter de norske reglene som fulgte av vphl 1997 §4-8. Av direktivet art. 6(1) skal medlemsstatene ha regler som sikrer at melding blir sendt tilbudsmyndigheten ”without delay”. Når denne fristen starter å løpe fremgår imidlertid ikke av bestemmelsen. Et krav til å melde fra så tidlig som

⁷⁸ Kommentaren(2002) s. 383, Gyldendal rettsdata.

⁷⁹ Kommentaren(2002) s. 384-385.

mulig kan likevel sies å være i tråd med direktivets fortale pkt. 12, som sier at et tilbud bør fremmes så tidlig som mulig for å redusere risikoen for innsidehandel. Dette er også fremhevet i forarbeidene.⁸⁰

Hensynet til å sikre at aksjeeierne og markedet blir informert om situasjonen tidligst mulig, taler for at melding om tilbudet burde offentliggjøres allerede på avtaletidspunktet.⁸¹ Dette synes å harmonere godt med de overordnede hensynene, nemlig beskyttelse av minoritetsaksjonærene og likebehandling av aksjeeierne. I tillegg sammenfaller tidspunktet med når flaggeplikten inntreffer, jfr. vphl §4-2(7), slik at disse regelsettene harmoneres.

I tråd med direktivet gjelder meldeplikten nå også ved frivillige tilbud, jfr. vphl. §6-19(3). Meldingen skal også for frivillige tilbud gis ”straks”. Fristen begynner å løpe fra det er ”fattet en beslutning” om fremsettelse av frivillig tilbud.

6.1.2 Utvidet krets som skal informeres

Meldingen om tilbudet skulle etter vphl 1997 4-8(1) gis til børsen og til målselskapet. Videre skulle børsen offentliggjøre meldingen. Disse reglene er videreført i vphl 6-8(1)(1). I tråd med de gjennomgående endringene er ”børsen” erstattet med ”tilbudsmyndigheten”. Direktivet synes ikke å stille strenge krav til fremgangsmåte, men etter art 6(1) oppstilles det vilkår om at meldingen ”is made public” og at ”supervisory authority is informed of the bid”. De norske reglene oppfyller dermed direktivets krav.

Direktivet art 6(1) stiller videre krav om at *as soon as the bid has been made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall inform representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, the employees themselves*. Selv om det jo er naturlig at de ansatte blir informert i en tilbudssituasjon, var det ingen slik regel i vphl 1997. For å oppfylle direktivets krav er det nå i vphl §6-8(2)

⁸⁰ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 28.1.5.

⁸¹ NOU 2005:17 pkt. 9.2.3.

inntatt en ny regel om at den tilbudspliktige og målselskapet skal informere sine ansatte umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort. Siden melding nå også kreves ved frivillige tilbud, er tilsvarende regel inntatt for frivillige tilbud i vphl §6-19(3)(3).

6.2 Fremsettelse av tilbud

Etter at melding om tilbudet, skal selve tilbudet fremsettes innen en viss periode.

6.2.1 Godkjenning og innføring av "single passport"

Etter vphl 1997 §4-14(1) skulle tilbudet og tilbudsdokumentet godkjennes av børsen før det ble fremsatt eller offentliggjort. Direktivet oppstiller ikke noe krav til slik forhåndsgodkjenning av tilbudet, men art 6(2)(1) krever at tilbudsdokumentet forelegges tilbudsmyndigheten før det offentliggjøres. Art 6(2)(2) forutsetter at medlemsstatene kan kreve at tilbudet må godkjennes før det offentliggjøres eller fremsettes når det vises til tilfeller *where an offer document [...] is subject to the prior approval of the supervisory authority*. Den norske ordningen med forhåndsgodkjenning er således i tråd med direktivet, og den er videreført i vphl §6-14(1). "Børsen" er i bestemmelsen erstattet med "tilbudsmyndigheten".

På bakgrunn av at flere EØS-stater kan ha krav om forhåndsgodkjenning av tilbud og tilbudsdokument, oppstiller direktivet i art 6(2)(2) et krav til gjensidig anerkjennelse av andre EØS-staters godkjenning av tilbudsdokument, såkalt "single passport", med visse modifikasjoner.⁸² Modifikasjonene kan kreves av tilsynsmyndigheten i annen EØS-stat der målselskapets aksjer er notert. Disse er begrenset til ytterligere opplysninger i tilbudsdokumentet som er spesifikk for det markedet eller medlemslandet der aksjene er notert når det gjelder formalitetene som må oppfylles ved aksept av tilbudet og mottakelse av det vederlaget som betales, samt de skatteordninger som gjelder for vederlaget. I tillegg kan tilsynsmyndigheten kan ta forbehold om at tilbudsdokumentet oversettes.

⁸² NOU 2005:17 pkt. 2.

Norsk rett har ikke tidligere hatt slike regler om ”single passport”. For å imøtekomme direktivets krav, er regler om ”single passport” nå inntatt i vphl 6-14(4). Av bestemmelsen fremgår det at *tilbudsdokument som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, skal anses godkjent fra det tidspunkt det foreligger melding fra EØS-staten om at tilbudsdokumentet er utarbeidet i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2004/25/EF [takeoverdirektivet], og godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.*

Lovteksten beskriver regelen om ”single passport”. Videre er også forbeholdet om oversettelse av tilbudsdokumentet tatt med. Ulikt direktivet går det ikke frem av ordlyden hvilke tilleggsopplysninger tilbudsmyndigheten kan kreve tilføyd i tilbudsdokumentet. Norske tilbudsmyndigheter har dermed ikke hjemmel for å kreve tilføyd opplysninger som er spesifikke for det aktuelle norske markedet eller for Norge. Dette følger av at direktiver må inkorporeres i den enkelte EØS-stats nasjonale lovgivning for å komme til anvendelse i den enkelte stat.⁸³

Hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier at disse bør få god informasjon om tilbudet, og at en slik regel om særskilte opplysninger derfor burde vært tatt med i de norske reglene. På den annen side er det kun opplysninger om formalia direktivet gir hjemmel for å modifisere. Dette gir adgangen til å innta særskilte opplysninger begrenset betydning. Det må også antas å være effektivt at det samme tilbudsdokumentet kan anvendes så uendret som mulig innen EØS-området.

