

Total Return Swap-avtaler
- rettsvirkninger overfor kapitalmarkedet

Kandidatnummer: 573
Leveringsfrist: 25.11.08

Til sammen 17 709 ord

26.11.2008

Innholdsfortegnelse

<u>TOTAL RETURN SWAP-AVTALER</u>	I
<u>- RETTSVIRKNINGER OVERFOR KAPITALMARKEDET</u>	I
<u>1 AVHANDLINGENS TEMA</u>	1
1.1 Problemstilling	1
1.2 Avgrensning	3
1.3 Den videre fremstillingen	3
<u>2 KORT OM TILBUDSPLIKTREGLENE</u>	4
2.1 Tilbudspliktreglenes rettslige grunnlag og utforming	4
2.2 Ervervskriteriet	5
2.3 Hensynene bak tilbudspliktreglene	6
2.3.1 Utgangsmulighet ved kontrollskifte	6
2.3.2 Likebehandling av aksjonærene – adgang til kontrollpremie	7
2.3.3 Tilliten til et velfungerende kapitalmarked	8
<u>3 TOTAL RETURN SWAP-AVTALEN</u>	10
3.1 De finansielle karakteristikas betydning for konsoliderings spørsmålet	10
3.2 Finansielle karakteristika	10
3.2.1 Avtalens parter og deres forpliktelser	11
3.2.2 Eksempel	15
3.2.3 Oppsummering	16
3.3 Formål	17
	I

3.3.1	Formålenes relevans i forhold til konsolideringsspørsmålet	17
3.3.2	Sikring (hedging)	17
3.3.3	Spekulasjon	19
3.3.4	Syntetisk belåning	19
3.3.5	Skjule posisjonering	19
3.3.6	Omgåelse av eierskapsbegrensninger	20
3.3.7	Funding cost arbitrage	21
3.4	TRS-avtalenes fremvekst	21
4	<u>KONSOLIDERING AV TRS-AVTALEPARTER I FORHOLD TIL TILBUDSPLIKTREGLENE</u>	23
4.1	Generelt om konsolidering	23
4.1.1	Ervervskriteriet i § 6-5 (1)	24
4.2	Forpliktende samarbeid	26
4.2.1	Tolkning av lovens ordlyd	26
4.2.2	Forarbeidene	28
4.2.3	EØS-forpliktelser	30
4.2.4	Børs- og rettspraksis	30
4.2.5	Teori	33
4.2.6	Reelle hensyn	35
4.2.7	Legalitetsprinsippet	36
4.2.8	Sammenfatning	41
4.3	Nærmere om ”bruk” av aksjonærrettigheter	41
4.3.1	Tolkningen av ordet ”bruk”	41
4.3.2	Sammenfatning	49
4.4	Krav til bruken av aksjonærrettighetene	49
4.4.1	Problemstilling	49
4.4.2	Innhold	49
4.4.3	Varighet	52
4.4.4	Omfang	53
4.4.5	Sammenfatning	56

4.5	Særlige rettskildespørsmål	56
4.6	Sammenfatning og avsluttende bemerkninger	58
<u>5</u>	<u>MELDEPLIKT</u>	<u>62</u>
5.1	Generelt om meldeplikten	62
5.2	Problemstilling	63
5.3	Hensyn	63
5.4	Meldeplikt ved TRS-avtaler?	63
5.5	Sammenfatning	64
<u>6</u>	<u>FLAGGEPLIKT</u>	<u>65</u>
6.1	Generelt om flaggeplikten	65
6.2	Problemstilling	65
6.3	Hensyn	66
6.4	Flaggeplikt ved TRS-avtaler?	66
6.4.1	Erverv av rettigheter til aksjer	66
6.4.2	Konsolidering av TRS-avtalepartene	67
6.5	Sammenfatning	68
<u>7</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>69</u>
7.1	Litteratur	69
7.2	Lover	69
7.3	Forskrifter	70

7.4	Forarbeider	70
7.5	Direktiver	70
7.6	Elektroniske dokumenter	70
7.7	Vedtak fra Oslo Børs og Børsklagenemnda	71
7.8	Rettskilder	71
7.9	Brev og uttalelser	71
8	<u>LISTER OVER TABELLER OG FIGURER M V</u>	<u>A</u>

1 Avhandlingens tema

1.1 Problemstilling

Oppgavens siktemål er å gi en analyse av total return swap-avtalers (heretter TRS-avtaler) rettsvirkninger overfor kapitalmarkedet i relasjon til reglene om tilbudsplikt, meldeplikt og flaggeplikt.

En TRS-avtale er en finansiell derivatkontrakt¹ der den ene avtalepart (kjøperen) erverver den finansielle eksponeringen i et underliggende aktivum (for eksempel en aksje) fra den andre avtalepart (selgeren) mot en rentebetaling. Avtalen inngås for en gitt periode og et gitt antall aksjer, med en inngåelses- og innløsningskurs. Selgeren av eksponeringen sitter med risikoen for oppgang i aksjekursen, mens kjøperen har risikoen for nedgang.

Selgeren sikrer seg vanligvis mot kursoppgang ved å kjøpe sikringsaksjer som selges ved avtalens utløp. Når disse aksjene tas ut av markedet, øker de øvrige aksjonærenes relative innflytelse i selskapet. TRS-avtalen kan således benyttes for å oppnå eller sikre kontrollen i et målselskap uten at TRS-kjøperen behøver å stå oppført som eier av aksjene.

TRS-avtaler er slik sett egnet til få virkninger for TRS-avtalepartene som gjør at det er grunn til å stille spørsmål om det utløses tilbudsplikt, meldeplikt og flaggeplikt. Denne avhandlingen vil søke å belyse i hvilken grad verdipapirhandelloven² (heretter vphl.) gir børsmyndighetene³ anledning til å se gjennom de formelle forholdene og konsolidere

¹ Verdipapir hvis verdi er en funksjon av et underliggende aktivum. Derivatet er finansielt fordi oppgjøret er kontant (kontantavregnet derivat).

² Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

³ Oslo Børs ASA ved børsstyret og Børsklagenemnda.

(identifisere) partene i en TRS-avtale med den virkning at deres aksjebeholdninger anses som én.

For å hindre at tilbudspliktreglene omgås ved å spre eierskap på ulike aksjonærer, angir vphl. at aksjonærer som har nær tilknytning til hverandre etter nærmere vilkår skal konsolideres (identifiseres med hverandre). Denne avhandlingen skal se nærmere på konsolidering av TRS-avtaleparter etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. § 2-5 nr. 5 angir som nærstående:

”... 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.”

Foreligger det et forhold som medfører at partene konsolideres, vil deres aksjebeholdninger etter forholdene kunne medføre at de plikter å inngi tilbud til de øvrige aksjonærene om kjøp av deres aksjer, jfr. vphl. § 6-1 (1), jfr. (6).

Avhandlingen vil særlig søke å belyse i hvilken grad TRS-avtalens parter kan sies å ha et ”forpliktende samarbeid” om bruk av aksjonærrettighetene etter vphl. § 2-5 nr. 5 som kan føre til konsolidering etter § 6-5 (1).

Børsklagenemnda har p.t. kun behandlet to saker som omhandler konsolidering grunnet TRS-avtaler - Sinvest-saken⁴ og SeaDrill-saken⁵. I begge sakene konsoliderte Børsklagenemnda TRS-avtalepartene. Den sistnevnte saken ble brakt inn for domstolene. Oslo Tingrett har avsagt dom i saken.⁶ Dommen er anket og følgelig ikke rettskraftig avgjort.

⁴ Børsklagenemnda sak 7/2006.

⁵ Børsklagenemnda sak 6/2006.

⁶ TOSLO-2007-39572

1.2 Avgrensning

Avhandlingen avgrenses i denne sammenheng til konsolideringsspørsmålet etter vphl. § 6-5, jfr. § 2-5 nr. 5 grunnet ”forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument”.

Avhandlingen avgrenses i hovedsak mot rettslige problemstillinger som springer ut av TRS-avtaler med annet enn aksjer som underliggende aktivum.⁷ Det avgrenses også mot konkursrettslige problemstillinger.⁸

Det bemerkes at de vurderinger som fremkommer i denne avhandlingen knytter seg til tolkningen av vphl. § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. Avhandlingen vil ikke adressere spørsmål vedrørende den konkrete bevisbedømmelsen i de saker som er blitt bedømt på bakgrunn av bestemmelsen.

1.3 Den videre fremstillingen

I det følgende vil det innledningsvis gis en kort oversikt over tilbudspliktreglene i kapittel 2 og TRS-avtaler generelt i kapittel 3. Under kapittel 4 vil det bli gjennomført en analyse av gjeldende rett i forhold til konsolidering etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. Avslutningsvis i kapittel 4 vil det bli foretatt en oppsummering av rettsstilstanden. I kapittel 5 og 6 vil det bli foretatt en analyse av om TRS-avtaler utløser melde- og flaggeplikt overfor kapitalmarkedet.

⁷ Valuta- og renteswaper og lignende.

⁸ Tjaum (1996) Del 3.

2 Kort om tilbudspliktreglene

2.1 Tilbudspliktreglenes rettslige grunnlag og utforming

Norge har regler om tilbudsplikt som er i samsvar med europeisk tradisjon.⁹

Verdipapirhandelloven § 6-1 (1) pålegger tilbudsplikt der en aksjonær gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 33,33 % av stemmene til et selskap notert på norsk regulert marked.

Tilbudspliktsreglenes utforming er et kompromiss mellom hensynene til den oppkjøpende aksjonær på den ene side, og minoritetsaksjonærene på den annen side.

Den oppkjøpende aksjonær har interesse i at styret forholder seg nøytralt i forhold til deres oppkjøp. Vphl. § 6-17 (1) angir at styret ikke skal motarbeide oppkjøpet ved mottiltak, for eksempel utstedelse av nye aksjer for å vanne ut oppkjøpers eierandel.

Generalforsamlingen kan imidlertid gi styret fullmakt til å iverksette mottiltak ved oppkjøpsforsøk. Styret skal avgi en uttalelse om oppkjøpets betydning for selskapet og dets ansatte, jfr. § 6-16. Selv om det hadde vært gunstig for aksjonærene at styret tok et standpunkt i sin uttalelse, pålegger ikke vphl. styret en slik plikt. Det er visstnok stor variasjon i hvor konkrete anbefalinger styrene gir sine aksjonærer.¹⁰

Styret og ledelsen kan sitte uttrykt i oppkjøpssituasjoner, og kan dermed ha egeninteresse i å motarbeide en antagelse av budet. Styret vil imidlertid vanligvis bestå av representanter for aksjonærene og vil således søke å maksimere aksjonærverdiene. I så måte kan saken stille seg noe annerledes for den øvrige ledelse i oppkjøpssituasjoner enn for styret. Både styremedlemmer og daglig leder vil ha en egeninteresse i å ikke bli erstatningsansvarlig for tap påført selskapet etter asl. § 17-1 (1).¹¹ For aksjonærene vil et tilbud normalt fortone seg

⁹ For utfyllende analyse av europeiske tilbudspliktregler, se Magnuson (2008).

¹⁰ Bergo (2003) s. 265.

¹¹ Asl./Asal. § 17-1, se Normann Aarum (1994) om styreansvar.

som et bedre alternativ enn intet tilbud, hvilket gjør at styret og ledelsen kan ha interesser som strider mot aksjonærenes.

Hva gjelder minoritetsaksjonærene, er det i deres interesse at det er likviditet i aksjen (at aksjen omsettes) så de har en mulighet for å selge sine aksjeposter, se pkt. 2.3.1.

Minoritetsaksjonærene har videre en interesse i å ha lik anledning til å få del i en eventuell kontrollpremie oppkjøper er villig til å gi for et visst antall aksjer for å oppnå en ønsket kontroll, se pkt. 2.3.2.

2.2 Ervervskriteriet

§ 6-1 (1) angir et krav om ”*ervert*” for at tilbudsplikt skal inntre.

De typiske *ervert* vil være kjøp, bytte, tegning av aksjer, fusjon og fisjon, samt visse former for indirekte *ervert* etter § 6-1 (2). Unntatt er *ervert* gjennom arv, gave og lignende, jfr. § 6-2 (1)-(3).¹²

I forhold til denne oppgavens tema, kommer ikke *ervert*kriteriet på spissen. Det er TRS-selgerens ordinære *ervert* av sikringsaksjer mot vederlag, sett i sammenheng med TRS-avtalen, som utløser konsolideringen. Rettigheter til aksjer som for eksempel opsjoner, utløser ikke tilbudsplikten.¹³ Unntak gjelder etter Verdipapirforskriften¹⁴ § 6-11 for opsjoner som er så gunstige for opsjonshaveren at opsjonen utvilsom vil bli benyttet

¹² Se Bechmann (2002) s. 252 for nærmere beskrivelse av *ervert*kriteriet.

¹³ NOU 1996:2 pkt. 9.3.6.

¹⁴ Tilføyd ved forskrift 18.12.2007 nr. 1486, medhold av vphl. § 6-1 (4). Forskriften trådte i kraft 1.1.2008.

(innløst).¹⁵ Opsjonen anses da å være et reelt erverv av aksjer. Forskriftsbestemmelsen er ment å videreføre vphl. av 1997 § 1-4 (4).¹⁶

2.3 Hensynene bak tilbudspliktreglene

Tilbudsplikten har som hovedformål å sikre minoritetsaksjonærenes interesser.

2.3.1 Utgangsmulighet ved kontrollskifte

Ved passering av de tilbudspliktgrensene, vil en aksjonær oppnå en innflytelse som vil kunne gå på bekostning av de øvrige aksjonærens interesser. Typisk vil 33,33 % eierskap med stemmerett medføre en negativ kontroll på generalforsamlingen i forhold til vedtektsendringer, jfr. asal. § 5-18. Over 50 % kontroll av den stemmeberettigede aksjekapitalen vil medføre kontroll på generalforsamlingen. Kontrollen er en følge av at alle generalforsamlingssaker som ikke er uttrykkelig unntatt i aksjeselskapsloven, avgjøres ved alminnelig flertall, jfr. asal. § 5-17. I situasjoner der en aksjonærs eierskap passerer 33,33 % eller 50 %, vil minoritetsaksjonærer ofte ha en interesse av å komme seg ut av selskapet. Den oppkjøpende aksjonærens dominerende posisjon i selskapet kan da føre til at det er lite interesse i markedet for aksjene. Potensielle investorer investerer heller i et

¹⁵ Bergo (2003) s. 254 og Bechmann (2002) 254-255.

¹⁶ En regelendring er muligens forestående på dette området. Oslo Børs har utarbeidet et forslag til forskrift i medhold av § 6-1 (4) i høringsnotatet ”*Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer*” (Oslo Børs høringsnotat av 1.9.2007). Forslaget likestiller finansielle og reelle posisjoner i et selskap, og nærmer seg således de britiske regler for tilbudsplikt (notatets pkt. 4.2). Under høringsrunden stilte de færreste av høringsinstansene seg bak forslaget. Forslaget ble gjennomgående ansett å ramme for vidt. Det ble blant annet påpekt av flere høringsinstanser at de foreslåtte regler ville kunne medføre at en aksjeholdning blir tilordnet både kjøper og selger i en derivatavtale. En slik ”dobbeltregning” er uheldig ettersom den kan føre til uklarheter om hvem som er den reelle eieren av aksene (se for eksempel uttalelsen fra Finansnæringens Hovedorganisasjon).

selskap der de kan utøve reell innflytelse og hvor de har en utgangsmulighet grunnet større likviditet i aksjen.

Tilbudsppliktreglene søker også å verne minoritetsaksjonærene mot tap. Synkende etterspørselen vil normalt føre til lavere prising av aksjene i markedet.

Av disse grunner pålegger tilbudsppliktreglene oppkjøper en plikt til å utløse de øvrige aksjonærene ved passering av de angitte tilbudsppliktgrensene.

Inngåelse av en TRS-avtale som ikke er kjent i markedet, vil kunne hindre at det oppstår illikviditet i aksjen. Markedet oppfatter ikke at TRS-kjøperen posisjonerer seg i aksjen, om enn kun finansielt. Er TRS-avtalen kjent, kan imidlertid markedet anta at TRS-kjøperen har intensjoner om å kjøpe seg opp i selskapet som utgjør referanseaksjen. I en slik situasjon vil hensynet til å sikre utgangsmulighet tilsi tilbudspplikt på konsolidert grunnlag.