6.2.2 Offentliggjøring og fremsetting av tilbudet

Etter at tilbudet og tilbudsdokumentet er godkjent, skal det offentliggjøres og fremsettes overfor aksjeeierne.

Vphl 1997 §4-10 stilte krav om at tilbudet måtte fremmes ”uten ugrunnet opphold, og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte”. ”Tilbudet” må her etter lovens

⁸³ Det dualistiske prinsipp, se f.eks. Jervell(2002) s. 91.

system tolkes som pliktig tilbud. Direktivet art 5(1) stiller krav til at tilbudet skal fremsettes "at the earliest opportunity". Det er i direktivet ikke noen bestemmelse om maksimaltid. Medlemsstatene kan imidlertid fastsette regler i nasjonal rett som er strengere enn direktivets krav, jfr. art 5(6). Regelen i vphl 1997 kan på denne bakgrunn videreføres. Bestemmelsen er nå inntatt i vphl §6-10.

Når det gjelder frivillige tilbud hadde ikke vphl 1997 noen tidsfrist for når disse måtte fremmes. Etter direktivet art. 6(1) oppstilles det krav om at beslutningen om å fremsette et tilbud offentliggjøres "without delay". På bakgrunn av direktivet er det dermed innført en frist for fremsettelse av tilbudet også for frivillige tilbud. I tråd med forslaget fra utvalget, stiller vphl §6-19(4) krav om at frivillige tilbud skal fremsettes "innen rimelig tid" etter at beslutningen om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet.

Forarbeidene gir ingen veiledning om hva som ligger i kravet "innen rimelig tid". En naturlig tolkning av ordlyden tilsier at det må foretas en konkret vurdering av hva som er rimelig i hvert tilfelle. Av hensyn til sammenhengen i regelverket bør tolkningen harmoniseres med kravet som stilles til fremsettelse av pliktige tilbud. Etter ordlyden vil det stilles strengere krav til hvor hurtig et pliktig tilbud skal fremsettes, da det pliktige tilbudet skal fremsettes "uten ugrunnet opphold". Samtidig må det settes en grense for sommel fra tilbyders side, da tidsforløpet frem til budet ikke må overstige det "rimelige". Et annet moment kan være nivået for maksimaltiden for pliktige tilbud på fire uker, jfr. vphl §6-10(1). Hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjonærene er også et moment ved vurderingen av hva som er "innen rimelig tid". Etter mitt skjønn tilsier dette samlet sett at kravet til "rimelig tid" innebærer et mildere krav til tilbyder enn ved pliktige tilbud, men at store avvik utover fire uker lett kan komme i strid med hensynene, og derfor ikke kan aksepteres.

Det neste spørsmålet er hvordan tilbudet og tilbudsdokumentet skal fremsettes og offentliggjøres. Ordlyden i vphl 1997 §4-14(1) sier at tilbudet kan fremsettes og offentliggjøres etter at det er godkjent av børsen. Annet ledd omhandler hvordan tilbudet

og tilbudsdokumentet skal fremsettes overfor aksjeeierne. Det går ikke frem av ordlyden hvordan tilbudet og tilbudsdokumentet skal offentliggjøres. I praksis sendes gjerne det ferdige (godkjente) tilbudsdokumentet samtidig til børsen og aksjeeierne.⁸⁴ Børsen vil umiddelbart offentliggjøre i sitt elektroniske handelssystem og på børsens hjemmeside på Internett at tilbudsdokument er mottatt. Vphl §6-14(1) viderefører ordlyden i vphl 1997 §4-14(1), kun med den endring at ”børsen” er byttet ut med ”tilbudsmyndigheten”. Det må på denne bakgrunn antas at prosedyrene rundt offentliggjøring av tilbudet og tilbudsdokumentet er videreført.

Direktivet stiller i art 8(1) krav om at tilbud offentliggjøres på en slik måte at det sikres åpenhet i markedet og innsyn med hensyn til aksjene i målselskapet, tilbyder og ethvert annet selskap som påvirkes av tilbudet. Det synes lagt til grunn at de norske reglene allerede oppfylte disse kravene, i alle fall er det ikke stilt spørsmål om dette i forarbeidene.

Når det gjelder fremsetting av tilbudet og tilbudsdokumentet skulle tilbyder etter vphl 1997 §4-14(2) sende tilbudet til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted og gjøre det kjent for ansatte i selskapet. I vphl §6-14(2) er plikten til å sende tilbudet til alle aksjonærer videreført. Bestemmelsen er redaksjonelt endret, slik at plikten til å gjøre tilbudet kjent for de ansatte i selskapet er flyttet til nytt tredje ledd. I tråd med direktivet art 6(2) er plikten til å gjøre tilbudet kjent for de ansatte utvidet til også å omfatte de ansatte hos den tilbudspliktige. Vphl §6-14(2) og (3) oppfylder direktivets krav til informasjon til aksjeeiere og ansatte etter art 8(2).

6.2.3 Krav til tilbudet, særlig om tilbyders adgang til å stille betingelser

Vphl §6-10 omhandler det pliktige tilbudet og er i hovedsak en videreføring av vphl 1997 §4-10. Det er likevel grunn til å kommentere to forhold når det gjelder tilbudet.

⁸⁴ Kommentaren(2002) s. 370.

For det første oppstiller tredje ledd et forbud mot å gjøre tilbudet betinget. I direktivet art 13(e) er det hjemmel for medlemsstatene til å fastsette regler om adgangen til å oppstille betingelser ved tilbud. Utvalget gikk inn for at tilbyder kunne gjøre tilbudet betinget av konsesjon.⁸⁵ Departementet mente at det ikke var grunn til at det skulle kunne tas slike forbehold.⁸⁶ Selv om det ble grundig vurdert, ble altså ikke direktivets adgang til å gi hjemmel for at tilbyder kan ta forbehold benyttet. Begrunnelsen er beskyttelse av minoritetsaksjonærene, ved at deres posisjon ikke blir usikker eller de blir innelåst i perioden frem til konsesjonsspørsmålet er avklart, samt at unntaket uansett ville være så snevert at det sjelden ville oppstå slike situasjoner i praksis.⁸⁷

Tilbyder står imidlertid fritt til å stille betingelser eller ta forbehold ved fremsettelsen av frivillige tilbud. Dette er en videreføring av gjeldende rett.⁸⁸ Til og med skjønsmessige og generelt uformede forbehold godtas.⁸⁹ Det må likevel antas å være en grense for hvilke forbehold som kan tas. For eksempel kan nok ikke tilbyder ta forbehold som er i strid med kravene til likebehandling av aksjeeierne, jfr. vphl §6-18(1) som viser til vphl §6-10 siste ledd. Også mer generelle skranker, for eksempel krav til god forretningsskikk, vil også måtte hensyntas.⁹⁰ Det må nok også oppstilles en grense for hvor langt et forbehold kan settes frem i tid.