2.3.2 Likebehandling av aksjonærene – adgang til kontrollpremien

Europaparlaments- og rådsdirektiv EF/2004/25 (heretter Direktivet) art 3 (1) litra a, pålegger Norge å ha regler som sikrer likebehandling av aksjonærer i børsnoterte selskaper. Norsk lovgivning presumeres å være i samsvar med denne traktatforpliktelsen.

I asal.¹⁷ er traktatforpliktelsene oppfylt ved at likebehandling av aksjonærene er et av de grunnleggende prinsippene.¹⁸ Asal. § 4-1 gir uttrykk for at alle aksjer gir lik rett til selskapet. Bestemmelsen tolkes slik at den gir uttrykk for et generelt prinsipp om likebehandling av aksjonærene. Sammen med asal. §§ 5-21 og 6-28 om myndighetsmisbruk, utgjør bestemmelsen et viktig vern for minoritetsaksjonærene.

¹⁷ Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45.

¹⁸ Andenæs (2006) s. 132 flg.

Når en aksjonær har en aksjeholdning i underkant av grensene angitt i vphl. § 6-1, vil aksjonæren normalt være villig til å betale en høyere pris en markedspris for å kjøpe en post som gir ham en kontrollerende posisjon på generalforsamlingen. Differansen mellom markedsprisen og prisen aksjonæren er villig til å gi kalles ”kontrollpremien”.

I en slik situasjon vil én aksjonær kunne selge sine aksjer til en høyere pris enn de øvrige aksjonærene. Dette strider mot prinsippet om likebehandling av aksjonærene i asal. § 4-1.

Tilbudspliktreglene tvinger oppkjøperen til å tilby kontrollpremien til alle aksjonærer.

Likebehandlingssynspunkter tilsier også at man regulerer adgangen til å utnytte en sterk eierposisjon på bekostning av de øvrige aksjonærer. Slik myndighetsmisbruk kan for eksempel utøves ved å disponere over verdier til fordel for visse dominerende investorer. Dersom selgeren av en TRS-avtale kjøper og parkerer sikringsaksjer slik at andre interessenter i aksjen blir hindret i å kjøpe seg opp, går minoritetsaksjonærene glipp av den eventuelle kontrollpremien den forhindrede aksjonæren var villig til å tilby. Slik sett vil en TRS-avtale kunne medføre at hensynet til lik tilgang på kontrollpremien tilsier tilbudsplikt på konsolidert grunnlag for TRS-avtalepartene.

Myndighetsmisbruk søkes eliminert gjennom generalklausulene i asal. §§ 5-21 og 6-28. Lovgiver har gjennom tilbudspliktreglene også søkt å forhindre spekulative selskapsovertakelser via aksjemarkedet som fører til utarming av selskapet på minoritetsaksjonærenes bekostning.

2.3.3 Tilliten til et velfungerende kapitalmarked

Tilbudspliktreglenes formål kan sies å grunne i at det skal foreligge en tillit til at kapitalmarkedet er velfungerende. Et velfungerende kapitalmarked forutsetter at det er visse kjente prosedyreregler. Det er også viktig at tempoet ved selskapsovertakelser senkes, slik at aksjonærene får vurdert situasjonen tilstrekkelig til å fatte en veloverveid beslutning.

Tilbudspliktreylene ivaretar således tilliten til kapitalmarkedet, som bidrar til en ønskelig økning av kapitaltilførselen i førstehåndsmarkedet og omsetningen i annenhåndsmarkedet.¹⁹

Regler som sikrer de ulike aksjonærs rettigheter på en fornuftig og balansert måte vil stimulere og sikre kapitaltilførselen til kapitalmarkedene.

Som vist i forbindelse med hensynet til likebehandling av aksjonærene og utgangsmulighet for minoritetsaksjonærene, kan TRS-avtalen være et instrument som skaper ubalanse i tilgjengelig informasjon og hindrer likebehandling dersom avtalen holdes skjult og/eller benyttes til å hindre oppkjøp. Slike arrangementer svekker tilliten til kapitalmarkedet.

På den annen side vil en overregulering av TRS-avtaler og andre tilsvarende instrumenter kunne føre til en svekkelse av tilliten til den aktuelle markedsplassen som et effektivt marked.

Et velfungerende kapitalmarked forutsetter at man også er på linje med sine internasjonale samarbeidspartnere. Rettigheter og plikter bør være forutberegnelige på tvers av landegrenser. EU har gjennom Direktivet tatt konsekvensen av globaliseringen og kapitalens grenseoverskridende karakter gjennom felles europeiske regler om selskapsovertakelser, hvilket det norske regelverket gjennom vphl. er i samsvar med.²⁰

¹⁹ NOU 1996:2 s. 105.

²⁰ USA pålegger oppkjøper få plikter og tillater at styret forsvarer selskapet mot oppkjøpet. På kontinentet er oppkjøper i større grad tillagt plikter som for eksempel tilbudspunkt, samt et krav om at styret skal opptre mer eller mindre nøytralt i forhold til budet. Det er tankekors at de to toneangivende finanssentra, EU og USA, har så vidt ulike regler på dette området. Se Magnuson (2008).

3 Total return swap-avtalen

3.1 De finansielle karakteristikas betydning for konsolideringsspørsmålet

§ 6-5 (1) angir at i forhold til tilbudspliktreglene regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Som nærstående etter § 2-5 nr. 5 er noen som har et ”forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielle instrumenter”. Som vi skal se har det blitt lagt til grunn av forarbeider og praksis at det forpliktende samarbeidet om bruken av aksjonærrettigheter må relatere seg til å overta eller sikre kontrollen i et selskap for å være relevant. Det er nødvendig for å kunne foreta en helhetlig vurdering av om TRS-avtaler gir grunnlag for konsolidering at man har kjennskap til TRS-avtalens mekanismer, herunder hvorfor finansielle aktører inngår TRS-avtaler, hvordan partene agerer i forbindelse med avtalen, og endelig hvordan TRS-avtaler kan misbrukes. Disse forhold søkes belyst i det følgende.

3.2 Finansielle karakteristika

En swap-avtale er et finansielt instrument der to parter bytter (swaper) kontantstrømmer. Byttet medfører at man bytter risikoen som er knyttet til kontantstrømmen. Den underliggende risikoen i en TRS-avtale forholder seg til aksjer, obligasjoner eller ethvert instrument som er konstruert slik at det kan gi avkastning, samt valuta og indekser av en hver art. ”Total return” henspiller på den fulle avkastningen av et aktivum - utbytte og kursutvikling.

Denne avhandlingen vil kun befatte seg med TRS-avtaler som har en aksje som det underliggende aktivumet, såkalte aksjeswaper eller equity swaps. Etersom ”TRS-avtaler” er den mest anvendte betegnelsen på aksjeswaper i Europa, vil denne avhandlingen benytte den samme betegnelsen.

3.2.1 Avtalens parter og deres forpliktelser

Avtalens parter er vanligvis større finansielle aktører.²¹ Det finnes intet standardisert marked for instrumentet. Avtalene inngås derfor direkte mellom partene gjennom såkalt over-the-counter (OTC) handel. Avtalene inngås enten som omfattende enkeltkontrakter (stand-alone-kontrakter), eller ved at det inngås en rammeavtale. I rammeavtalen inngår de generelle avtalevilkårene. Rammeavtalen suppleres deretter med underkontrakter som bestemmer de spesifikke vilkårene for den enkelte TRS-avtalen. I det sistnevnte tilfellet utveksles det ved avtalens slutning dermed kun enklere dokumenter (confirmation documents) som bekrefter de vilkår som er avtalt gjennom uformell kommunikasjon.²²

International Swap and Derivatives Association Inc.²³ (heretter ISDA) har utarbeidet standardkontrakter av både stand-alone-kontrakter og rammeavtaler. Disse kontraktene er utgangspunktet for de fleste swap-kontrakter.²⁴

Avtalepartene tar på seg ulik risiko. Den ene avtaleparten selger en eksponeringen og den andre parten kjøper en eksponering. Selgeren av eksponeringen kalles ”betaleren” eller ”selgeren” (heretter selger). Den parten som kjøper eksponeringen kalles ”mottaker” eller ”kjøper” (heretter kjøper). Selgeren er vanligvis en bank eller et meglerhus. Kjøperen kan være enhver finansiell aktør. De engelske termene er vanligvis ”payer” og ”receiver” eller ”seller” og ”buyer”.

TRS-avtalen går ut på at selgeren er forpliktet til å yte til kjøperen den totale avkastningen av et gitt aktivum. Avkastningen er kursstigning fra en avtalt inngangskurs samt utbytte. Kjøperen er forpliktet til å yte selgeren en gitt rente regnet av verdien av det underliggende

²¹ De fleste avtaler TRS-avtaler inngås i størrelsesorden mUSD 10 til 100.

Se artikkel, <http://www.financial-edu.com/total-return-swap-TRS-part-5.php>

²² Tjaum (1996) s. 31 flg. og 123 flg.

²³ www.isda.org

²⁴ Tjaum (1996) s. 132 flg.

aktivumet til enhver tid, pluss eventuelt kurstap fra den avtalte inngangskursen. Renten kjøperen må erlegge for å oppnå denne eksponeringen, er en fast eller flytende rente av verdien av TRS-avtalen (nominal value). Vanligvis er renten lik NIBOR²⁵ eller annen referanserente som angir en antatt risikofri rente (LIBOR²⁶ ved internasjonale forhold) pluss et risikopåslag (spread²⁷). Deler av selgerens vederlag kan også fremgå som meglerhonorar.

²⁵ NIBOR (Norwegian InterBank Offered Rate) (også kalt norsk eurorente)

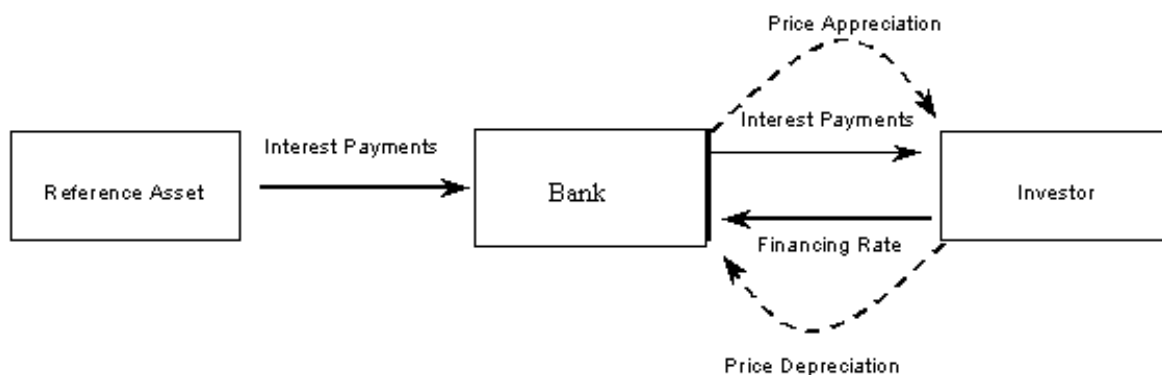
Referanserenten fremgår som gjennomsnittet den renten bankene tar for usikrede lån til hverandre. Denne renten brukes ofte på interbanknivå som referanse for pengemarkedsrenter mellom bankene. I tillegg brukes NIBOR som referanserente i valuta- og rentebyttemarkedet. Den utlånsrenten banker krever av andre banker vil dermed korrelere i en viss grad med valutaswap-rentene.

Se <http://no.wikipedia.org/wiki/NIBOR>

²⁶ London Interbank Offered Rate, forkortet LIBOR, er en daglig referanserente basert på de rentesatser for usikrede lån som banker tilbyr til andre banker innen Londons pengemarked (interbank-marked). Dens praktiske betydning utover dette reflekteres innen en rekke finansielle instrumenters verdifastsettelse; for eksempel futures, forwards, swaper eller lignende derivater. Verdien angis til LIBOR-renten pluss en viss proSENTSATS (risikopåslag). Alle større finansielle markeder har en tilsvarende rentesats, den rente som gjør seg sterkest gjeldende i EU kalles forøvrig Euribor-renten.

Se http://www.norges-bank.no/templates/article____11598.aspx#N og <http://no.wikipedia.org/wiki/LIBOR>

²⁷ Den netto avkastning som er mulig å oppnå i et aktivum med høyere kredittrisiko enn et aktivum med lavere kredittrisiko.



Figur 1²⁸

TRS-avtalen lar kjøperen i avtalen være eksponert i en aksje uten å være eier av aksjen. Dersom selgeren har en eierandel i den underliggende aksjen, oppnår han den fordel at han er forsikret mot fall i aksjens verdi. Har TRS-selgeren ikke eierskap i den underliggende aksjen, er hans fordel kun det honoraret rentebetalingen utgjør.

Oppgjør foretas ved å motregne de finansielle forpliktelsene partene har mot hverandre (se eksempel i pkt. 3.2.2). Én av partene vil sitte igjen med en betalingsforpliktelse overfor den andre. I finansbransjen kalles slik motregning netting.²⁹ Motregningen foretas enten flere ganger i løpet av betalingstiden, eller kun ved opphør (maturity).

Begge parter ønsker å innta en posisjon som i deres øyne vil være mer lønnsom enn den de allerede har, sett i forhold til risikoen de må tåle.³⁰ Slik kommer det klart frem at risikoen byttes (swaps) og at avtalen har karakter av å være et veddemål. For at den ene parten ikke

²⁸ <http://www.rbi.org.in/Images/an-fig7.gif>

²⁹ Payment netting: for å redusere oppgjørskrisiko der partene har krav på hverandre utbetales kun differansen mellom kravene (netto krav = net (engelsk)). En form for avtalt motregning.

Se www.riskglossary.com/articles/netting.htm

³⁰ Dersom selgeren har kjøpt sikringsaksjer, vil en TRS-avtale være en risikofri avtale der rentebetalingen er ren profitt, såfremt TRS-kjøperen er i stand til å gjøre opp for seg.

skal komme bedre ut enn den andre, må det utenkelige tilfellet forekomme at aktivumets totale avkastning (positiv og negativ inklusive eventuelt utbytte) svarer eksakt til den rente TRS-kjøperen skal betale.

Selgeren i TRS-avtalen ønsker naturligvis ikke å bli sittende med risikoen for en kursstigning i referanseaksjen. For å eliminere denne risikoen sikrer selgeren seg vanligvis enten ved å

- kjøpe sikringsaksjer i markedet,
- inngå kjøpsopsjoner til aksjen eller
- inngå motsatte swap-avtaler med andre aktører i markedet.

På oppgjørsmøtet kan selgeren henholdsvis:

- selge sikringsaksjene
- benytte seg av kjøpsopsjonen og deretter selge dem i markedet
- motta oppgjøret fra den motsatte swap-avtalen

Slik sett blir TRS-avtalen risikofri for selgeren som sitter igjen med rentebetalingene fra kjøperen.

Kjøperen må vanligvis stille et gitt beløp til disposisjon som sikkerhet (collateral) mot betalingsudyktighet ved fall i det underliggende aktivumets verdi. Dersom en kursnedgang overstiger den sikkerhet TRS-kjøperen har stilt, må TRS-kjøperen stille mer sikkerhet. Dette kan være meget belastende for TRS-kjøpere i nedgangstider der deres likviditet allerede er anstrengt.

Kjøperens motivasjon for å inngå TRS-avtalen kan være hans tro på at det underliggende aktivumet vil øke i markedsverdi.³¹ Kjøperens motivasjon kan også være å parkere aksjer eller vanskeliggjøre en konkurrerende investors oppkjøp i det underliggende selskapet.

I den eneste tilbudspliktsaken vedrørende TRS-avtaler som har vært behandlet for en norsk domstol, Seadrill-saken, ble det for tingretten opplyst av sakkyndige vitner at det er markedspraksis at selgeren i en TRS-avtale sikrer seg ved selv å eksponere seg i det underliggende aktivumet. Ved slik sikring er det visstnok dårlig kutyme om selgeren avhender posisjonen til en tredjemann uten først å ha tilbudt den til TRS-kjøperen.³² I høringsnotatet til det britiske UK Takeover Panel, ble det også lagt til grunn at det eksisterer en slik kutyme i finansmarkedene.³³ Dette vil si at kjøperen i realiteten ofte overtar aksjen til prisen i TRS-avtalen, men på et senere tidspunkt.

3.2.2 Eksempel

For å illustrere de teoretiske utgangspunktene ovenfor kan vi oppstille følgende eksempel: To parter inngår en ett-årig TRS-avtale der A mottar NIBOR + en fast margin på 2 % (spread) og B mottar den totale avkastningen av StatoilHydro ASA-aksjer verdt mNOK 1. Hvis NIBOR er 3,5 % og StatoilHydro ASA stiger med 15 %, vil A betale B 15 % og vil motta 5,5 % (3,5 % + 2 %). Betalingen vil bli motregnet ved endt løpetid slik at B mottar en betaling på NOK 95 000 (mNOK 1 x 15 % - 5,5 %).

Kjøper har i dette eksempelet eksponert seg for kursstigningen til StatoilHydro-aksjen for aksjer verdt mNOK 1. Kjøpers kostnad har vært på 5,5 % (NOK 55 000). Hans avkastning

³¹ For TRS-kjøperen blir avtalen en syntetisk long-posisjon. Long-posisjon: posisjonering som går i pluss ved kursoppgang i aktivumet eller referanseaktivumet. Motsetningsvis – Short-posisjon: posisjon som går i pluss ved kursnedgang.

³² Omtale av sakkyndige vitners uttalelse i som av Oslo Tingrett TOSLO-2007-39572, s. 5 og 26.

³³ TOSLO-2007-39572, s. 26.

på investert kapital har vært 272,72 % ($15/5,5 \times 100$). Hans risiko har selvsagt vært tilsvarende høy.

Der aksjer er det underliggende aktivumet, ser man at kjøperen kan oppnå en meget stor eksponering med kun et minimalt innskudd (rentebetalingen til B). Dette gjør TRS-avtaler meget attraktive for en del finansielle aktører med begrensede midler eller begrenset adgang til å eie (typisk investeringsfond med begrensede midler eller mandatsbegrensninger og selskaper som har vedtektsfestede begrensninger for eierskap til egne aksjer).

3.2.3 Oppsummering

Hovedtrekkene ved TRS-avtalepartenes bytte av kontantstrømmer og risiki³⁴:

TRS-selgeren:

- Kan eie referanseaktivumet (ordinært eller som sikringsaksjer)
- Har lavere finansieringskostnader
- Erlegger den totale avkastningen av referanseaktivumet
- Mottar LIBOR/NIBOR + spread
- Mottar betaling til dekning av ethvert fall i referanseaktivumets verdi
- Tar på seg renterisiko (i forhold til markedet ellers eller andre posisjoner selger kunne ha inntatt)
- Avhender risikoen forbundet med referanseaktivumets avkastning

TRS-kjøperen:

- Eier ikke referanseaktivumet
- Har høyere finansieringskostnader
- Mottar den totale avkastningen av referanseaktivumet

³⁴ <http://www.financial-edu.com/total-return-swap-TRS-part-2.php>

- Erlegger til TRS-selgeren LIBOR/NIBOR + spread
- Erlegger til TRS-selger ethvert tap i referanseaktivumets verdi
- Tar på seg risikoen for referanseaktivumets avkastning
- Tar på seg renterisiko (i forhold til markedet ellers og andre posisjoner han kunne ha inntatt)

3.3 Formål

3.3.1 Formålenes relevans i forhold til konsolideringsspørsmålet

Som vi skal se i kapittel 4, vil TRS-avtalepartenes formål være av interesse for spørsmålet om konsolidering. Formålene vil derfor gjennomgås i det følgende.

TRS-avtalens er utformet slik at den gir TRS-kjøperen eksponering i et aktivum uten selv å måtte kjøpe det. De vanligste motiver for inngåelse av TRS-avtaler er imidlertid til sikring (motvekt - hedging) av andre engasjementer og prisgunstig spekulasjon.

3.3.2 Sikring (hedging)

35

TRS-avtaler inngås undertiden for å sikre seg mot en gitt risiko. Dersom en aktør er eksponert for en risiko, kan det lønne seg samtidig å være motsatt eksponert. Slår risikoen ut, har sikkerhetstakeren redusert sitt tap. Slår risikoen ikke ut, vil sikkerhetstakeren ha hatt unødvendige utgifter. Imidlertid vil det kunne være av stor verdi å betale denne premien for å eliminere eller for å betraktelig redusere risikoen og således skape forutsigbarhet.

³⁵ ”Hedging” er finansbransjens sjargong for å foreta sikrende tiltak som skal veie opp for eventuelt tap i en investering.

Eksempelvis er en investering i tankskip eller eiendom meget eksponert for stigning i rentenivået fordi prosjektene vanligvis er kapitalintensive og derfor vanligvis finansiert med betydelig grad av fremmedkapital. Både en faste og en flytende rente kan innebære et tap i forhold til hvordan man kunne ha posisjonert seg og hvordan en har budsjettert. Har selskapet for eksempel flytende renteutgifter, kan det inngå TRS-avtaler der det swaper risikoen til en fast rente for det beløp det selv er eksponert for. Slik får selskapet mer forutberegnelighet hva gjelder fremtidige utgifter. Man eliminerer således et risikomoment selskapet er utsatt for. Dette fører til at investorene lettere kan gjøre seg opp en mening om lønnsomheten og risikoen av en eventuell investering.

Store banker bruker i stor utstrekning TRS-avtaler som sikring. Bankene er vanligvis meget utsatt for valutasvingninger ettersom de har store engasjementer i ulike valuta. Videre er de også meget utsatt for svingninger i pengemarkedsrenten³⁶ som påvirker deres egne forpliktelser.

TRS-avtaler er blant annet brukt av selskaper for å sikre tilbakekjøpsavtaler (repurchase agreements - repoforretninger) og opsjonsprogrammer.³⁷ Ved opsjonsprogrammer gir selskapet ansatte eller styremedlemmer en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe et gitt antall aksjer for en gitt sum på et gitt tidspunkt eller innenfor en gitt periode i fremtiden. For å levere aksjene som er lovet, må selskapet kjøpe aksjene i markedet eller utstede nye. Har prisen steget på dette tidspunktet, utgjør differansen en kostnad for selskapet. Nyutstedelse blir utgjør en direkte kostnad som avhenger av kursutviklingen. Selskapet tar således på seg risikoen for kursstigning i aksjen. Denne risikoen kan minimeres ved inngåelse av en TRS-avtale.

³⁶ Den renten banker og andre låneinstitusjoner betaler for å låne penger av hverandre eller sentralbanker.

³⁷ Bergo (2003) s. 55.

3.3.3 Spekulasjon

Investorer benytter også TRS-avtaler til å spekulere i svingninger i aksje-, rente- og valutakurser uten sikringsformål.

Dersom en aktør eksempelvis ønsker å kjøpe et annet selskap, men antar at prisen på selskapet skal stige i en periode grunnet oppkjøpsrykter eller som følge av tilbudet, kan parten ønske å inngå en TRS-avtale for slik å senke gjennomsnittsprisen på aksjene de til slutt erverver. Ledelsen i riggselskapet SeaDrill Ltd. (heretter SeaDrill) angav dette som motivet for inngåelsen av TRS-avtalene med meglerhuset Carnegie ASA (heretter Carnegie) der aksjer i Eastern Drilling ASA var de underliggende referanseaksjene (se pkt. 4.3.1.).

3.3.4 Syntetisk belåning

De ordinære former for finansiering er gjennom egenkapital eller fremmedkapital. TRS-avtalen gir TRS-kjøperen en eksponering uten å benytte egenkapital. TRS-avtalen er på denne måten fremmedfinansiering. Imidlertid behøver ikke TRS-kjøper å ta opp et reelt lån. TRS-avtalen fremstår dermed som kunstig (syntetisk) belåning. For selskaper som av ulike årsaker ikke har anledning til å ta opp (ytterligere) lån, kan TRS-avtaler være en måte å skaffe seg ytterligere eksponering på.

3.3.5 Skjule posisjonering

Inngåelse av TRS-avtaler er egnet til å skjule egen oppkjøpsinteresse. Den part som kjøper sikringsaksjene vil stå som eier av aksjene. At en bank eller et meglerhus har egne posisjoner, er ikke oppsiktsvekkende. Mange banker driver selv med egenhandel. Beholdningen kan også benyttes til bruk som utlånsaksjer til short-handel.³⁸ Så lenge

³⁸ En posisjon der man satser på at et aktivum skal synke i verdi. Man låner en aksje og selger den i markedet. På tilbakeleveringsdatoen kjøper man aksje tilbake i markedet og leverer den til utlåner. Differansen mellom salgs- og kjøpsprisen gir resultatet av short-

banken eller meglerhuset ikke avslører at disse aksjene fungerer som sikringsaksjer for en TRS-avtale, vil øvrige aksjonærer eller konkurrerende oppkjøpskandidater ikke vite om TRS-kjøperens interesse i aksjen.

På to måter får TRS-kjøperen et fortrinn fremfor andre interessenter. For det første kan man posisjonere seg gjennom eksponeringen slik at et senere oppkjøp kan gjøres til en høyere pris enn hva kalkyler tilsier at selskapet er verdt. Differansen får TRS-kjøperen igjen av sin TRS-selger. Selv om TRS-avtalen ikke omhandler alle aksjene, vil gjennomsnittsprisen likevel bli trukket ned. For det andre vil en TRS-kjøper som nevnt ofte bli tilbudt å kjøpe sikringsaksjene ervervet at TRS-selgeren. TRS-kjøperen slipper å konkurrere med andre interessenter om aksjene og slipper uansett å betale en kontrollpremie for aksjeposten ettersom ingen oppfatter at det er han som er den reelle interessenten.

3.3.6 Omgåelse av eierskapsbegrensninger

Visse långivere stiller som vilkår (covenants) i låneavtalen at selskapet ikke skal eie mer enn en viss prosent av egne aksjer. Begrunnelsen er at selskapet i så fall påtar seg markedsrisikoen knyttet til egne aksjer. For långiveren fremstår dette som en ytterligere risiko i tillegg til den kredittrisiko som allerede er knyttet til utlånet. TRS-avtaler kan benyttes til å omgå slike vilkår ved at selskapet eksponeres uten å måtte erverve aksjer, enten inntil man får foretatt en mellomfinansiering der slike begrensninger faller bort og man kan kjøpe sikringsaksjene³⁹, eller generelt for å oppnå eksponeringen i eget selskaps aksjer.

posisjonen. Har aksjen falt i verdi, vil mellomlegget være en positiv avkastning av short-posisjonen. For utlånet beregner utlåner seg en rente.

³⁹ Det kan være i selskapets interesse å slette disse aksjene. For eksempel for at det skal bli færre aksjer, hvilket igjen vil gi en ønskelig økning av utdelt utbytte per aksje. Slettes f.eks. 11 % av aksjene vil en hovedaksjonær som eier 30 % kunne øke sin eierandel ($30/89 = 33,7\%$), uten å utløse tilbudsplikt eller flaggeplikt (intet ”*erverv*” i etter vphl. § 6-1 (1)). Det kan

Tilsvarende kan være tilfellet der selskapets vedtekter begrenser selskapets anledning til å eie egne aksjer.

3.3.7 Funding cost arbitrage

En TRS utnytter i prinsippet prisdifferansen mellom to markeder (arbitrage). Prisdifferansen det her er snakk om er mellom kontanter og syntetisk kreditt - aksjemarkedet og derivatmarkedet. Selv om et instrument som avleder sin verdi av samme aktivum i prinsippet skulle koste det samme å være eksponert i som selve aktivumet, oppstår det grunnet ineffisiens mellom markedene prisdifferanser som er ren profitt. Det koster mer å låne penger (funding cost⁴⁰) for å kjøpe aktivumet enn det koster å eksponere seg gjennom derivater. Det engelske uttrykket er ”funding cost arbitrage”. Eksempelvis vil man kunne inngå en TRS-avtale til en lavere rente (NIBOR/LIBOR + spread) enn det ville ha kostet å finansiere hele kjøpet med fremmedkapital eller egenkapital med påfølgende inngåelse av repo-forretning for å få tilbake noe av finansieringsutgiftene. Arbitragen (prisdifferanseutnyttelsen) er et av incentivene for å inngå en TRS-avtale.⁴¹

3.4 TRS-avtalenes fremvekst

Swaper har blitt inngått siden 1980-tallet. Den første kjente swapavtale var en valutaswap inngått mellom IBM og World Bank i august 1981.⁴²

i slike situasjoner være aktuelt å stille spørsmål om det foreligger et ”forpliktende samarbeid” mellom selskapet og hovedaksjonæren etter vphl. § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5.

⁴⁰ Funding-cost: kapitaliseringens kostnad, renten.

⁴¹ I et perfekt marked (effisient marked) skulle det ikke være mulig å drive med arbitrage. At arbitrage er mulig beviser at kredittmarkedet ikke er perfekt.

⁴² <http://www.riskglossary.com/link/swap.htm>

TRS-markedet oppstod opprinnelig mellom kommersielle banker.⁴³ Bank A hadde for eksempel overskredet sin kapasitet til å ha eierposisjoner på balansen, mens en annen, Bank B, hadde ledig kapasitet på sin balanse. Bank A kunne gjennom en TRS-avtale syntetisk fjerne et aktivum fra sin balanse (ved å fjerne risikoen) og fremdeles tjene penger med mindre risiko, men også med en begrenset oppside. Bank B kunne skaffe seg eksponering mot et gitt aktivums kursstigning gjennom en TRS-avtale ved å ”låne” dette aktivumet fra Bank A mot å betale en fast kontantstrøm (rente), samt å garantere for et eventuelt kurstap.

I de 10 siste årene har hedge-fond og enkeltformålselskaper (såkalte special purpose vehicles, SPE)⁴⁴ blitt en drivende kraft i TRS-markedet. TRS-er benyttes også nå først og fremst til å skaffe kunstig belånt eksponering til balansen som koster mindre enn det koster å oppta et reelt lån for å kjøpe aksjen, såkalt ”leveraged balance sheet arbitrage” – belånt balanse arbitrage.

Et hedgefond som har fylt opp sin balanse til maksimum nivå for direkte eierskap, kan eksponere seg ytterligere gjennom en TRS-avtale. Hedgefondet håper å generere høy avkastning uten å måtte binde opp sin egenkapital ved å kjøpe aktivumet selv. Motparten, for eksempel banken, håper å generere ekstra kontantstrømmer ved å kreve et risikopåslag (spread) som ligger over det den mottar fra sine utlånsengasjementer, samtidig som den forsikrer seg mot kursfall i aktivumet.

⁴³ Artikkel, <http://www.financial-edu.com/total-return-swap-TRS.php>

⁴⁴ Selskaper som registreres i skatteparadiser for å eie risikable investeringer som morselskapet ikke ønsker å ha på sin balanse. Eksempelvis eierskap av Credit Debt Obligations (CDO) med innslag av subprime gjeld (utlån til betalingsudyktige debitorer).

4 Konsolidering av TRS-avtaleparter i forhold til tilbudspliktreglene

I dette kapittelet vil det bli foretatt en analyse av når § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5 kommer til anvendelse. Innledningsvis vil det generelt bli redegjort for konsolidering etter § 6-5 (1) og ervervskriteriet i § 6-1 (1) og § 6-5 (1). Deretter vil det foretas analyser av:

- av hva som ligger i begrepet ”forpliktende samarbeid”
- hva som menes med ”bruk” av aksjonærrettigheter og
- hva som kreves av bruken av aksjonærrettighetene for at § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5 skal komme til anvendelse.

4.1 Generelt om konsolidering

Konsolideringen medfører at man anser to eller flere parters aksjebeholdninger som én. En slik identifisering vil kunne føre til tilbudsplikt (samt meldeplikt og eventuell flaggeplikt, se punkt 5 og 6). Konsolidering kan finne sted på bakgrunn av ulik tilknytning mellom partene. Felles for konsolideringstilfellene er at man presumerer at partene har felles interesser som vil medføre at de vil opptre omforent i forbindelse med utøvelse av eierrådighetene til aksjene i selskapet. Er dette tilfellet, må de anses for å være én aksjonær i forhold til tilbudspliktreglene.

I vphl. av 2007 § 6-5 (1) heter det:

”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.”

I denne avhandlingens forbindelse er det § 2-5 nr. 5 som er av interesse:

”Som noens nærstående menes... 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.”