Direktivet art 13(e) om betingede bud gjelder også for frivillige bud siden bestemmelsen gjelder for "bids", jfr. art 2(1)(a). Direktivet sier at *member states shall also lay down rules which govern the conduct of bids, at least as regards the following: ... (e) the irrevocability of bids and the conditions permitted*. Etter ordlyden oppstilles det altså for medlemsstatene

⁸⁵ NOU 2005:17 pkt. 6.3.3.

⁸⁶ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.3.5.

⁸⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 26.3.5.

⁸⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 27.

⁸⁹ NOU 2005:17 pkt. 8.4.1.

⁹⁰ NOU 2005:17 pkt. 8.4.1.

en plikt til å ha regler om hvilke forbehold som er tillatt. Slike regler finnes ikke i de norske reglene om frivillige tilbud.

I forarbeidene synes det imidlertid ikke som om direktivets art 13(e) er vurdert i forhold til reglene om adgangen til å ta forbehold ved frivillige tilbud, langt mindre tolket å innebære en plikt for medlemslandene. Her legges det opp til en langt mer fri vurdering av om tilbyder bør kunne stå helt fritt til å stille betingelser. Forarbeidene viser til at hensynet til aksjeeiernes behov for forutberegnlighet taler for at adgangen til å stille betingelser ved fremsettelse av frivillige tilbud ikke burde være helt ubegrenset.⁹¹ Likevel går man ikke inn for å oppstille regler om hvilke betingelser som kan stilles. I forarbeidene begrunnes dette med at det vil være vanskelig å oppstille en retts teknisk god regel, og at gjeldende regler ikke ser ut til å ha skapt særlige problemer i praksis.⁹²

I britiske City Code on Takeovers and Mergers rule 13 heter det at subjektive vilkår normalt ikke godtas. Etter de svenske reglene kan tilbyder bare trekke tilbake et frivillig bud dersom det er klart at han ikke oppnår en betinget tilslutning fra aksjeeierne, at det er offentliggjort et for aksjeeierne bedre tilbud, eller at det er klart at det er oppstilt andre vilkår som er av vesentlig betydning for tilbyders erverv av målselskapet, og som det er klart at ikke oppfylles.⁹³ Tilsvarende de engelske reglene kan ikke disse betingelsene bero på subjektive forhold.

Etter mitt skjønn vil det, for eksempel ved å se til de svenske reglene, være mulig å oppstille noen regler om betingelser. Man har her relativt klare vilkår for hvilke forbehold som godtas. Siden det, som nevnt ovenfor, godtas vage og generelt utformede forbehold i norsk rett, vil hensynet til aksjeeierne tilsi at mer konkrete forbehold er å foretrekke. Samtidig kan det ikke ses bort ifra at det vil være svært krevende å utarbeide retts teknisk gode vilkår som treffer godt i alle situasjoner.

⁹¹ NOU 2005:17 pkt. 8.4.1.

⁹² NOU 2005:17 pkt. 8.4.1.

⁹³ NOU 2005:17 pkt. 8.4.1.

Mandatet som ligger til grunn for lovutvalgets arbeid sier at utvalget bør se hen til arbeidet med gjennomføringen av direktivet i andre EØS-land, særlig i andre nordiske land.⁹⁴ Det bør på denne bakgrunn ikke være et tilstrekkelig argument for å sløyfe en regel om forbehold at de tidligere reglene ikke ser ut til å ha skapt særlige problemer i praksis. Etter forarbeidene vurderer departementet at det på nåværende tidspunkt ikke er hensiktsmessig å innføre vesentlige nye krav til frivillige tilbud.⁹⁵ Det er uklart hvorfor departementet ikke finner tidspunktet riktig for å gi slike regler.

For det andre er tidligere forskrift av 15. desember 1997 nr. 1307 om krav til garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud ("garantiforskriften") gitt med hjemmel i vphl 1997 §4-10(7) nå videreført som en del av vpf, mens garantiforskriften er opphevet. Bestemmelsene i garantiforskriften er nå inntatt i vpf §§6-1 til 6-10. I tråd med de gjennomgående endringene i regelverket om overtakelsestilbud er "Oslo Børs" erstattet med "tilbudsmyndigheten" i §§6-7, 6-9 og 6-10.

6.2.4 Krav til tilbudsdokumentets innhold

Kravene til tilbudsdokumentets innhold fremgikk av vphl 1997 §4-13. På bakgrunn av krav til tilbudsdokumentet i direktivet art 6(3) er det foretatt tilføyelser i den nye bestemmelsen i vphl §6-13(2).

Etter ny bestemmelse i nr. 2 stilles det krav om at det i tilbudsdokumentet skal opplyses om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder, og i nr. 5 er det tilføyd et nytt krav om at det i tillegg til tilbudsprisen skal angis hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen.

Videre har man i nr. 14 inntatt et nytt krav om at tilbudsdokumentet skal inneholde opplysninger om den største og minste andel aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve.

⁹⁴ NOU 2005:17 pkt. 1.2.

⁹⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 27.5.

Bestemmelsen vil imidlertid kun være aktuell ved frivillige tilbud. Dette er fordi tilbyder ved pliktige tilbud må legge inn tilbud på alle aksjene, og det er ved pliktige tilbud heller ikke adgang til å ta forbehold om akseptgrad.⁹⁶

Man har også fått en ny nr. 15 om krav til opplysninger om utbetaling av erstatning som tilbys for rettigheter som kan bli tilsidesatt som følge av gjennombrudd i forhold til vedtektsfestede og avtalte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger mv. i målselskapet som behandles nedenfor i pkt. 8. Etter ny nr. 16 skal det i tilbudsdokumentet opplyses om lovvalg og verneting vedrørende tvister som måtte oppstå i forbindelse med inngåtte avtaler mellom tilbyder og aksjeeierne.