Foreligger det et slikt forhold at partene konsolideres, vil deres aksjebeholdninger etter forholdene kunne medføre at det oppstår tilbudsplikt for én av de konsoliderte partene. Partene konsolideres (identifiseres) med hverandre.

Tilbudsplikten følger av vphl. § 6-1 (1) flg, jfr. (6).

4.1.1 Ervervskriteriet i § 6-5 (1)

§ 6-5 (1) angir at like med aksjonærens egne aksjer skal regnes aksjer om eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5.

§ 6-5 (1) angir konsolidering *”i forhold til reglene om tilbudsplikt”*. Tilbudsplikten er angitt i § 6-1 (1). Ervervskriteriet i § 6-1 (1) innebærer at det kun er ved reelle erverv tilbudsplikten inntre.⁴⁵ Systemet i loven tilsier etter min mening derfor at ervervskriteriet i § 6-5 tolkes likt som i § 6-1 (1).

Dersom én av partene etter konsolideringen foretar et erverv av aksjer som gjør at deres felles beholdning overstiger visse grenser, inntre tilbudsplikt for den konsoliderte gruppen, jfr. § 6-5 (1).

Det er altså ikke selve konsolideringen som skaper tilbudsplikten.⁴⁶ Det er en konsolidert parts *erverv* av aksjer som utløser tilbudsplikten, gitt at den totale beholdningen nå passerer tilbudspliktgrensene i § 6-1 (1) flg. Er den konsoliderte gruppen over en tilbudspliktgrense på tidspunktet for konsolideringen, vil tilbudsplikten ikke inntre automatisk. Det kreves et

⁴⁵ Bechmann (2002) s. 252.

⁴⁶ NOU 1996:2 s. 14 og 117 og Bechmann (2002) s. 253.

ytterligere erverv av aksjer for å utløse tilbudsplikt. Dersom to aksjonærer som hver har 20 % av de stemmeberettigede aksjene inngår et aksjonærsamarbeid etter sine siste erverv, vil det altså ikke automatisk oppstå en tilbudsplikt. Regelen er klart forutsatt i forarbeidene⁴⁷, men det kan reises spørsmål om minoritetsaksjonærene vil kunne havne i en situasjon lik de som tilbudspliktreglene tar sikte på å ramme der to allerede store aksjonærer konsolideres.

Det er heller ikke selve TRS-avtalen som utløser konsolideringen. Som vil skal se i det følgende er det en konsolidert parts erverv av aksjer sett i sammenheng med TRS-avtalen som kan føre til konsolidering. TRS-avtalen er bindeleddet mellom partene. TRS-avtalen er imidlertid ikke i seg selv nok til konsolidering. Først når én av partene gjør et erverv av aksjer eller rettigheter til aksjer som må anses å være et reelt erverv, som må sies å være foranlediget av TRS-avtalen, er det grunnlag for å konsolidere TRS-avtalepartene. Er ervervet ikke foranlediget av eller skjedd i tilknytning til TRS-avtalen, antar jeg at kravet til forpliktende samarbeid vedrørende aksjonærrettighetene til disse aksjene ikke er oppfylt. TRS-avtalen kan føre til at partene konsolideres i forhold til én aksje, men samtidig anses som to uavhengige investorer i en annen. I forhold til TRS-avtaler er TRS-selgerens kjøp av sikringsaksjer det mest praktiske. En TRS-avtaleparts kjøp av rettigheter til referanseaksjen vil ha samme betydning som ordinært erverv. Konsolideres partene, vil TRS-selgerens kjøp av sikringsaksjer oppfylle kravet til ”erverv” også for TRS-kjøperen.

Det er tilbudspliktreglene som foranlediger konsolideringsbestemmelsen etter § 6-5, jfr. § 2-5 nr. 5. Det er derfor nødvendig å benytte formålene bak tilbudspliktreglene for å fastlegge rekkevidden av § 6-5, jfr. § 2-5 nr. 5.

Rettsspørsmålet i forhold til konsolideringen blir en konkret vurdering av om partene har et ”forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument” etter vphl. § 2-5 nr. 5.

⁴⁷ l.c.

4.2 Forpliktende samarbeid

4.2.1 Tolkning av lovens ordlyd

§ 2-5 nr. 5 krever at det mellom partene er inngått et ”forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument”. Samarbeidet må forholde seg til hvordan partene skal bruke sine aksjonærrettigheter. Problemstillingen under dette punkt er rekkevidden til uttrykket ”forpliktende samarbeid”.

En forpliktelse kan anta et uttall former, eksempelvis rettslig, moralsk eller sosial. En naturlig språklig forståelse av uttrykket ”forpliktende samarbeid” vil tilsi at avtaler klart nok rammes. Dette innbefatter også avtaler som ikke er uttrykt mellom partene, men likevel må sies å foreligge på bakgrunn av andre rettsfakta. Slik avtalebinding kan oppstå der partene er i en forhandlingsfase, men er blitt enige om de vesentligste kontraktsvilkår. Det kan tenkes tilfeller der partene har en forståelse om samsvarende opptreden som kan anses som en stilltiende avtale. Det vil bero på en konkret vurdering om det foreligger forpliktelser etter en slik felles forståelse.

Om det foreligger en avtale må avgjøres med utgangspunkt i de disposisjonskriterier avtaleretten angir som relevante (avtalestiftende rettsfakta).⁴⁸ Avtalelovens utgangspunkt for avtalebinding er tilbud og aksept. Som supplement til disse kan man oppstille form, innhold, etterfølgende forhold, sanksjonsbetraktninger (eksempelvis avtalebinding som culpasanksjon), handlinger, unnlater (passivitet), reelle hensyn mv. Det er ikke mulig å oppstille en uttømmende liste av relevante disposisjonskriterier.

Er intet uttrykkelig avtalt, verken skriftlig eller muntlig, oppstår spørsmålet om en avtale kan ha blitt inngått stilltiende. Dersom det foreligger tilstrekkelige relevante disposisjonskriterier kan avtalebinding sies å ha oppstått selv der partene ikke direkte har kommunisert noe som helst.

⁴⁸ Woxholt (2006) s. 95 flg.

For at to TRS-avtaleparter skal sies å ha inngått en stilltiende avtale, må det etter min mening foreligge meget klare holdepunkter tatt den eventuelt påfølgende tilbudspliktens tyngende virkning i betraktning. Slike holdepunkter vil være partenes handlemåte før og etter den angivelig inngåtte avtalen, tilliggende omstendigheter og motivasjon i det konkrete tilfellet.

Etter ordlyden knytter forpliktelsen seg til et ”*samarbeid*”. Et samarbeid er gjennomgående mindre forpliktende enn en avtale. Det fremstår likevel for formalistisk å lese ordene i uttrykket ”*forpliktende samarbeid*” hver for seg. Det mest naturlige er tolke ordene som ett uttrykk som krever samsvarende handling som har et visst omfang og et visst rettslig preg og grunnlag.

En slik tolkning vil innbefatte de klare avtaler og de vagere avtaler. Det er neppe mulig å angi uttrykkets grense mot den sjeldnere samsvarende opptreden eller mot den samsvarende opptreden som mangler et visst rettslig preg og grunnlag.

Den nedre grense må etter en naturlig språklig forståelse av ordlyden gå ved de såkalte stilltiende avtaler. Imidlertid er det vanskelig å forestille seg at profesjonelle finansielle aktører skal inngå stilltiende avtaler. For det første fremstår det som en lite egnet måte å inngå avtaler på. For det andre har det formodningen mot seg at man benytter stilltiende avtaler i forretningsforhold der store verdier står på spill. Uformelle forståelser som ikke har grunnlag i avtale, kan neppe sies å være tilstrekkelig rettslig forpliktende mellom TRS-avtalepartene til å bli dekket av lovens ordlyd.

Det er vanskelig å komme utenom det utgangspunkt at når loven omtaler et forhold som forpliktende, må en legge til grunn at den gir anvisning på rettslige forhold. Utenrettslige forpliktelser som ikke kan håndheves av rettsordenen, typisk moralske og sosiale forpliktelser, er lite egnede som grunnlag i en rettslig normering. Til det er moralske og sosiale forpliktelser for ubestemte størrelser.

Etter en slik forståelse vil uttrykket forpliktende samarbeid vanskelig kunne ramme de løsere samarbeidsformer der intet er uttrykkelig sagt eller avtalt mellom partene. Disse vil være samarbeid der de foreliggende rettsfakta ikke tilsier at samarbeidet er forpliktende.

Lovens ordlyd gir således ikke en klar angivelse av i hvilke tilfeller det foreligger et ”forpliktende samarbeid”.

Generelt kan det nok hevdes at det etter en naturlig språklig forståelse skal mye til for å anse en overenskomst som ingen av partene føler behov for å uttrykke, som forpliktende i rettslig forstand.

4.2.2 Forarbeidene

Forarbeidene til vphl. av 1997 og 2007 legger til grunn en forståelse av nærståenderegelen som bygger på en uttalelse av Børsklagenemnda i sak 2/1992 i den såkalte Poseidon-saken. Datidens nærståenderegel var vphl. av 1985 § 5 A (2) litra c. Etter bestemmelsen skulle en aksjonær konsolideres med:

”...noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptre i forståelse med...”

I forhold til denne ordlyden uttalte Børsklagenemnda at det:

”ikke (er) nok for konsolidering at det må forventes at den ene part ikke vil opptre i strid med den annen eller – positivt – at han vil opptre i overensstemmelse med denne. Det må foreligge en forståelse hos begge parter om samsvarende opptreden. Det er i realiteten en stilltiende avtale mellom partene som kreves.”

Om forståelsen av vphl. av 1985 § 5 A (2) litra c heter det i NOU 1996:2 s. 114:

”...Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for forpliktende.”

Børsklagenemndas uttalte at det i utgangspunktet måtte foreligge en forståelse hos partene om samsvarende opptreden. Den eksemplifiserte deretter sitt syn ved å si at det i realiteten kreves en stilltiende avtale. Det kan diskuteres om Børsklagenemnda med denne uttalelsen mente at det virkelig måtte foreligge avtalebinding mellom partene, eller at det måtte foreligge en felles forståelse som i praksis tilsvarer en stilltiende avtale. Det har tross alt betydning for rekkevidden av konsolideringsadgangen, både da og nå, om det kun kreves at det foreligger en forståelse mellom partene eller at det kreves at det faktisk foreligger en avtale, om enn stilltiende inngått. Forarbeidene ser ut til å tolke Børsklagenemnda dit hen at det faktisk kreves en avtale. Dette må derfor legges til grunn som lovgiverviljen ved tolkningen av vphl. § 2-5 nr. 5.

Det ble videre gitt uttrykk for at Børsklagenemndas forståelse av uttrykket *”handle i forståelse med”* også skulle gjelde etter den endringen av ordlyden som utvalget foreslo i NOU 1996:2. Ved lovendringen i 2007, sluttet utvalget i NOU 2005:17 seg til uttalelsene i NOU 1996:2.⁴⁹ Endringen var ment som en presisering av bestemmelsens rekkevidde. Dette standpunktet er påfallende ettersom uttrykket *”forpliktende samarbeid”* fremstår som snevrere enn uttrykket å *”handle i forståelse med”*.

Forarbeidene tar utgangspunkt i at det må foreligge en stilltiende avtale. Likevel legger forarbeidene eksempelvis til grunn at helt kortsiktige samarbeid med sikte på å oppnå et salg av deler av selskapets virksomhet kan utgjøre et *”forpliktende samarbeid”*.⁵⁰ Et slikt samarbeid vil kun innebære en samsvarende opptreden som neppe kan anses å være utslag av en stilltiende avtale. Forarbeidene legger således til grunn at § 2-5 nr. 5 også omfatter samarbeid som neppe kan sies å ha et visst rettslig preg og grunnlag. En slik tolkning kan etter min mening hevdes å samsvare dårlig med lovens ordlyd.

⁴⁹ NOU 2005:17, pkt. 5.4.

⁵⁰ NOU 1996:2, pkt. 115, omtalt i Bergo, s. 72.

4.2.3 EØS-forpliktelser

Forarbeidene må sees i lys av Norges traktatforpliktelser etter EØS-avtalen. Direktivet omtaler parter som har ”forpliktende samarbeid som” som ”persons acting in concert” i art. 5(1). Dette begrepet er definert i Direktivets art. 2 (1) litra d:

”... ”persons acting in concert” shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or 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 a bid...”

Direktivet art. 2 (1) angir uttrykkelig at også stilltiende (”tacit”) avtaler kan medføre konsolidering. Forarbeidene til vphl. av 2007 legger til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet. Sett i lys av Norges EØS-forpliktelser, er Direktivets ordlyd et viktig argument for at også stilltiende avtaler skal omfattes av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5.

Tidligere børspraksis og forarbeider har i så måte vært i tråd med de internasjonale tendenser som har materialisert seg i Direktivet art. 2 (1) litra d.

4.2.4 Børs- og rettspraksis

Den såkalte Frontier Drilling-saken er illustrerende for grensedragningen mellom hva som er å anse som et ”forpliktende samarbeid” og hva som er å anse som mer uforpliktende samarbeid.⁵¹ Børsstyret og Børsklagenemnda fant at et enkeltstående samarbeid om finansiering av et prosjekt ikke var et samarbeid av den typen som kreves for at § 2-5 nr. 5 skal komme til anvendelse:

⁵¹ Børsklagenemnda sak 3/2002, se punkt 4.4.4.

”I oppsummeringen av drøftelsen om det foreligger forpliktende samarbeide legger børssstyret til grunn at de to aksjonærene har opptrådt parallelt. Dette kan være en indikasjon på samarbeide, men det kan like gjerne være et utslag av at de etter FDRs initiativ har gjort parallelle investeringer. Aksjonæravtalen etablerer plikter og rettigheter som indikerer samarbeide, selv om den ikke direkte gjelder dette. Den kan ifølge børssstyret like gjerne dekke et behov for å balansere ut hverandres innflytelse som å være en sanksjon av en samarbeidsavtale. I forhold til formålet med tilbudspliktreglene er det neppe betalt noen kontrollpremie av de to aksjonærene. Selv om flere momenter kan tilsi at det foreligger et forpliktende samarbeide legger børssstyret, ifølge vedtaket under atskillig tvil, til grunn at partenes handlinger vel så gjerne er utslag av andre omstendigheter enn slikt forpliktende samarbeide.”⁵²

Tilsvarende bemerkninger ble gjort av tingretten i SeaDrill-dommen⁵³ på s. 17:

”Partenes koordinerte opptreden må være avtalt, dvs. at de er blitt enige om å koordinere sin opptreden. Fellesinteresser og parallell handling er ikke tilstrekkelig. Det kreves på den annen side ikke at partene har ment å inngå en juridisk forpliktende avtale som kan sanksjoneres. Det er uten betydning om avtalen er inngått skriftlig, muntlig eller stilltiende. Partene må anse samarbeidet som forpliktende. Hvordan de har vurdert dette er et bevisspørsmål.”

Det avgjørende poeng synes for tingretten å være at partene anså samarbeidet som forpliktende uten at det behøvde foreligge en juridisk forpliktende avtale. Forarbeidene og børspraksis har tidligere kun antydnet at også forpliktelsener som klart ikke har avtalegrunnlag skal rammes av ordlyden i § 2-5 nr. 5. På dette punktet går dermed tingretten etter min mening muligens for langt i å legge til grunn at også samarbeid uten avtalegrunnlag rammes av § 2-5 nr. 5.

⁵² Vedtak og uttalelser 2002, s. 109.

⁵³ Se punkt. 4.3.

4.2.4.1 Kort om markedspraksis som moment for avtalebinding

I SeaDrill-saken la både Børsklagenemnda og tingretten til grunn at det er markedspraksis at selger av risikoen i en TRS-avtale ikke stemmer for aksjene, eller ikke stemmer annerledes enn i samsvar med kjøper av risikoen. Det ble videre lagt til grunn at det er markedspraksis at selger tilbyr kjøper sikringsaksjene ved TRS-avtalens utløp.

Disse forhold kan virke logiske, gitt at selger ønsker å gjøre forretninger med kjøperen også i fremtiden. Et spørsmål i denne anledning blir om det generelt sett skal være tilstrekkelig å henvise til markedspraksis eller kutyme.