Alle de fem nye kravene til opplysninger i tilbudsdokumentet er tilnærmet ordrett oversettelse av kravene i direktivet art 6(3). Det fremgår ikke av forarbeidene hvordan disse kravene er vurdert i forhold til norske forhold. På den annen side gjelder reglene kun formkrav til tilbudsdokumentet, og antas av denne grunn ikke være av særlig inngripende karakter for tilbyder.

Av direktivet art 6(3)(h) fremgår det at tilbudsdokumentet minst skal inneholde opplysninger om alle betingelser og forbehold tilbudet er underlagt. Det kan spørres hvorfor ikke også slike opplysninger er nevnt blant opplysningene som skal "særskilt angis" etter vphl §6-13(2). Forarbeidene drøfter ikke problemstillingen. At forbehold kun kan tas ved frivillige tilbud synes ikke å være i veien for at opplysningen kreves etter vphl §6-13(2). Bestemmelsens nr. 14 vil jo kun være aktuell ved frivillige tilbud, og dette er også poengtert i forarbeidene.⁹⁷ Etter ordlyden i direktivet art. 6(3), "shall state at least", synes det å pålegge en plikt til minst å innta opplysningene som er nevnt i bestemmelsen i tilbudsdokumentet. Som nevnt ovenfor er det i norsk rett fri adgang til å ta forbehold ved frivillige tilbud. Dette tilsier at aksjeeierne har særlig behov for beskyttelsen en konkretisering av forbeholdene kan gi.

⁹⁶ NOU 2005:17 pkt. 9.3.

⁹⁷ NOU 2005:17 pkt. 9.3.

6.2.5 Frist for å akseptere tilbud

Etter vphl 1997 §4-11 skal det pliktige tilbudet angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn fire uker og ikke lengre enn seks uker. Bestemmelsen er videreført uten endringer i vphl §6-11(1).

Direktivet art. 7(1) krever at det oppstilles en frist for å akseptere tilbud. Fristen må ikke være kortere enn to uker og ikke lengre enn ti uker fra tilbudsdokumentet offentliggjøres. Etter direktivet art. 5(6) er det adgang til å gi regler som er strengere enn direktivets minimumskrav. På denne bakgrunn synes det ikke problematisk å videreføre den norske bestemmelsen.

I følge direktivet begynner fristen å løpe ”from the date of publication of the offer document”. Den norske bestemmelsen angir ikke hva som er starttidspunktet for tilbudsperioden. I teorien har det vært drøftet når fristen begynner å løpe. Den skisserte løsningen var her at i mangel av holdepunkter for annet, må det riktige – ut fra bestemmelsens formål – være at fristen regnes fra den dag aksjonærene i selskapet mottar tilbudsdokumentet.⁹⁸ Siden praksis er at tilbudsdokumentet sendes ut til aksjonærene og tilbudsmyndigheten samtidig, og tilbudsmyndigheten offentliggjør tilbudet umiddelbart⁹⁹, må løsningen i praksis antas å bli den samme etter direktivet som etter gjeldende norsk rett. Forutsatt at det etter norsk rett gjelder at tilbudsperioden begynner å løpe når aksjonærene mottar tilbudet, er det likevel et annet vilkår enn ”fra datoen for offentliggjøring av tilbudsdokumentet”. Det synes ut fra dette å være et behov for avklaring av når fristen begynner å løpe. Siden direktivet gir foranledning til å innta et slikt vilkår, burde nok dette ha vært gjort ved utformingen av de nye reglene i vphl.

⁹⁸ Kommentaren(2002) s. 353.

⁹⁹ Kommentaren(2002) s. 370.

Det er etter direktivet art. 7 adgang for medlemslandene til å tillate at tilbudsperioden forlenges ut over ti uker. Etter norsk rett vil man kunne få en forlenget tilbudsperiode dersom det fremsettes et nytt tilbud, jfr. §6-12(2). Tilbudsperioden kan også forlenges dersom den nye tilbudsperioden er innen lengstefristen på seks uker og det er tatt forbehold om slik utvidelse i tilbudsdokumentet.¹⁰⁰ Det er gitt et nytt 2. ledd med hjemmel for departementet til å gi nærmere forskrifter om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode. Forskrifthjemmelen er imidlertid foreløpig ikke benyttet.

For frivillige tilbud var det tidligere ikke fastsatt noen regler om tilbudsperiode i norsk rett. På bakgrunn av at direktivets krav til tilbudsperiode også gjelder for frivillige tilbud, er det nå innført en regel om pliktig tilbudsperiode ved frivillige tilbud i vphl §6-19(5). Tilbudsperioden kan ikke settes kortere enn to uker, og ikke lenger enn ti uker, som er i overensstemmelse med minimumskravet som stilles i direktivet art. 7(1). At det stilles mindre strenge krav til tilbudsperioden enn for pliktige tilbud harmonerer godt med at tilbyder generelt har mer fleksibilitet ved fremsettelse av frivillige tilbud, for eksempel når det gjelder adgangen til å stille betingelser for tilbudet.

Nytt er det også at reglene om nytt tilbud i vphl §6-12 gjelder for frivillige tilbud, jfr. §6-19(1). I forarbeidene ble endringen foreslått, men det er ikke gitt noen særskilt begrunnelse.¹⁰¹ Det må derfor antas at endringen er gjort på bakgrunn av at pliktige og frivillige tilbud generelt skal følge de samme reglene.

På samme måte som ved pliktige tilbud har departementet for frivillige tilbud gitt hjemmel til å gi forskrifter om adgangen til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode, jfr. vphl §6-19(5)(3).

¹⁰⁰ Kommentaren(2002) s. 353.

¹⁰¹ NOU 2005:17 pkt. 9.4.