I relasjon til TRS-avtaler fremstår det på bakgrunn av avtalerettens tolkningslære som mest relevant å se hen til hvilken sanksjon som vil følge av bruddet på markedspraksisen. I konsolideringstilfellene etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5, har børsmyndighetene og rettspraksis lagt til grunn den økonomiske sanksjonen som tilsynelatende vil følge av brudd på markedspraksis, som et avgjørende moment for å angi at det foreligger stilltiende avtalebinding.

En slik slutning kan etter mitt syn kritiseres. Skal det være snakk om en rettslig avtalebinding, om enn kun stilltiende inngått, må vurderingen av avtalebindingen forholde seg til hvilke sanksjoner avtalebrudd rettslig sett vil føre med seg. Når forarbeider og børspraksis har lagt til grunn at det ikke kreves en avtale som kan sanksjoneres rettslig, overser man et sentralt moment i vurderingen av om det foreligger avtalebinding. Poenget med å inngå en avtale er nettopp at ens rett kan håndheves overfor motparten.⁵⁴ Det er derfor et karakteristisk trekk ved en rettslig forpliktende avtale at den kan sanksjoneres ved hjelp av rettsvesenet. Forarbeidene og børspraksis synes å ha lagt vekt på sanksjoner som ikke er av rettslig art som grunnlag for å avgjøre om det foreligger avtalebinding mellom

⁵⁴ Woxholt (2006) s. 112.

partene. En utenrettslig sanksjon som følge av brudd på sosiale eller moralske forpliktelser eller kutyme, kan etter mitt syn ikke sies å være et moment som taler sterkt i retning av at det foreligger avtalebinding mellom TRS-avtalepartene.

Det legges nødvendigvis også til grunn at alle forsmådde aktører opptrer likt i samme situasjon. Dette er en generalisering som neppe er holdbar. Ethvert tilfelle vil være unikt. Avtalepartene kan ha meget ulik tilknytning til hverandre. Eksempelvis kan en TRS-kjøper være en part som sjelden har behov for TRS-avtaler, og som valgte motpart ved en tilfeldighet. TRS-selgeren har i en slik situasjon nærmest intet incentiv til å selge sikringsaksjene til TRS-kjøperen dersom det er andre mer interessante kunder som er interessert i aksjene. Tilsvarende kan man tenke seg et mengde ulike tilfeller der det blir uholdbart å anta at TRS-avtaleparter vil handle likt.

Markedspraksis vil etter mitt syn være best egnet til å angi partenes motivasjon og beveggrunner der den fremkommer i skrevne regler eller retningslinjer utarbeidet av representative bransjeforeninger eller lignende. Slik sett fremstår markedspraksis og kutyme som lite egnede til å avgjøre om to parter har inngått et forpliktende samarbeid med et visst rettslig preg og grunnlag.

På denne bakgrunn kan det etter min mening reises spørsmål om det har vært riktig av børs- og rettspraksis å benytte føringer i markedspraksis som et avgjørende moment for at det foreligger en stilltiende avtale mellom TRS-avtalepartene som utgjør et *”forpliktende samarbeid”* etter § 2-5 nr. 5.

4.2.5 Teori

Teorien har stilt strengere krav til forpliktelsens innhold.

Bergo skriver om *”forpliktende samarbeid”*⁵⁵:

⁵⁵ Bergo (2003) s. 71.

”Det man i forarbeidene i realiteten synes å ville ramme, er de såkalte ”gentleman’s agreements”, som strengt tatt verken er avtaler eller forpliktende samarbeidsformer, men forståelser om koordinert tanke og handling av kortere eller lengre varighet. Som et eksempel nevner NOU-en et helt kortsiktig samarbeid f.eks. med sikte på å oppnå et salg av deler av målselskapets virksomhet. Etter mitt syn går man her lenger enn hva formålene og lovens formulering tilsier.”

Hva menes i denne sammenheng med ”a gentleman’s agreement”? I sin enkleste form antar jeg at en gentleman’s agreement vil være en underforstått forpliktelse som oppfattes som så åpenbar at den ikke behøver å bli kommunisert mellom aktverdige parter.

”A gentleman’s agreement” kan slik sett henseile på den forståelse aktørene i finansbransjen har om at TRS-selgeren vil erverve sikringsaksjer og at disse ikke vil bli avhendet til utenforstående uten at TRS-kjøperen først får tilbud om å overta dem.

Bergos poeng synes å være at en forståelse som springer ut av en uuttalt markedspraksis ikke gir anvisning på rettslige forpliktelser slik en naturlig språklig forståelse av uttrykket ”forpliktende samarbeid” tilsier. § 2-5 nr. 5 kan følgelig neppe sies å hjemle konsolidering på bakgrunn av forpliktelser som springer ut av markedspraksis eller kutyme ettersom slike forpliktelser ikke er av rettslig art.

Lovkommentaren⁵⁶ angir om tolkningen av vphl. § 2-5 nr.5:

”Lovtekstens krav om at et samarbeid skal være ”forpliktende” trekker i retning av at det må kreves at samarbeidet har et visst rettslig preg og grunnlag...”

Bergo legger et tilsvarende syn til grunn.⁵⁷

⁵⁶ Bechmann (2002) note 1.17, s. 64.

⁵⁷ Bergo (2003) s. 71.

En slik tolkning forutsetter at partene må inngå en eller annen form for avtale for at deres samarbeid skal være forpliktende. Skal man innfortolke noe mindre, vil samarbeidet etter Bergos syn ikke ha ”*et visst rettslig preg og grunnlag*”.

Avtalerettens vurderingstemaer vil derfor etter teoriens syn være avgjørende for tolkningen av om det foreligger et forpliktende samarbeid.

4.2.6 Reelle hensyn

Reelle hensyn som gjør seg gjeldende i konsolideringsvurderingen i forhold til TRS-avtalen trekker i flere retninger.

På den ene siden er det ikke unaturlig anta at TRS-avtaler benyttes til det de er konstruert for.⁵⁸ Konsolidering med påfølgende tilbudsplikt kan være et alvorlig inngrep. Det er derfor ikke rimelig at man blir konsolidert uten at der er forholdsvis klare holdepunkter for at man har et forpliktende samarbeid.

På den annen side har man erfart at TRS-avtalene benyttes til å sikre sin egen posisjon i et målselskap eller som et ledd i et skjult oppkjøp. Rimelighetshensyn tilsier at enhver form for omgåelse av tilbudspliktreglene motvirkes.

Til disse hensynene kan det anføres at innrettelse i tråd med en naturlig språklig forståelse av ordlyden neppe kan anses å være omgåelse, men snarere en lovlig innrettelse. Et slikt synspunkt har imidlertid begrenset rekkevidde. Den som balanserer på lovens grense har sjelden en beskyttelsesverdig interesse. Det at loven er uklar, gir i seg selv TRS-avtalepartene en oppfordring til å innrette seg slik at de er på den sikre siden.

⁵⁸ Se punkt 2.3.

4.2.7 Legalitetsprinsippet

I lys av de tolkninger som er omtalt punkt 4.2., er det nødvendig å vurdere om legalitetsprinsippet utgjør en skranke for hvor utvidende tolkning en kan foreta av § 2-5 nr. 5. Det er forholdsvis klart at ”forpliktende samarbeid” i vphl. § 2-5 nr. 5 vil bli tolket i strid med legalitetsprinsippet dersom alle TRS-tilfeller skal konsolideres.

Legalitetsprinsippet er et krav om at øvrighetens maktutøvelse i en rettsstat skal være lovhjemlet, såkalt ”rule of law”. Det er antatt at legalitetsprinsippets svakhet i norsk (kontinental) rettstradisjon er at kravet til lovhjemmel er vagt utformet, typisk som et krav ved såkalte ”inngrep i privates rettstilling”.⁵⁹ Normen må konkretiseres for å få frem rekkevidden. I nyere litteratur har lovskravet blitt snudd til et krav om kompetanse for å foreta bindende rettslige normeringer. Dersom ikke et annet kompetansegrunnlag gir hjemmel, må man ha hjemmel i lov.⁶⁰

I forhold til denne avhandlingens tema, er det interessante spørsmålet hvilken kvalitet inngrephjemmelen må ha. Kravet til kvalitet vil angi hjemmelens rekkevidden. Spørsmålet blir hvor langt man kan tolke en regel før deler av normeringen krever egen lovhjemmel.

NOU 2004:6 er resultatet av arbeidet til et utvalg som ble bedt om å utrede forslag til regler om politiets bruk av metoder i forebyggende øyemed. Myndighetenes integritetskrenkelsener i forebyggende øyemed medfører meget krenkende inngrep i den private sfære. Legalitetsprinsippet innhold var derfor viktig å belyse for å avgjøre hvor klare hjemler det var nødvendig å utforme. Utvalget uttaler i forbindelse med kravet til hjemmelens kvalitet at:

”Lovskravet stiller også krav til kvaliteten på hjemmelen. I det ene ytterpunkt er de bastante og direkte inngrep som utvilsomt krever hjemmel i formell lov. Lenger inne på skalaen kommer de mer beskjedne og indirekte påvirkningsformer. Her vil det kun være tilstrekkelig med implisitt hjemmel som for eksempel forutsetninger i lovforarbeider, og i

⁵⁹ NOU 2004:6 pkt. 5.2.1.

⁶⁰ Eckhoff/Smith (2003) s. 309 flg.

det at lovgiver har tildelt et organ en oppgave som forutsetter kompetanse. Kravet til kompetanses kvalitet vil således variere med det aktuelle inngreps karakter.”⁶¹

De ovenfor siterte forarbeidsuttalelsene angår ikke vphl. eller tilstøtende rettsområder direkte. Imidlertid vil forarbeiders uttalelser om legalitetsprinsippet og inngrep i den private sfære være av interesse også for andre rettsområders anliggende. Dette vil spesielt være tilfellet der det på disse rettsområdene også dreier seg om alvorlige inngrep i den private sfære. Om inngrepet er alvorlig i økonomisk, heller enn i fysisk forstand, behøver ikke tilsi at overføringsverdien ikke er stor. Muligens heller tvert om. En økonomisk belastning vil i mange tilfeller kunne fortone seg som vel så alvorlig som en fysisk.

Både det å måtte gi tilbud om kjøp av de resterende aksjene og å selge seg ned for å unngå tilbudsplikten, kan i seg selv være meget tyngende. Å måtte gi et tilbud har åpenbare økonomisk belastende sider. Nedsalget kan i seg selv være belastende både økonomisk (kurssvingninger) og posisjonsmessig (miste stemmer på generalforsamlingen). Konsolidering er således et alvorlig inngrep i private parters rettsstilling på lik linje med andre inngrep.

På denne bakgrunn må kravet til lovhjemmel for tilbudsplikten etter mitt syn være strengt. Inngrepet er direkte eller potensielt tyngende. Mye taler således for at det ikke er tilstrekkelig med en implisitt hjemmel som for eksempel forutsetninger i lovforarbeider eller det forhold at forvaltningsoppgaven forutsetter at det følger en viss kompetanse med delegasjonen. Inngrepet er for alvorlig til at forvaltningsorganet kan forutsette at det etter ordlyden eller forarbeider har kompetanse til å gripe inn overfor TRS-avtaleparter som kun har et løst samarbeid.

Alvorligheten av tilbudsplikten innebærer at legalitetsprinsippet stiller krav til at inngrephjemmelen forholdsvis klart må angi hva som kan føre til konsolidering etter vphl.

⁶¹ NOU 2004:6 punkt 5.2.1.

§ 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. Det kan på denne bakgrunn stilles spørsmål ved om ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 hjemler den tolkning som er lagt til grunn av børspraksis og forarbeidene.

Børsklagenemnda kan neppe kritiseres i Poseidon-saken i 1992.⁶² På dette tidspunktet var ordlyden i konsolideringsbestemmelsen vedrørende en gruppe meget videre enn den er i dag. Det fremstår som uproblematisk å ramme de løse samarbeidsformer under ordlyden ”*handle i forståelse med*”, jfr vphl. av 1985 § 5 A (2) litra c. Denne ordlyden tar nettopp sikte på de løse samarbeidsformer. Det kritikkverdige er heller den vekt Børsklagenemndas uttalelser i sak 2/92 ble tillagt av forarbeidene i NOU 1996:2 og Børsklagenemndas praksis etter endringen av ordlyden i 1997.

NOU 1996:2 innfortolket i uttrykket ”*forpliktende samarbeid*” at det heller ikke behøver forligge en sanksjonsadgang ved mislighold av avtalen.

Bergo er kritisk til forarbeidenes vide tolkning:

*”Etter mitt syn, har myndighetene i den nye lovteksten gitt fra seg den formelle hjemmelen til å gripe inn overfor løse samarbeidsformer.”*⁶³

Det er vanskelig å forestille seg at partene skal avtale noe i forretningssammenheng uten at det skal foreligge en rettslig sanksjonsadgang. Et slikt tilfelle vil være mest naturlig å kategorisere som en uformell felles forståelse, ikke en avtale. Skulle partene avtale et så ukonvensjonelt avtalevilkår, er det desto mer unaturlig at en slik avtale skal være inngått stilltiende.

Bergo hevder at det er mer naturlig å anse slike tilfeller av løse samarbeid som felles forståelse om samsvarende opptreden uten avtalegrunnlag.⁶⁴

⁶² Børsklagenemnda sak 2/1992

⁶³ Bergo (2003) s. 73

Et forhold som kan belyse hvordan § 2-5 nr. 5 bør tolkes, er den praksis man i norsk rettstradisjon har hatt vedrørende konsolidering generelt. Å vektlegge reelle, fremfor formelle forhold, kjenner man fra gjennomskjæringsinstituttet i skatteretten⁶⁵ og reglene om ansvarsgjennombrudd i selskapsretten⁶⁶. Formålet med en gjennomskjæringsregel er å hindre omgåelse av regelverket. Reglene er i praksis og teori undertiden utformet som skjønnsregler der man skjærer gjennom det formelle forholdet og legger til grunn det reelle. Som skjønnsregler flest, skaper reglene usikkerhet som svekker markedssaktørenes adgang til å forutberegne sin rettsstilling. De gjennomskjæringsregler som er utformet som skjønnsregler, har av denne grunn hatt karakter av sikkerhetsventiler dersom regelverket ikke skulle fange opp de klare omgåelser.

Vphl § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5 er ment å skulle forhindre omgåelse av tilbudspliktreglene. Reglenes utforming kan forsvares med at konsolidering kun skal foretas overfor parter det foreligger et så nært tilknytningsforhold mellom at det ville være meget unaturlig om de hadde motstridende interesser. I tillegg inntreer ikke konsolideringen automatisk. Konsolidering skjer først ved vedtak av tilbudsmyndigheten (Oslo Børs), jfr. § 6-5 (2). Dette innebærer i praksis at der partene åpenbart ikke har felles interesser, tross i at de formelt sett er nærstående, er det lite sannsynlig at tilbudsmyndigheten vil konsolidere partene. Eksempelvis der to søsken står på hver sin side i en oppkjøpsituasjon.

Gjennomskjæringsregelen i § 6-5 (1) for nærstående etter § 2-5 nr. 1-4, gjelder etter sin ordlyd de tilfeller der det er kurant å presumere interessefelleskap mellom to aksjonærer. I rettskildene som har blitt gjennomgått i det foregående, har man tolket § 2-5 nr. 5 vidt slik at regelen muligens omfatter mer enn hva en normal språklig forståelse skulle tilsi. Det

⁶⁴ Ibid. s. 71.

⁶⁵ Zimmer (2005) kap. 2.7.

⁶⁶ Rt. 1996 s. 672 Kongeparken-dommen og Rt. 1996 s. 742 Minnor-dommen. Andenæs (2006) s. 39 flg. og Woxholt (2007) s. 94 flg.

ville blitt best sammenheng i bestemmelsen om nr. 5 tolkes etter sin ordlyd i likhet med nr. 1-4.⁶⁷

En kan spørre seg om partenes interessefellesskap i Sinvest- og SeaDrill-saken var presumerbart på lik linje med andre typiske nærstående som etter § 2-5 nr. 1-4. Man kan neppe svare bekreftende på dette. Som utgangspunkt er det etter en normal språklig forståelse naturlig å si at aksjonærer som har et forpliktende samarbeid må anses å ha sammenfallende interesser. Dersom man utvider tolkningen av ”forpliktende samarbeid” i stor nok grad, vil det imidlertid ikke lenger være kurant å presumere et interessefellesskap mellom partene. Dette kan hevdes å være et argument for at gjennomskjæring der interessefellesskapet og partenes avtalebinding er mindre klart enn det som fremgår av en naturlig språklig forståelse av ”forpliktende samarbeid”, forutsetter en klarere hjemmel enn § 2-5 nr. 5. Den utvidede delen av bestemmelsen bør etter mitt syn i det minste benyttes med samme varsomhet som tilfellet er ved gjennomskjæringsreglene i skatteretten og ansvarsgjennombruddsreglene i selskapsretten.

De forhold som her er påpekt, taler ikke nødvendigvis for at avgjørelsene i saker avgjort etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5 er uriktige. Det er intet i veien for at det kan bevises at det foreligger et forhold som rammes av § 2-5 nr. 5. Om dette var tilfellet i de sakene som er blitt avgjort eller pådømt etter bestemmelsen, er et bevisspørsmål som ikke skal adresseres i denne avhandlingen. Poenget er snarere at det er behov for en grundig gjennomgang av hva slags regel børsmyndighetene og forarbeidenes vide tolkning av ”forpliktende samarbeid” medfører, og om en håndhevelse i tråd med denne tolkningen er forsvarlig hjemlet i loven.

⁶⁷ § 2-5 nr. 1-4 har tradisjonelt ikke vært gjenstand for utvidende tolkning, se Bechmann (2002) s. 58 flg.

4.2.8 Sammenfatning

Det kan pekes på forhold som kan tale for at forarbeidene og børspraksis' tolkningen av uttrykket ”forpliktende samarbeid” ikke i tilstrekkelig grad er i samsvar lovens ordlyd. Det kan reises spørsmål ved om de skranker legalitetsprinsippet setter for tolkningen fordrer en klarere lovhjemmel enn den foreliggende for konsolidering av TRS-avtalepartene etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. Imidlertid vil faktum i mange tilfeller som avgjøres av børsmyndighetene og rettspraksis kunne ligge slik an at man ikke opererer i den nedre grense av ”forpliktende samarbeid”, og dermed er innenfor en tolkning av ”forpliktende samarbeid” som ikke overtrer legalitetsprinsippet grenser.

4.3 Nærmere om ”bruk” av aksjonærrettigheter

4.3.1 Tolkningen av ordet ”bruk”

Vphl. § 2-5 nr. 5 angir at det må foreligge en avtale om ”bruk” av aksjonærrettigheter for at partene skal kunne konsolideres. I det følgende skal det foretas en analyse av om ”bruk” må innebære en faktisk bruk av aksjonærrettighetene, eller om også unnlatelse av å benytte aksjonærrettighetene (ikke-bruk) også er å anse som ”bruk” etter vphl. § 2-5 nr. 5.

En språklig forståelse av ordet ”bruk” forutsetter nødvendigvis en faktisk bruk. Unnlatelse av å bruke aksjonærrettighetene er språklig sett det motsatte av å bruke dem. Det fremstår følgelig ikke som naturlig å innfortolke ikke-bruk i ordet ”bruk”.

En naturlig språklig forståelse av ordlyden kan ikke være løsrevet fra den konteksten ordlyden står i. Ordlydsfortolkningen må se hen til sammenhengen i regelverket, samt de øvrige rettskilder.

I forarbeidene omtales ikke hva som menes med ”bruk av rettigheter som eier av et *finansielt instrument*”. Det gis kun en generell veiledning om at det må være snakk om opptredenen relatert til overtakelse eller sikring av kontrollen i målselskapet. Kontroll i norske allmennaksjeselskaper vil alltid forholde seg til stemmerettighetene. Inngår man

avtaler i forbindelse med målselskapet som ikke vedrører stemmerettighetene, kan avtalen ikke forrykke kontrollen i selskapet. En konsolidering etter § 6-5, jfr. § 2-5 nr. 5 er da ikke aktuell.

Mye tyder på at lovgiver ikke hadde for øyet de situasjoner der unnlatelse av å benytte aksjonærrettigheter ville medføre sikring av kontroll i et selskap. Dette kan synes underlig all den tid avståelse fra å stemme øker de resterende aksjonærenes relative innflytelse på generalforsamlingen. Ettersom tilbudspliktens formål skulle tilsi at også slik ikke-bruk skulle føre til konsolidering, kan en spørre seg om lovgiver har oversett problemstillingen eller om lovgiver har valgt å overlate den nærmere utformingen av bestemmelsens rekkevidde til praksis. Uavhengig av hva som måtte være tilfellet, tilbyr forarbeidene lite veiledning om hvorledes en skal tolke ordet ”bruk”.

Tolkningen § 2-5 nr. 5, må ses i sammenheng med hvilken bestemmelse det er som gir anvisning på benyttelse av den. I forhold til denne avhandlingens tema, er det § 6-5 som henviser til § 2-5 nr. 5. § 6-5 angår konsolidering i forbindelse med tilbudsplikt.

Det er en aksjonærs rett å velge å ikke benytte sine aksjonærrettigheter, herunder stemmeretten på generalforsamlingen. Aksjonæren er vanligvis klar over hvilke konsekvenser dette medfører. En oppegående aksjonær vil derfor vurdere om eierskapsforholdene er slik at hans interesser vil bli ivaretatt selv om han ikke benytter sin stemme. Er de ikke det, vil han se seg tjent med å benytte sin stemmerett på generalforsamlingen.

I og med at slike vurderinger foretas daglig av aksjonærer som grunnlag for generalforsamlingsdeltakelse, fremstår det ikke som en uriktig tolkning at også ikke-bruk av stemmeretten er å anse som ”bruk” av aksjonærrettigheter.

Hensynene bak tilbudsplikten taler for at også ikke-bruk av aksjonærrettigheter skal omfattes av ordet ”bruk”. En streng tolkning av ordet ”bruk” vil ikke samsvare med formålene bak konsolideringsregelen i forhold til tilbudspliktreglene.

I praksis har finansielle aktører ved flere anledninger anført som forsvar mot konsolideringsvedtak at loven ikke hjemler inngrep overfor avtaler om ikke-bruk. Illustrerende er de såkalte TRS-sakene der ikke-bruk av aksjonærrettigheter i tilknytning til sikringsaksjer ble ansett å være ”bruk” av aksjonærrettigheter.

Den første av TRS-sakene var den såkalte SeaDrill-saken. I 2006 var det flere selskaper som var interessert i å kjøpe opp boreselskapet Eastern Drilling ASA (heretter Eastern Drilling). Riggselskapet SeaDrill var majoritetsaksjonær i Eastern Drilling (39,75 %). Ocean Rig ASA (heretter Ocean Rig) var et annet riggselskap som også var interessert i å kjøpe opp Eastern Drilling. Ocean Rig ga sitt meglerhuset mandat til å kjøpe Eastern Drilling-aksjer forutsatt at man nådde like over 50 % eierskap. Etter at Ocean Rig’s oppkjøpsinteresse var kjent i markedet, inngikk SeaDrill i alt seks TRS-avtaler med meglerhuset Carnegie ASA (heretter Carnegie) der Eastern Drilling-aksjen var referanseaktivumet. Carnegie sikret (hedget) sin posisjon ved å kjøpe et tilsvarende antall aksjer som TRS-avtalene omhandlet. Sikringsaksjene ble ervervet både før og under TRS-avtalene. Sikringsaksjene ble kjøpt til priser som tidvis lå over Ocean Rig’s bud. I oppkjøpssituasjoner er det vanlige at børskursen ligger noe under tilbudet. I dette tilfellet var det omvendt. Dette gav et viktig signal til markedet om at det fantes en annen budgiver. Dette førte til at noen aksjonærer spekulerte i at det kunne komme et annet og bedre bud, og avstod derfor fra å selge til Ocean Rig. Ocean Rig oppnådde av denne grunn aldri akseptgraden på 50 %.

Uavhengig av Ocean Rig’s tilbud og TRS-avtalene med Carnegie, kjøpte SeaDrill seg i september 2006 opp i Eastern Drilling. På bakgrunn av disse aksjekjøpene utløste SeaDrill på egenhånd tilbudsplikt overfor de øvrige aksjonærene i Eastern Drilling. SeaDrill ga tilbud om kjøp av de øvrige aksjene for 92 kroner per aksje. Børsen godtkjente dette

tilbudet. Etter klage fra en gruppe minoritetsaksjonærer og Ocean Rig med påstand om at SeaDrill og Carnegies aksjeposter måtte sees under ett, fattet Børsstyret et konsolideringsvedtak der SeaDrill ble pliktig å gi et nytt tilbud som reflekterte konsolideringen (ny pris) eller selge seg ned slik at tilbudsplikten bortfalt, såkalt nedsalg jfr. vphl. § 6-1 (1) siste punktum, jfr §§ 6-8 og 6-9.

Dette vedtaket ble påklaget til Børsklagenemnda. Børsklagenemnda fattet vedtak om tilbudsplikt på konsolidert grunnlag uten mulighet for nedsalg. Det var etter Børsklagenemndas oppfatning ikke anledning til nedsalg etter at pliktig tilbud var fremsatt.⁶⁸ SeaDrill anket avgjørelsen inn for tingretten.

Tingretten kom i sak TOSLO-2007-39572 til samme konklusjon som Børsklagenemnda. SeaDrills pliktige tilbud på 135 kroner per aksje i forhold til 92 kroner per aksje, utgjorde en total differanse på omlag 850 millioner norske kroner. Saken er anket.

Tingrettsdommen uttaler på s. 19 at:

”Hvis partene hindrer tredjemann fra å kjøpe seg opp, hindrer man ham også i å

⁶⁸ Loven lar en som har meldt at tilbud ikke vil fremsettes og at han i stedet vil selge seg ned en rett til å ombestemme seg. Loven gir intet tilsvarende unntak i den motsatte situasjonen der et tilbud allerede er fremsatt. Et tilbud er bindende innen akseptfristen. Hvis et vedtak om å ikke godkjenne en tilbudspris grunnet konsolidering skulle føre til at den tilbudsplichtige kunne velge å selge seg ned, ville man fått en situasjon der to eller flere aksjonærer kunne samarbeide om å blokkere et bud fra tredjepart uten at det fikk andre konsekvenser enn at de etter at det konkurrerende bud er nedkjempet, selv kunne selge seg ned. Dette vil gjøre minoritetsvernet ineffektivt. Minoritetsaksjonærene har da mistet sin mulighet til å selge sine aksjer til tredjeparten uten at aksjonærene som blokkerte budet plikter å fremsette tilbud om aksjene.

stemme og få flertall på generalforsamlingen. Parkering av en stor aksjepost kan også medvirke til å bevare og styrke en parts dominerende posisjon i selskapet.”⁶⁹

På s. 21 heter det videre at:

”Konsolideringsbestemmelsens formål kan også anføres til støtte for at lovens § 1-4 nr. 5 må forstås slik at bestemmelsen omfatter begge alternativer, - både disposisjoner som skal sikre egen dominans og disposisjoner som tar sikte på å forhindre andre i å få kontroll. Dette er jo også to sider av samme sak.”

Om parkering av aksjene uttaler tingretten:

”Tingretten er enig med saksøkte i at den som samarbeider med andre om oppkjøp av aksjer med sikte på å ”parkere” aksjene slik at de ikke blir tilgjengelige for andre og helle ikke stemmes for må sies å bruke rettighetene til disse aksjene. Han disponerer over aksjene og utøver en form for dominans i selskapet. En parkering vanskeliggjør andres oppkjøp og øker den relative innflytelsen av egne aksjer som ikke er parkert. Parkeringen kan også ha som formål å holde muligheten åpen for egen overtakelse av en kontrollerende post senere.”⁷⁰

Sinvest-saken gir et tilsvarende bilde på synet på hvordan man skal tolke ordet ”bruk” i vphl. § 2-5 nr. 5. Det indiskeide selskapet Aban Singapore Pte Limited og dets heleide datterselskap Aban 7 Pte Ltd (heretter sammen benevnt Aban) ble ilagt tilbudsplikt etter å ha blitt konsolidert med meglerhuset First Securities ASA (heretter First) og ICICI Bank UK Limited (heretter ICICI) grunnet inngåelse av TRS-avtaler med aksjer i Sinvest ASA (heretter Sinvest) som underliggende aktivum. Selskapet Scorpion Offshore Ltd var en konkurrerende interessent i Sinvest.

⁶⁹ TOSLO-2007-39572 s. 19.

⁷⁰ TOSLO-2007-39572 s.. 20.

Sinvest-sakens faktum er meget parallelt med faktumet i SeaDrill-saken. Børsen og Børsklagenemnda foretok de samme vurderinger og kom til samme resultat. I Sinvest-saken kan det forpliktende samarbeidet muligens sies å være bedre dokumentert. Under behandlingen av saken fikk børsstyret høre lydopptak av Firsts meglere. Det kom der frem at de aksjonærer som fikk tilbud om å selge sine Sinvest-aksjer til ICICI som sikringsaksjer gjennom TRS-avtalen, ble fortalt at de i realiteten tilbød aksjene til Aban; ikke direkte, men under en TRS-avtale. Videre ble disse sikringsaksjene kjøpt i all hast i løpet av en helg. Børsen fant at det hadde formodningen mot seg at ICICI skulle erverve sikringsaksjer gjennom storstilte oppkjøp i en helg. Dersom man ikke hadde som formål å hindre Scorpion Offshore Ltd's oppkjøpsforsøk, var det ingen grunn til å handle børsnoterte aksjer utenfor børsens åpningstider. Scorpion Offshore Limited ble slik hindret i å kjøpe seg opp i Sinvest ASA.

Parkeringen av aksjene ble som vist både i SeaDrill-saken og i Sinvest-saken ansett som ”bruk” av aksjonærrettigheter. De parkerte aksjene var således unndratt generalforsamlingen. Dette førte til en relativ økning av de øvrige aksjonærenes innflytelse på generalforsamlingen.

Børsklagenemnda benyttet parkeringssynspunkter som arguemnt for konsolidering også i Elkem-saken⁷¹:

”...Også utøvelse av den type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier...”

Som nevnt er det kun SeaDrill-saken som har vært prøvd for domstolene. Tingretten gav Oslo Børs ved børsstyret og Børsklagenemnda medhold i konsolideringsspørsmålet og tilbudspliktsspørsmålet. Dommen dissenterer ikke med Børsklagenemndas syn på saken på

⁷¹ Børsklagenemnda sak 1/2003.

noe sentralt punkt. Tingrettens dom bidrar i så måte lite til å belyse ytterligere hvordan ordet ”bruk” skal tolkes. Imidlertid foreligger det nå en avgjørelse fra en domstol som også har funnet at den utvidende tolkningen av § 2-5 nr. 5 er uttrykk for gjeldende rett.

Domstolen er per definisjon en klageinstans for Børsklagenemnda. Tingrettsdommen har således en større rettskildemessig vekt enn en enkeltstående avgjørelse fra Børsklagenemnda. I og med at tingretten har sagt seg enig i de standpunkter Børsklagenemnda har tatt i sin praksis vedrørende § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5, har Børsklagenemndas praksis inntil videre fremdeles stor vekt som en rettskildefaktor som uttrykker gjeldende rett.

Den forliggende børs- og rettspraksis taler for at ordet ”bruk” også omfatter ikke-bruk av aksjonærrettigheter.

Som i forbindelse med uttrykket ”forpliktende samarbeid”, er det også ved vurderingen av rettskildenes ulike tolkning av ordet ”bruk” betimelig å spørre om legalitetsprinsippet utgjør en skranke for lovtolkningen.

I SeaDrill-saken hadde retten flere bemerkninger til lovskravet i relasjon til tolkningen av ordet ”bruk”:

”Legalitetsprinsippet innebærer at det kreves sterke grunner for at myndighetene skal kunne gå ut over det som naturlig følger av ordlyden i bestemmelsen, særlig hvis det er tale om vidtgående inngrep, f.eks. illeggelse av straff og lignende sanksjoner. Det er derfor en begrenset adgang til utvidende og analogisk tolkning av hjemmelsloven... Det kreves sterkere grunner for en utvidelse jo mer vidtgående den er.”