6.2.6 Offentliggjøring av resultatet av fremsatt tilbud

Direktivet oppstiller i art. 13(d) et krav om at resultatet av overtakelsestilbud skal offentliggjøres. Vphl 1997 kapittel 4 inneholdt ingen regler om offentliggjøring av fremsatte tilbud. Det er i forarbeidene likevel hevdet at slike krav kan følge forutsetningsvis av bf 1994 §5-2 hvor det er krav om at utsteder av aksjer uoppfordret og umiddelbart skal gi børsen opplysninger som antas å være av betydning for kursen på selskapet aksjer.¹⁰² Nå følger det direkte av vphl §6-18 at tilbyder straks skal offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud.

Er kravet til offentliggjøring av resultatet av fremsatt tilbud en løpende plikt, for eksempel slik at offentliggjøring skal skje en gang hver dag, eller er det kun et krav til at resultatet skal offentliggjøres i slutten av tilbudspliktsperioden? Ordlyden sier at offentliggjøringen skal skje ”straks”, men det er ikke klart om ”straks” refererer seg til hver gang det er noe å melde eller utløpet av tilbudspliktsperioden. Forarbeidene gir heller ingen veiledning. Hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier at det bør gis løpende informasjon, da opplysninger om akseptgrad underveis tidligst mulig vil gi dem informasjon som kan være grunnlag for deres beslutning om å akseptere eller ikke. Samtidig vil det fram til tilbudsperiodens utløp være usikkert hvor mange aksjonærer som vil akseptere tilbudet. Det kan derfor hevdes at informasjon underveis vil være ufullstendig, og at det kun vil være en byrde for tilbyder å være pålagt mer informasjonsarbeid.

Etter vphl §4-2(2) er en aksjonær eller aksjonærgruppe pålagt å flagge erverv som bringer vedkommende over 5 prosent, 10 prosent, 15 prosent, 20 prosent, 1/3, 50 %, 2/3 og 90 % av aksjekapitalen eller tilsvarende andel av stemmene i selskap notert på regulert marked. Slik melding skal offentliggjøres, jfr. vphl §4-3(3). Siden det er en rekke terskler som utløser flaggeplikt, vil dette tilsi at minoritetsaksjonærenes behov for informasjon til en viss grad ivaretas, da det må flagges hver gang det har skjedd større endringer i tilbyders

¹⁰² NOU 2005:17 pkt. 12.2 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 28.4.1.

aksjeinnehav. På denne bakgrunn synes det etter mitt skjønn rimelig at tilbyder bare er pålagt plikten til offentliggjøring av resultatet av fremsatt tilbud ved tilbudsperiodens utløp.

7 Oppkjøpsvern

7.1 Begrensninger og plikter for styret i målselskapet

Handlingsrommet for styret og ledelsen i målselskapet er begrenset ved overtakelsestilbud. Dette er for det første av hensyn til å unngå sammenblanding av styret og ledelsens interesser med aksjonærenes interesser.¹⁰³ For det andre beskyttes tilbyder mot at det foretas grep under overtakelsestilbudet som kan ha betydning for verdien og karakteren av selskapet.¹⁰⁴

Etter den norske lovbestemmelsen i vphl 6-17(1), som er en videreføring av vphl 1997 §4-17(1), har man oppstilt en rekke konkrete tiltak som styret og daglig leder må avstå fra i tilbudsperioden. For eksempel kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om utstedelse av aksjer i selskapet eller salg av vesentlige virksomhetsområder. Direktivet har mer generelle regler, da ledelsen og styret ikke kan foreta ”any action” for å legge hindringer i veien for tilbudet, med mindre dette er forhåndsgodkjent av generalforsamlingen. Det er på denne bakgrunn i forarbeidene drøftet om de norske reglene burde gis en mer generell utforming.¹⁰⁵ Lovutvalget bemerket at en gjennomføring av direktivets ”any action” vil favne meget vidt. Etter direktivet er det kun gjort unntak for beslutninger som styret selv har fattet før melding er gitt om tilbudet. Det vises til at dette er langt snevrere unntak enn man har hatt etter de norske reglene, der det gjøres unntak for disposisjoner som er en del

¹⁰³ NOU 1996:2 s. 126.

¹⁰⁴ Forutsatt i NOU 1991:25 s. 90, jfr. Kommentaren(2002) s. 382.

¹⁰⁵ NOU 2005:17 pkt. 10.1.3.

av selskapets løpende forretningsdrift. Hensynet til forutberegnelighet og klarhet taler også for konkrete tiltak styret og ledelsen ikke kan foreta i tilbudsperioden.

Norsk tradisjon, som er relevant ved gjennomføringen av direktivet etter fortalen pkt. 26, taler for at man bør videreføre reguleringen. Et annet poeng i forhold til hva som er den norske "national system and cultural context" er at det følger av den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse av 4. desember 2007 pkt. 14 tredje ledd at styret ikke uten særlige grunner bør søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter et tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer. Samlet sett taler dette for at den norske formuleringen beholdes.

Samtidig måtte Norge, på bakgrunn av direktivets krav i art. 12(2), gi en adgang for selskapene til å innta i vedtektene en bestemmelse tilsvarende direktivets generelle forbud mot at styret foretar "any action" uten generalforsamlingens forhåndsgodkjenning. Etter asal. §5-18 har kan norske allmennaksjeselskaper endre sine vedtekter, og det må antas at det er viss adgang til å innta i vedtektene at styret må avstå fra handlinger som kan forhindre oppkjøp. Det synes likevel som at lovutvalget ønsket å tydeliggjøre regelen mer enn dette.¹⁰⁶ Etter ny bestemmelse i vphl §6-17(3) kan selskapene nå i vedtektene ha mer vidtgående regler enn det man tidligere hadde.

Begrensningene for styret og daglig leder gjelder i perioden fra "selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes" til "tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart". Det har i teorien vært drøftet hvordan man skal tolke tidspunktet som avslutter denne suspensjonsperioden.¹⁰⁷ Det kan reises spørsmål om innføringen av regelen i vphl 6-18 om at tilbyder straks skal offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud klargjør situasjonen. Sammenfaller avslutningen av suspensjonsperioden med når resultatet av fremsatt tilbud skal offentliggjøres?

¹⁰⁶ NOU 2005:17 pkt. 10.1.3.

¹⁰⁷ Kommentaren(2002) s. 386-388.

Etter ordlyden i vphl 6-17 avsluttes suspensjonsperioden når ”tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart”. Det fremgår ikke av ordlyden hvem det må være klart for.