Tingretten finner at ordet ”bruk” ikke har noen klar betydning. Det henvises til at:

”...Kravet om at forvaltningen må ha lovhjemmel innebærer ikke at lovens virkeområde må være klart spesifisert.... Den norske lovgivningen er ikke kasuistisk. Legalitetsprinsippet er ikke til hinder for at loven gis en ordlyd som favner meget vidt...”⁷²

Det er viktig å bemerke at en regel i utgangspunktet ikke blir ulovmessig kun ved å *favne vidt etter sin ordlyd*. Legalitetsprinsippet setter likevel en grense for hvor vag lovgiver kan være i formuleringene der det er snakk om lovbud som hjemler alvorlige inngrep i privates rettsfære.

Som vist over fremstår det som uklart om lovens uttrykk ”*bruk*” også omfatter unnlattelse. Det hender at man i lovgivningen benytter ord som gir uttrykk for en handling, men som tolkes dit hen at også unnlattelse av handling vil oppfylle det objektive gjerningsinnholdet som kreves for at tilfellet skal rammes av bestemmelsen. I straffeloven har man eksempelvis de uekte unnlattelsesstraffebud som er straffebud som normalt overtredes ved aktiv handling (kommisivdelikter). Et eksempel er straffeloven⁷³ § 233 som omhandler det å ”*forvolde*” en annens død.⁷⁴ Slik sett er man ikke ukjent med denne type tolkningsmetoder i norsk rettstradisjon.

Parallellen fra straffelovgivningen gir et eksempel på at man i norsk rettstradisjon ikke er ukjent med å tolke ord som gir uttrykk for aktive handlinger som også å omhandle unnlattelse av å handle.

⁷² TOSLO-2007-39572 s. 23-24. Legalitetsprinsippet er kun drøftet i relasjon til ”*bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument*”, ikke i relasjon til ”*forpliktende samarbeid*”.

⁷³ Almindelig borgerlig Straffelov av 22. mai 1902 nr. 10

⁷⁴ Andenæs (1996) s. 25-26.

4.3.2 Sammenfatning

En naturlig språklig forståelse av uttrykket ”bruk” i § 2-5 nr.5 forutsetter at det foretas en handling. Forarbeidenes taushet medfører at andre rettskildefaktorer relativt sett må tillegges større vekt ved avgjørelsen av om ordet ”bruk” også omfatter unnlattelse av bruk.

Lovgivers uttalte formål bak tilbudspliktsreglene må etter mitt syn veie tungt. Det er videre et faktum at aksjonærrettigheter kan benyttes i både positiv og negativ forstand. Det gir best sammenheng i verdipapirhandellovens bestemmelser om tilbudsplikt at ordet ”bruk” i denne sammenheng skal omfatte også ikke-bruk. Mye taler dermed for at en vid tolkning bør legges til grunn i forhold til ”bruk” av aksjonærrettigheter

Legalitetsprinsippet utgjør etter dette formodentlig en skranke for hvor utvidende man kan tolke § 2-5 nr. 5. Skranken er etter mitt syn neppe overtrådt ved den utvidende tolkningen som er foretatt vedrørende ordet ”bruk”. Det er tilstrekkelig rettskildefaktorer som trekker i retning av at unnlattelser også bør omfattes.

4.4 Krav til bruken av aksjonærrettighetene

4.4.1 Problemstilling

Etter forarbeider og praksis er det ikke tilstrekkelig at det foreligger en forpliktende avtale om bruk av aksjonærrettigheter. Bruken må ha et nærmere bestemt innhold, omfang og varighet. Hva som kreves vil gjennomgås i det følgende.

4.4.2 Innhold

4.4.2.1 Skifte eller sikring av kontroll

Utvalget i NOU 1996:2 slutter seg til Børsklagenemndas praksis som gir uttrykk for at konsolidering kun skal skje der det er snakk om et skifte eller sikring av kontroll i et selskap:

” ... Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. ... Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering.”⁷⁵

Illustrerende for kontrollkriteriet er Havila Supply ASA-saken.⁷⁶ I saken ble det franske konsernet Group Bourbon SA⁷⁷ (heretter Bourbon) konsolidert med Borgstein Supply Invest AS (heretter Borgstein). Årsaken var en forpliktende avtale om bruk av aksjonærrettigheter som sikret partene kontrollen i Havila Supply.

Partene eide henholdsvis 39,6 % og 11,4 % aksjer i Havila Supply ASA (Havila Supply). Partene inngikk treårige uomsettelige opsjonsavtaler⁷⁸ med hverandre vedrørende Borgsteins aksjeholdning. Samtidig var det en en tredjepart, Havila AS (heretter Havila), som konkurrerte med Bourbon om kontrollen i Havila Supply.

Børsstyret var av den oppfatning at aksjene til Borgstein var lagt ”døde” på en slik måte at det for minoritetsaksjonærene måtte fortone seg som en slik kontrollskiftesituasjon som tilbudspliktreglene er ment å ramme. Borgsteins aksjeposisjon ble ansett å være nøkkelen til kontrollen i selskapet. Partene ble ansett å ha et ”forpliktende samarbeid”.⁷⁹

⁷⁵ NOU 1996:2 s. 114-115.

⁷⁶ Børsstyresak 71/2003 av 25.06.2003. Se Oslo Børs, Vedtak og uttalelser 2003 s. 93 flg.

⁷⁷ SA: Société Anonyme: fransk selskapsform med begrenset ansvar. Se http://fr.wikipedia.org/wiki/Soci%C3%A9t%C3%A9_anonyme

⁷⁸ Både kjøpsopsjoner (call options) og salgsopsjoner (put options)

⁷⁹ Tilbudsplikt ble ansett utløst på to grunnlag. Opsjonsavtalene ble ansett å oppfylle kravet til ”erverv” i vphl. av 1997 § 4-1 (nåværende § 6-1). I tillegg ble partene konsolidert etter § 4-5, jfr. § 1-4 nr. 5. Konsolideringen førte også til tilbudsplikt etter § 4-1. Imidlertid ble opsjonsinngåelsen ansett å komme først i tid. Tilbudsplikt ble derfor pålagt direkte etter § 4-1.

Avgjørelsen gir et eksempel på et tilfelle som omhandlet sikring av en kontrollposisjon. Såfremt avtalene mellom aksjonærene hadde den virkning at aksjene i målselskapet ikke var tilgjengelige for markedet, var avtalen egnet til å sikre partene kontrollen i selskapet. Partene måtte derfor konsolideres i forhold til deres aksjeposter i Havila Supply.

Også i Elkem-saken var kontrollkriteriet avgjørende. Det forelå omfattende krysseierskap mellom Orkla ASA (heretter Orkla), Elkem ASA (heretter Elkem) og Nordstjernen Holding AS (heretter Nordstjernen). Orkla eide 39,45 % av aksjene i Elkem og 35 % av aksjene i Nordstjernen. Elkem eide 20 % av aksjene i Nordstjernen og ca 0,2 % av aksjene i Orkla. Nordstjernen eide 0,55 % av aksjene i Elkem. Samlet sett eide Orkla og Nordstjernen over 40 % av aksjene i Elkem. Børsklagenemnda fant at måten Orkla og Nordstjernen hadde organisert sitt samarbeid på, tydet på at det var planer om et langsiktig samarbeid vedrørende kontrollen i Elkem. Samarbeidet mellom Orkla og Nordstjernen var innrettet slik at Orkla hadde kompetanse til å utnevne to styremedlemmer i Nordstjernen. Videre var det enighet gjennom en aksjonæravtale mellom aksjonærene i Nordstjernen om at Orkla skulle forestå forvaltningen av Nordstjernen. Børsklagenemnda la vekt på at det var tette bånd mellom de to selskapene og at de toneangivende personene i de to selskapene gikk igjen i begge selskapers øverste organer.

Det forelå med andre ord ikke et åpent forpliktende samarbeid om bruken av aksjonærrettigheter i Elkem, kun en meget tett generelt samarbeid selskapene imellom. Disse forhold førte til at Børsklagenemnden mente at Orkla og Nordstjernen hadde såkalt negativ kontroll over generalforsamlingen og at samarbeidet hadde en form som var egnet til å hindre eller vanskeliggjøre et kontrollskifte i selskapet.

Som illustrert over vil parter som har et forpliktende samarbeid om sikring eller skifte av kontroll i et selskap kunne konsolideres etter vphl. § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5.

4.4.2.2 Hindre eller vanskeliggjøre et tilbud

Direktivet art. 2 (1) angir at det ikke er kun ved spørsmål om å overta eller sikre kontrollen i et selskap partene kan konsolideres. Likeledes kan partene konsolideres dersom de har et forpliktende samarbeid om å ”*frustrate a bid*” (vanskeliggjøre et tilbud). På bakgrunn av Direktivet ble det til vphl. av 2007 utformet et tillegg til bestemmelsen som ble videreført fra vphl. av 1997. Det fremgår nå av lovteksten i § 2-5 nr. 5 at parter kan konsolideres om de har et forpliktende samarbeid om bruk av aksjonærrettighetene som går ut på å hindre eller vanskeliggjøre et tilbud.

Elkem-saken og SeaDrill-saken er eksempler fra praksis der konsolidering har skjedd fordi partens forhold var egnet til å hindre eller vanskeliggjøre et konkurrerende tilbud. Som vist over fant Børsklagenemnda i Elkem-saken at visse aksjonærer måtte konsolideres ettersom eierkonstellasjonene var egnet til å vanskeliggjøre et kontrollskifte i selskapet. I SeaDrill-saken la Børsklagenemnda og tingretten til grunn at Ocean Rig’s oppkjøpsforsøk ble vanskeliggjort ved at Carnegie kjøpte sikringsaksjer til en høyere kurs enn Ocean Rig’s tilbudspris. Markedet fikk inntrykk av at det var flere potensielle kjøpere. Ocean Rig’s bud ble derfor mindre attraktivt (se punkt 4.3.1.).

4.4.3 Varighet

Forarbeidene legger videre til grunn at det kreves et mer langsiktig samarbeid om bruken av aksjonærrettigheter for at partene skal anses som nærstående i forhold til vphl. § 2-5 nr. 5.

Fra NOU 1996:2 s. 114-115 hitsettes:

” ...Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering”

I den omtalte Elkem-saken fant Børsklagenemnda at de faktiske omstendighetene sett i sammenheng tilsa at samarbeidet var ment å vare over lengre tid. Begrunnelsen var blant annet at det vanligvis er de langsiktige samarbeid som er egnet til å sikre kontrollen eller medføre et kontrollskifte i et selskap. Varigheten er derfor et viktig moment i forhold til om det foreligger et forpliktende samarbeid vedrørende kontrollen i et selskap.

Etter uttalelsene i Elkem-saken, vil det at det kun foreligger et kortvarig samarbeid tale mot at det foreligger et ”forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument” etter vphl. § 2-5 nr. 5.

4.4.4 Omfang

Det er presisert i forarbeidene at bruk av aksjonærrettighetene i en enkelt sak gir grunnlag for konsolidering dersom saken har stor betydning for selskapet. Typisk vil samarbeid om viktige strategiske valg for selskapet være tilstrekkelig omfang.

”...også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv.,[kan] etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid ...
„80

Tilsvarende ble lagt til grunn av Børsklagenemnda i SeaDrill-saken under punkt 2.1.3 i vedtaket:

⁸⁰ NOU 1996:2 s. 114-115.

” ...Der en dominerende aksjonær inngår en avtale for å vanskeliggjøre eller hindre en utfordrer i å erverve en kontrollerende posisjon i selskapet, antar tingretten at også et kortvarig samarbeid kan føre til konsolidering. Det behøver ikke vare lenger enn utfordringen selv. Samarbeidet har ikke vart lenge, men den tilsiktede virkning er langsiktig.”

Motsetningsvis vil et langsiktig samarbeid om en ubetydelig sak ikke føre til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende.

Børsklagenemndas avgjørelse i Frontier Drilling-saken⁸¹ er et eksempel på et enkeltstående samarbeid som ikke ble ansett å gjelde en sak av stor nok betydning til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjorde seg gjeldende.

Investeringselskapene Credit Suisse First Boston Private Equity (CSFB) og Carlyle/Riverstone (Riverstone) deltok i en rettet emisjon i riggselskapet Frontier Drilling ASA (heretter Frontier Drilling). Emisjonen finansierte ett enkeltstående kjøp av et flytende oljeproduksjonsfartøy (FPSO⁸²). Frontier Drilling hadde tidligere kun eiet ordinære borefartøyer. I denne sammenheng inngikk CSFB og Riverstone aksjonæravtaler som omhandlet forkjøpsrett og medsalgsplikt og medsalgsrett⁸³ i forhold til hverandres aksjeposter dersom én av dem skulle ønske å endre sitt engasjement i Frontier Drilling. Minoritetsaksjonærene var ikke enig i kjøpet av FPSO'en. De mente at kjøpet ville medføre en kursendring for selskapets virksomhet. De hevdet seg videre innelåst i selskapet ettersom investeringsselskapenes maktposisjon førte til at det var liten interesse for aksjen i markedet.

⁸¹ Børsklagenemnda sak 3/2002.

⁸² ”Floating Production, Storage and Offloading”

⁸³ Selskapene har gjensidig rett og plikt til å kjøpe seg opp og selge seg ned samtidig.

Det ble anført av minoritetsaksjonærene at Frontier Drilling ikke tidligere hadde befattet seg med FPSO'er. Investeringen var i så måte et avvik fra den opprinnelige forretningsideen og den investeringsprofil som hittil var blitt fulgt. Dette burde medføre at de samarbeidende majoritetsaksjonærene måtte konsolideres etter. § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5, slik at disse kom i tilbudsplikt etter § 6-1 (1), jfr. (6).

Børsstyret fattet vedtak om å ikke konsolidere selskapets to største aksjonærer. Den parallelle deltakelsen i finansieringen av FPSO'en, samt medsalgsretten og medsalgsplikten, ble ansett å være et enkeltstående samarbeid om en sak som ikke var betydningsfull nok til å føre til konsolidering etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5.

Det kan sies å være påfallende at det i denne saken ikke ble konsolidering, selv med en forpliktende aksjonæravtale, mens det i Elkem-saken ble konsolidering på tross av fravær av en forpliktende avtale. Det er muligens uproblematisk å anta at forholdene lå til rette for koordinert opptreden i Elkem-saken, men teorien har hevdet at man med rette kan spørre om konsolideringen i Elkem-saken kan hjemles i lovens ordlyd.⁸⁴

Børsen kom til en lignende konklusjon i den såkalte Opticom-saken.⁸⁵ Børsen fant at en investorgruppes samlede opptreden ikke var egnet for et lengre samarbeid, og således kun var felles opptreden i én sak. Det forelå ingen tegn som tydet på at det var inngått avtaler mellom aksjonærene utover det å samarbeide om å få valgt et nytt styre.⁸⁶

Forholdet vil tidvis ligge slik an i tilfeller der markante investorer danner en felles front. Erfaringsmessig havner slike investorer på hver sin side ved neste konflikten. Investorene opptrer dermed ikke gjennomgående som en gruppe. Det kan følgelig ikke legges til grunn

⁸⁴ Bergo (2003) s. 73.

⁸⁵ Vedtak og uttalelser 2005 s. 63 flg. pkt 6.1.1 ”*Opticom ASA - Spørsmål om konsolidering av aksjeeiere - Orkla ASA m fl (brev av 07.12.2005)*”

⁸⁶ Vedtak og uttalelser 2006 s. 66.

at det foreligger forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av aksjonærrettighetene på lengre sikt.

4.4.5 Sammenfatning

Det stilles forholdsvis strenge krav til innhold, omfang og varighet av det forpliktende samarbeidet om bruk av aksjonærrettigheter for at konsolidering skal kunne finne sted. Disse kravene utgjør en motvekt til den vide tolkning som er blitt foretatt av lovens ordlyd. Kravene er oppstilt på bakgrunn av formålene bak tilbudspliktreglene.

4.5 Særlige rettskildespørsmål

Det er særlig børspraksis og forarbeidene som er omfangsrrike og relevante rettskilder i forhold til konsolidering etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. Det er av denne grunn interessant å se nærmere på hvilke kilder og hvilke resonnementer disse rettskildene er bygget på.

Vphl. av 1985 omgikk en betydelig revisjon i 1996 til loven av 1997. I forhold til den da nye § 1-4 nr. 5, ble det uttalt at det med den nye ordlyden ikke ble tatt sikte på noen realitetsendring i forhold til den tidligere § 5 A (2) litra c.⁸⁷ Begrunnelsen var at praksis angivelig hadde trukket opp bestemmelsens nærmere rekkevidde.