Lovkommentaren antyder at det er oppkjøpers situasjon som er det sentrale.¹⁰⁸ På den annen side hevdes det også at det ikke gjelder noe krav om at tilbyder har offentliggjort resultatet av antall aksepter, da tilbyder kan trenere denne prosessen.¹⁰⁹ Dette argumentet kan imidlertid ikke være avgjørende lenger, da det nå i vphl §6-18 er innført en plikt for tilbyder til ”straks” å offentliggjøre resultatet av tilbudet.

Det er i vphl §6-17 et krav om at resultatet må være ”klart”. Det synes som at et slikt krav underforstått også må stilles i §6-18, da det har lite for seg å offentliggjøre et resultat som ennå ikke er klart. Dette taler for at tidspunktet for plikten til å offentliggjøre resultatet av tilbudet til en viss grad sammenfaller med ”når tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart”.

7.2 Målselskapets uttalelse om tilbudet

Styret har ved overtakelsestilbud plikt til å utarbeide og offentliggjøre styrets uttalelse om tilbudet, jfr. vphl §6-16, jfr. §6-19. Lovens system er, som nevnt ovenfor, at selskapets styre og ledelse ikke kan foreta visse handlinger som er kan hindre et overtakelsestilbud. Det styret imidlertid kan gjøre er gjennom uttalelsen å uttrykke et begrunnet negativt syn på overtakelsestilbudet.

Det er gjort noen endringer i vphl 6-16 i forhold til tilsvarende bestemmelse i vphl 1997 §4-16. Bakgrunnen for disse endringene er at direktivet art. 9(5) stiller noe mer presise krav enn den tidligere norske bestemmelsen.¹¹⁰

For det første er det etter den gamle regelen i vphl 1997 §4-16(1) skulle styret avgi en ”uttalelse om tilbudet som bl.a. gir opplysninger om de ansattes syn og andre forhold av

¹⁰⁸ Kommentaren(2002) s. 386.

¹⁰⁹ Kommentaren(2002) s. 386, med videre henvisninger.

¹¹⁰ NOU 2005:17 pkt. 10.2.3.

betydning ved vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjeeierne”. Det er i den nye lovteksten presisert at denne uttalelsen skal inneholde ”styrets begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser”. I følge ordlyden er det nå et krav til ”vurderinger” og at de ”begrunnes”. Etter den tidligere lovteksten var det ikke noe krav til ”vurderinger”, kun til ”opplysninger”. Dette tyder på at etter den tidligere rettsstilstanden var det opp til den enkelte aksjonær å foreta enhver vurdering. At styret nå pålegges å vurdere konsekvenser i forhold til selskapets interesser må antas å være i tråd med hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjonærene, da styret antas å ha god innsikt i selskapets virksomhet, mens mindre aksjonærer ofte mangler tilstrekkelig informasjon eller ressurser til å foreta en kvalifisert vurdering av tilbudet.

For det andre følger det nå av ordlyden at *dersom styret ikke finner å kunne gi en anbefaling til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, skal det redegjøres nærmere for bakgrunnen for dette*. Tidligere fulgte det av forarbeidene at det i styrets uttalelse ikke var noe krav til anbefaling.¹¹¹ Det kan synes noe uklart hvorvidt den nye formuleringen gir forventning om en anbefaling eller ikke. Forarbeidene til vphl 1997 fremhever som begrunnelse mot at styret skal komme med en anbefaling at styret ikke bør tvinges til å ta standpunkt i en situasjon der forskjellige aksjeeiergrupperinger, de ansatte, kreditorene mv. kan ha forskjellige interesser og at spørsmålet derfor kan være dårlig egnet for styrevedtak.¹¹²

Av norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse pkt. 14 heter det imidlertid at styret ”bør” gi en anbefaling. På s. 48 fremheves det at det for ”aksjeeierne vil (...) være av særlig interesse at styret bruker sin innsikt om selskapets fremtid til å gjøre estimater av nåverdien av den fremtidige verdiskapningen i selskapet og sammenligner denne med det fremsatte tilbud”. Dette er imidlertid kun en anbefaling, ikke noe påbud. Likevel synes det å være en indikasjon på at det i normaltillfeller vil gis en anbefaling, ikke minst siden hensynet til minoritetsaksjeeierne tilsier det. Samtidig vil jo situasjonen være forskjellig

¹¹¹ NOU 1996:2 s. 125 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 81.

¹¹² NOU 1996:2 s. 125.

ved ulike tilbud i ulike selskaper. Man kan derfor tenke seg at det i stor grad vil bero på den konkrete tilbudssituasjonen om man kan forvente seg en uttalelse eller ikke. Siden bestemmelsen er ny i norsk rett, gir praksis ingen særlig veiledning. I hvilken grad man kan forvente en anbefaling fra styret, vil trolig bli klargjort gjennom selskapenes praksis fremover.

Det er nytt at styret eventuelt har plikt til å gi en begrunnelse dersom det ikke finner å kunne gi noen anbefaling, jfr. vphl §6-16(1)(2).

For det tredje stiller den nye bestemmelsen i vphl §6-14(1) krav om at en særskilt uttalelse fra de ansatte om tilbudets innvirkning på sysselsettingen skal vedlegges, forutsatt at denne overgis styret innen rimelig tid. Det er etter mitt skjønn naturlig å tolke ”rimelig tid” i forhold til styrets tidsfrist for når deres uttalelse skal foreligge, nemlig én uke før tilbudsperiodens utløp, jfr. §6-16(2). Det vil vel også være ”rimelig” om de ansattes uttalelse må gis slik at det er tid til å koordinere vedlegg og sending av styrets uttalelse.

7.3 Tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger

Direktivet art. 11 legger opp til at medlemsstatene skal ha regler om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger, såkalte ”breakthrough”. Det er imidlertid gjort valgfritt for den enkelte medlemsstat om den vil gi slike lovregler, jfr. art. 12(1). Dersom medlemsstaten avstår fra å gi slike regler, må selskapene etter direktivet art. 12(2) gis mulighet for å innta tilsvarende regler i sine vedtekter.

Norsk rett hadde tidligere ikke slike regler om ”breakthrough”. Ved vurderingen av om det skulle innføres slike regler i norsk rett, viser forarbeidene til at omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i selskapers vedtekter er lite utbredt i Norge, og at stadig færre selskaper har aksjer med ulik stemmevekt.¹¹³ Man valgte derfor ikke å innføre regler om ”breakthrough”. Dette synes også å være i overensstemmelse med direktivets fortale pkt.

¹¹³ NOU 2005:17 pkt. 10.3.3.

26, som sier at den nærmere gjennomføringen av direktivet i nasjonal rett bør gjøres i tråd med statenes nasjonale systemer og kulturelle tradisjoner.

Det er likevel i vphl §6-17(4) inntatt en bestemmelse om selskapenes mulighet til å vedtektsfeste tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettigheter i en tilbudsperiode. Etter forarbeidene er dette en følge av at selskapene skal kunne få velge, og en slik bestemmelse vil presisere denne retten i lov.¹¹⁴ I tillegg synes det nærliggende å anta at bestemmelsen er inntatt for å tydeliggjøre overfor EU/EØS at direktivet er implementert. Av plasshensyn går det her ikke nærmere inn på detaljene i disse reglene.

8 Tvangsinnløsning i kombinasjon med fremsettelse av tilbudet

Det følger av direktivet art. 15 og 16 at medlemsstatene skal ha regler om tvangsinnløsning og innløsningsrett ("right of squeeze-out" og "right of sell-out") i etterkant av overtakelsestilbud. Dette må gjøres innen tre måneder etter tilbudsperiodens utløp, jfr. art. 15(4), jfr. §16(3).

Norsk rett har regler i asal §4-25(1) og (6) om at en aksjeeier som eier mer enn ni tideler av aksjene i et allmennaksjeselskap og har en tilsvarende andel av stemmene som kan avgis på generalforsamlingen kan kreve å overta de øvrige aksjene. Tilsvarende har minoritetsaksjonærene rett til å kreve seg utløst. I motsetning til direktivets krav til at det må være slik mulighet i etterkant av overtakelsestilbud, gjelder reglene i asal §4-25 generelt. Dette innebærer at dersom en aksjeeier etter et pliktig eller frivillig tilbud skulle komme over en eierandel på ni tideler, må i så fall en tvangsutløsning eller utløsningsrett iverksettes separat i forhold til det fremsatte tilbudet. Praksis har riktignok lagt til grunn at

¹¹⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 29.3.3 og 29.3.5.

tilbyderen kan gjøre dette selv om tilbudsperioden ennå ikke har løpt ut.¹¹⁵ På bakgrunn av direktivets krav er det derfor i norsk rett i tillegg til de generelle bestemmelsene i asal §4-25 innført særlige bestemmelser i vphl §6-22 om tvangsutløsning og utløsningsrett i etterkant av overtakelsestilbud. Etter vphl §6-22(1) gjelder denne retten ”i henhold til lov om allmennaksjeselskaper §4-25”. Reglene gjelder dermed kun der norske allmennaksjeselskaper er målselskap.

Etter direktivet art. 15(2)(a) og (b) er det et vilkår at tilbyder må ha oppnådd både 90 prosent av kapitalen og 90 prosent av stemmene i selskapet. Etter vphl §4-25 er vilkåret at aksjeeieren har ni tideler av aksjene og stemmerettene. Kravet til 90 prosent av kapitalen følger altså ikke av de norske reglene. Det norske vilkåret er innført i vphl §6-22. Forarbeidene viser til at dette er en viss nyanseforskjell, men at forskjellen kun vil ha betydning for selskaper med flere aksjeklasser, noe som er svært sjelden i norske noterte selskaper.¹¹⁶ De norske reglene vil derfor for de fleste praktiske forhold være i samsvar med ordlyden i direktivet. Imidlertid finnes det også norske selskaper med flere aksjeklasser.¹¹⁷ Det må derfor antas at problemet kan komme opp ved en oppkjøpssituasjon i disse selskapene. Direktivet art. 15(3) åpner for at medlemsstatene kan ha regler om innløsning for hver aksjeklasse, men dette er ikke gjort da man fant at forskjellen mellom reglene ikke ville ha særlig praktisk betydning.¹¹⁸

Videre oppstilles det i direktivet art. 15(2) et vilkår om at minoritetsaksjonærene skal kunne komme seg ut til en ”fair price”. I direktivets art. 15(5) står det at det frivillige tilbudets tilbudspris regnes som ”fair” dersom tilbyder oppnår 90 prosent ved aksept av dette, mens ved pliktige tilbud skal tilbudsprisen regnes som ”fair”. Det er antatt i forarbeidene at direktivet her er ment å oppstille presumsjonsregler, da forholdene kan ha

¹¹⁵ Vedtak og uttalelser 2000 s. 90-95.

¹¹⁶ NOU 2005:17 pkt. 13.3.

¹¹⁷ NOU 2005:17 pkt. 10.3.3: tre slike selskaper per 2. juni 2005.

¹¹⁸ NOU 2005:17 pkt. 13.3.

endret seg i perioden fram til utløsningskrav fremmes.¹¹⁹ Denne antakelsen harmonerer dårlig med den kategoriske ordlyden i direktivet art. 15(5), men samtidig passer tolkningen godt i forhold til en alminnelig språklig forståelse av ordlyden "fair price" i art. 15(2). Siden direktivet art. 15(5) i direktivet er tolket som en presumsjonsregel, er det i den norske bestemmelsen inntatt forbehold.

For pliktige tilbud er det inntatt forbehold om at "ikke særlige grunner tilsier en annen pris". Når det gjelder frivillige tilbud kan tvungen overføring av aksjene gjennomføres dersom overføringen iverksettes senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført, jfr. vphl §6-22(3) Det er videre ikke noe krav til at det fremsettes et pliktig tilbud, men løsningssummen må minst settes til det beløp tilbudsprisen ville ha vært ved et pliktig tilbud I tillegg må det stilles en tilsvarende garanti som etter vphl §6-10(7) må stilles for pliktige tilbud. Det er i forarbeidene pekt på at lovens løsning er ressursbesparende for tilbyder, som ikke i tillegg må fremme et pliktig tilbud, men samtidig gis ikke minoritetsaksjonærene noe dårligere vern enn om prosessen måtte todeles.¹²⁰

Norsk rettspraksis om tvangsutløsning etter asal §4-25 krever at dette skal skje til "aksjenes virkelige verdi".¹²¹ Vil dette være i samsvar med kravet til "fair price"?

Det er hevdet at presumsjonsregelen om "fair price" synes å innebære en konflikt med gjeldende rett, da *erfaringene fra rettlige skjønn viser... at innløsningsprisen ofte settes høyere enn tilbudet når virkelig verdi legges til grunn.*¹²² Samtidig er jo reglene om fastsettelsen av vederlaget ved pliktige tilbud, det høyeste vederlag tilbyder har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte,¹²³ begrunnet med hensynet til minoritetsaksjonærene og likebehandling av aksjonærene. Likebehandlingshensynet taler

¹¹⁹ NOU 2005:17 pkt. 13.1.

¹²⁰ NOU 2005:17 pkt. 13.3.

¹²¹ Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods).

¹²² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 30.4.

¹²³ Verdipapirhandelloven §6-10(7).

også i en annen relasjon for å oppstille en presumsjonsregel, da de gjenværende aksjonærene med en slik regel vil bli likebehandlet med de som allerede har akseptert tilbudet. I tillegg må det presiseres at det kun er snakk om en presumsjonsregel, der utløsningssummen skal justeres dersom "særlige grunner" tilsier det.

For frivillige tilbud synes det nærliggende å anta at ved en så høy akseptgrad at tilbyder kommer over ni tideler, vil tilbudet ha vært så godt at aksjonærene har ansett det å tilsvare aksjenes virkelige verdi. Hensynet til forutberegnlighet for minoritetsaksjonærene tilsier også at en presumsjon om at tilbudsprisen er "fair price".

Etter dette synes de nye norske reglene om "fair price" ikke å være i konflikt med et krav til "virkelig verdi". Reglene synes også å være fornuftige, både med hensyn til direktivet og hensynene bak reglene om overtakelsestilbud.

9 Burde andre endringer ha vært gjort?

Selv om dette i hovedsak er en oppgave som vurderer endringene som faktisk har blitt gjort i reglene om overtakelsestilbud, går det enkelte steder også inn på drøftelser av om andre endringer burde ha vært gjort, for eksempel når det gjelder tilbudspliktsgrensen og i forhold til adgangen til å ta forbehold. I tillegg ønsker jeg her å vise til forarbeidenes drøftelse av om det burde ha vært inntatt en bestemmelse om adgangen til å trekke tilbake tilbud,¹²⁴ noe som må antas å være praktisk i en rekke tilfeller. Av hensyn til formålet med og omfanget av denne oppgaven går det ikke videre inn på spørsmålet om andre endringer burde ha vært gjort.

¹²⁴ NOU 2005:17 pkt. 12 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 28.4.

10 Litteraturliste

Direktiver

- EP/Rdir 2004/25/EF Europa-parlamentets og rådets direktiv 2004/25/ EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud
- EP/Rdir 2004/39/EF Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF ("MIFID")
- EP/Rdir 2001/34/EF Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer

Lover

- 2007 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 75
- 2007 Lov om regulerede markeder (børsloven) av 29. juni 2007 nr. 74
- 2000 Lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) av 17. november 2000 nr. 80
- 1997 Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79
- 1997 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45
- 1997 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 44

Forskrifter

- Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirhandelforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876
- Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) av 29. juni 2007 nr. 875
- Forskrift om autoriserte markedsplasser for omsettelige verdipapirer av 20. desember 2006 nr. 1561
- Forskrift om ikrafttredelse og overgangsbestemmelser til lov av 19. juni 1997 om verdipapirhandel av 7. november 1997 nr. 1149 (OPPHEVET)
- Børsforskrift av 17. januar 1994 nr. 30
- Forskrift om overgangsregler til lov av 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 750
- Forskrift om krav til garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud av 15. desember 1997 nr. 1307

Børssirkulærer

- 11/2007 Norske regler om overtakelsestilbud – anvendelse på utenlandske selskap - dispensasjonsregler

Annet regelverk

- Opptaksreglene for Oslo Axess av januar 2008

Forarbeider

- Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
- NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)
- NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter. Gjennomføring av MiFID og transparency-direktivet. Innstilling II fra Verdipapirmarkedslovutvalget

- Ot.prp.nr. 29 (1996-97) Om lov om verdipapirhandel
- NOU 1999:3 Organisering av børsvirksomhet mv.
- NOU 1996:2 Verdipapirhandel
- Høringsnotat – Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, av 1. september 2007
- Høringsnotat – Anvendelsesområde, tilbudsmyndighet og lovvalg i forhold til overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater, av 1. september 2007
- Advokatforeningen. Høringsuttalelse – forslag til forskriftsbestemmelser i verdipapirforskriften om overtakelsestilbud. 29. oktober 2007
(http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/Horingssvar/2007_09_14_overtakelsestilbud/dna.pdf)

Rettspraksis

- TOSLO-2007-39572 Eastern Drilling
- Rt. 2003 s. 713 Norway seafoods

Annen praksis

- Børsklagenemnden 7/2006 Aban/Sinvest
- Børsklagenemnden 1/2003 Orkla ASA/Nordstjernen
- Vedtak og uttalelser fra Oslo Børs 2002

Bøker

- Sørensen, Karsten Engsig og Nielsen, Poul Runge. EU-retten 4. udgave, Luxembourg/Århus, 2008
- Bergo, Knut. Børs- og verdipapirrett 2. utg., Oslo, 2004
- Verdipapirhandelloven: lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79/med kommentarer av Tor Bechmann ... [et. al.]. Oslo, 2002 ("Kommentaren(2002)")
- Jervell, Stephan L. Lovgivningen i EØS, Oslo 2002

Personlig meddelelse

- Kristine Rørholt (Finansdepartementet). Telefonsamtale. 23. april 2008
- Juridisk avdeling ved Oslo Børs. Telefonsamtale. 21. april 2008

Annet

- Gyldendal rettsdata (www.rechtsdata.no)
- Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse av 4. desember 2007
- Oslo børs årsstatistikk for 2007
(<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fvnd.ms-excel&blobwhere=1199423275789&blobcol=urlblob&blobkey=id&1199423275789.vnd.ms-excel>)