Utvalget sluttet seg til Børsklagenemndas forståelse av den tidligere § 5 A (2) litra c i Poseidon-saken.⁸⁸

Det ble videre foreslått at den nye bestemmelsen skulle gis samme ordlyd som finansieringsvirksomhetsloven § 2-6. Finansdepartementet gav i Ot.prp.nr 29 (1996/1997) sin tilslutning til dette forslaget.

⁸⁷ NOU 1996:2 pkt. s. 114-115.

⁸⁸ Børsklagenemndas sak 2/1992.

Utvalget utførte ingen særlig drøftelse av om praksisen fra Børsklagenemnda gav anvisning på en hensiktsmessig regel. Børsmyndighetenes praksis omfattet i 1996 kun Poseidon-saken. Forarbeidene gjorde tilsynelatende ingen grundig gjennomgang av betydningen av endringen av ordlyden.

I arbeidet med utformingen av den 2007-loven omtaler utvalget i NOU 2005:17 konsolideringsbestemmelsen kort ved å henvise til NOU 1996:2 s. 114 flg. På side 24-25 i NOU 2005:17 heter det:

”Utvalget legger til grunn at konsolidering etter gjeldende norsk rett skal skje ved koordinert aksjeerverv hvor formålet er å oppnå kontroll i målselskapet. Et slikt samarbeid vil normalt kreve avtale, skriftlig eller muntlig. Også stilltiende avtaler vil kunne gi grunnlag for konsolidering, jf. Uttalelser om dette i NOU 1996:2 s. 114. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet (red.anm: Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF) også på dette punkt, og foreslår ingen endringer.”

Om Direktivet heter det i Ot.prp.34 (2006/2007) på side 367 at Finansdepartementet for å oppfylle Norges traktatforpliktelser etter EØS-avtalen, foreslår et tillegg til lovforslaget. Med tillegget lyder vphl. av 2007 § 2-5 nr. 5 som følger:

”... noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrumnet, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres”. (Tillegget er understreket, min understrekning.)

Tillegget skal inkorporere Direktivets art. 2 (1) litra d. Ifølge departementet for å klargjøre rekkevidden av § 2-5 nr. 5.

Om rekkevidden er blitt særlig klarere i sin nåværende form, er neppe tilfellet. Det råder fremdeles usikkerhet og uenighet om hva som er å anse som et ”forpliktende samarbeid om

bruken av rettigheter som eier av et finansielt instrument”. At lovgiver har nyttet sammenbindingsordet ”herunder”, har den uheldige virkning at et tillegg som er ment å være klargjørende, i seg selv er så tvetydig at det foranlediger ytterligere spekulasjon om bestemmelsens rekkevidde.

Finansdepartementet slutter seg ellers til utvalgets bemerkninger i NOU 2005:17.

Som utdragene i det foregående har vist, la forarbeidene i NOU 1996:2 børsens meget begrensede praksis til grunn. Utvalget gjorde visse forsøk på å utdype tolkningen av regelen, men presiserte at det må foretas en konkret helhetsvurdering i det enkelte tilfellet. Det samme ble gjentatt i forarbeidene til vphl. av 2007. Børsmyndighetene på sin side, har holdt frem med å legge egen begrenset praksis til grunn med støtte i stadig flere forarbeider.

Dette har ført til at rettskildene hjemler sitt syn i hverandre uten selv å foreta en åpen fornyet vurdering av regelens hensiktsmessighet. Etter endring av ordlyden i 1997 var dette etter mitt syn antakelig nødvendig. Det har oppstått en sirkelargumentasjon som kan være egnet til å svekke disse kildenes rettskildevekt.

De foreliggende forarbeider, børs- og rettspraksis er premissleverandør for tolkningen av § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. På bakgrunn av de forhold som her er påpekt, kan en spørre seg om disse rettskildene har blitt tillagt for stor vekt.

4.6 Sammenfatning og avsluttende bemerkninger

På bakgrunn av den analyse som er foretatt, kan disse retningslinjene stilles opp som avgjørende for konsolideringsspørsmålet etter vphl. § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5:

Forhold som må foreligge for at konsolidering skal kunne foretas:

- Det må foreligge en koordinert opptreden basert på avtale.
- Det kreves (sannsynligvis) minimum en stilltiende avtale (uten forutsetning om sanksjonsadgang).
- Opptreden må være relatert til overtakelse eller sikring av kontrollen i målselskapet eller å vanskeliggjøre en konkurrents tilbud.
- Det er de mer langsiktige samarbeid som søkes rammet.
- Selv kortere samarbeid vil kunne omfattes dersom det dreier seg om viktige strategiske valg for selskapet. Eksempelvis salg av virksomheten, endring av virksomhetsområde eller lignende.
- Om konsolidering skal finne sted, må bero på en helhetsvurdering i det enkelte tilfellet.

Tilfeller der konsolidering neppe kan foretas:

- Enkeltstående oppkjøpssamarbeid
- Enkeltstående tilfeller av koordinert opptreden i generalforsamlingen, f.eks. i forbindelse med styrevalg. Dette på tross av at samarbeidet finner sted over lengre tid.
- Tilfeller av samsvarende opptreden av TRS-avtalepartene der samarbeidet i forhold til bruk av aksjonærrettigheter fremstår som løst.

På bakgrunn av den noe uklare børspraksis⁸⁹, vide uttalelser i forarbeidene⁹⁰ og tidvis dissenterende teori⁹¹, synes likevel det eneste klare holdepunkt å være at den konkrete

⁸⁹ Eksempelvis: Frontier Drilling-saken – ikke konsolidering, tross aksjonæravtale vs. Orkla/Nordstjernen-saken – konsolidering, tross mangel på avtale mellom partene.

⁹⁰ Særlig NOU 1996:2.

vurderingen må ta utgangspunkt i om hensynene bak tilbudspliktreglene taler for konsolidering i det enkelte tilfellet.

I forhold til TRS-avtaler vil det avgjørende spørsmålet bli om avtalen har hatt en innvirkning på kontrollen i selskapet, enten det gjelder opprettholdelse eller skifte av kontroll. Ved de TRS-avtaler der det fremstår som klart at det foreligger et forpliktende samarbeid om bruk av aksjonærrettighetene, vil hensynene som tilsier tilbudsplikt gjøre seg like sterkt gjeldende som i de mer ordinære konsolideringstilfellene.

I de mindre omfattende samarbeid, eksempelvis der TRS-avtalene benyttes til spekulasjon eller hedging, vil derimot samarbeidet mellom TRS-avtalepartene kunne være så løst at minoritetsaksjonærene ikke vil oppleve lavere likviditet i målselskapets aksjer.

Minoritetsaksjonærene er således ikke låst inne i selskapet. Hensynet til minoritetsaksjonærenes utgangsmulighet taler i slike tilfeller ikke for konsolidering.

I de mindre omfattende samarbeid vil det sjelden være anledning til å innkassere en kontrollpremie ved salg av aksjer til TRS-selgeren. Verken markedet eller TRS-selgeren oppfatter normalt TRS-selgerens erverv av aksjer som et erverv av en post som fører til kontrollskifte i selskapet. Selv om TRS-selgeren er indifferent i forhold til hvilken pris han må betale for sikringsaksjene, vil han vanligvis erverve sikringsaksjer til den kurs aksjen handles for uten påslag av en kontrollpremie. Dette gjelder særlig der TRS-avtalene ikke er kjent i markedet.⁹² Dette vil normalt være tilfellet før børsmyndighetene har foretatt konsolidering av avtalepartene. Finansielt motiverte TRS-avtaler publiseres ofte av selskapet. Disse vil neppe være kursdrivende på annen måte enn som et uttrykk for TRS-kjøperens tro på referanseaksjen. I slike tilfeller vil heller ikke hensynet til lik adgang til kontrollpremien tale for konsolidering av TRS-avtalepartene.

⁹¹ Blant andre Bergo (2003) s. 72 og 73.

⁹² Se punkt 5 og 6 om meldeplikt og flaggeplikt.

Saken stiller seg naturligvis annerledes om TRS-selgeren er villig til å tilby en pris per aksje som ligger godt over den kurs aksjen handles for i markedet. Et eksempel på dette er SeaDrill saken der TRS-selgeren, Carnegie, kjøpte sikringsaksjer til kurser som lå over den kurs aksjen ble handlet for i markedet. Dette gav aksjonærene i målselskapet Eastern Drilling en indikasjon på at det kanskje fantes en annen interessent til deres aksjer. Et tilstrekkelig antall aksjonærer avstod derfor fra å godta Ocean Rigs tilbud.⁹³ I et slikt tilfelle tyder mye på at TRS-selgeren har interesse i å få kjøpt aksjene som ikke kun er spekulasjon, nærmest uavhengig av pris. Slik interesse er unaturlig fordi TRS-kjøperen normalt ønsker at inngåelseskursen i TRS-avtalen skal være så lav som mulig. Vanligvis er inngåelseskursen direkte avledet av den pris TRS-selgeren må betale for sikringsaksjene. Det er derfor unaturlig at TRS-kjøperen skal ønske at TRS-selgeren skal erverve sikringsaksjer for enhver pris. Erverves sikringsaksjer på høyere nivåer enn det aksjen handles på, kan mye tyde på at TRS-avtalepartene har en fordekt interesse i å sikre seg et gitt antall aksjer.

Dersom minoritetsaksjonærene verken er låst inne eller går glipp av en kontrollpremie, vil tilbudspliktreglene ikke trekke i retning av en utvidende tolkning av § 2-5 nr. 5. Foretar man konsolidering av TRS-avtaleparter ved slike løse samarbeid, vil det kunne innebære en overregulering som er egnet til å svekke investorers tillit til kapitalmarkedet.

Mangelen på publisitet rundt inngåelse av TRS-avtaler har medført en viss mistro til arrangementene i sin alminnelighet. Det er imidlertid ikke unaturlig å anta at TRS-avtalene benyttes til det de faktisk er konstruert for.⁹⁴ Mye taler for at konsolidering bygget på omgåelsessynspunkter kun bør anvendes der TRS-avtalepartene har et forholdsvis klart forpliktende samarbeid.

⁹³ Se pkt. 4.3.1.

⁹⁴ Eksponering uten å eie/forsikring mot kursfall, se punkt. 3.2.1.

I denne forbindelse bør det påpekes at partenes åpenhet angående TRS-avtaler og erverv av sikringsaksjer ikke avskjærer konsolidering etter § 6-5 (1), jfr. § 2-5 nr. 5. I Sinvest-saken uttalte børsen at selv om de konsoliderte partene var helt åpne om sine posisjoner og derivatkontraktene, ville parkeringen av aksjene føre til at realiteten var en annen enn de formelle forholdene. Om spørsmålet vedrørende aktørenes anledning til å innrette seg etter de til enhver tid gjeldende regler og mulighet til å forutberegne sin rettsstilling, uttales det at aktørene i så måte forutsettes å innrette seg lojalt i forhold til reglene og formålet bak dem. Omgåelsesbetraktninger fører derfor til at åpenhet i seg selv ikke hindrer konsolidering og tilbudsplikt dersom formålet med innrettelsen er omgåelse av regelverket.

Tilbudspliktreglene er utformet med meget klare formål for øyet. Hensynene er klart uttrykt i lovens forarbeider. Børs- og rettspraksis har gjennomgående kun foretatt konsolidering i tilfeller der det forpliktende samarbeidet har medført en forfordeling av kontrollpremien eller lavere likviditet i referanseaksjen. Gjeldende rett synes derfor å være at konsolidering kun kan foretas der hensynene til likebehandling av aksjonærene ikke blir ivaretatt eller minoritetsaksjonærenes utgangsmulighet vanskeliggjøres grunnet et forpliktende samarbeid.

5 Meldeplikt

5.1 Generelt om meldeplikten

Etter vphl. § 4-1 første ledd har primærinnsidere meldeplikt for handler i aksjer i et selskap notert på norsk regulert marked. Som primærinnsidere regnes også foretak som har eierskap og som er representert i styret i et børsnotert selskap.

5.2 Problemstilling

Dette kapittelets problemstilling blir hvorvidt inngåelse av TRS-avtaler inngått av primærinnsidere i referanseaktivumet utløser meldeplikt etter vphl. § 4-1 første ledd.

5.3 Hensyn

Meldepliktreglene ble opprinnelig innført som et preventivt tiltak mot misbruk av innsideinformasjon. Etter innføringen av det såkalte ”primærinnsideregisteret” ved Oslo Børs, jfr. vphl. § 3-5, har dette hensynet mindre vekt. I dag har meldeplikten størst verdi som markedets kilde til informasjon om primærinnsidernes tro på selskapet. Ettersom primærinnsidene vanligvis har bedre kunnskap om selskapet enn markedet, vil deres vurderinger av selskapet kunne være kurssensitiv informasjon og av verdi for verdifastsettelsen av selskapets aksjer.

5.4 Meldeplikt ved TRS-avtaler?

Meldeplikten etter vphl. § 4-1 første ledd inntreer ved primærinnsideres kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer. I motsetning til tilbudsplikt, inntreer meldeplikt også ved tilsvarende handler i ”opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd”, jfr. § 4-1 annet ledd.

I Børssirkulære 1/2003 uttales:

”I henhold til økonomisk teori og alminnelig språkbruk omfatter normalt begrepet ”opsjoner” derivatkontrakter med finansielt oppgjør. Det finnes ingen definisjon av begrepet i verdipapirhandelloven og ordlyden i vphl. § 3-1 [nå § 4-1] gir heller ingen avgrensning mot finansielle derivater.”

I vphl. av 2007 § 2-2 (5) nr. 1 angis det at med derivater menes

”opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter,”

Ut ifra denne definisjonen er et derivat det samme som en avledet kontrakt med finansielt oppgjør. Et derivat er ifølge bestemmelsen også det samme som en opsjon. At derivat kan sies å være begge deler betyr ikke nødvendigvis at en avledet kontrakt med finansielt oppgjør også er en opsjon.

Imidlertid avgrenser vphl. heller ikke mot en slik forståelse.

Slik sett antar jeg at en ”opsjon” i vphl. § 4-1 annet ledd også sies å omfatte finansielt avregnede derivater slik Børssirkulær 1/2003 la til grunn for vphl. av 1997§ 3-1 annet ledd. Forarbeidene til verken 1997-loven eller 2007 loven sier noe uttrykkelig om avgrensningen av bestemmelsen mot finansielle derivater.

I Børssirkulære 1/2003⁹⁵ heter det videre:

” Tilknytningen til det underliggende noterte instrument og begrunnelsen for reglene og reelle hensyn tilsier dermed også at finansielle derivater, børsnoterte og ikke-børsnoterte skal omfattes av meldeplikten i vphl § 3-1.”

Hensynet bak meldepliktreglene og omgåelsesbetraktninger tilsier at primærinnsidere må melde inngåelse av TRS-avtaler der de er kjøper som vil tjene på en kursoppgang i referansaksjen.

5.5 Sammenfatning

Oslo Børs’ oppfatning er at primærinnsidere plikter å melde om inngåelse av finansielt avregnede derivatkontrakter. Etter børssirkulæret, forarbeidene til vphl. av 1997 og 2007 og ordlyden i vphl. av 2007, må man legge til grunn at dette er gjeldende rett.

⁹⁵ Kredittilsynet hadde ingen innvendinger til børsens forståelse av meldepliktreglene.

Primærinnsideres inngåelse av finansielt avregnede derivatkontrakter utløser meldeplikt etter vphl. § 4-1 første ledd.

6 Flaggeplikt

6.1 Generelt om flaggeplikten

Etter vphl. § 4-2 plikter en aksjonær å flagge erverv av aksjer eller rettigheter til aksjer ved passering av gitte grenser. Grensene er 5%, 10 %, 15 %, 20 %, 25%, 1/3, 50 %, 2/3 og 90 %.

I § 4-2 (6) heter det at:

”Like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter som nevnt i tredje ledd, regnes

1. Aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller erverves eller avhendes av nærstående i § 2-5 og

2. Stemmerettigheter til aksjer som nevnt i tredje ledd som innehas av eller overføres til nærstående som nevnt i § 2-5 eller ved opphør av slike rettigheter.” (min understrekning)

Etter § 4-2 (6) nr. 1 konsolideres aksjonærer som er nærstående etter § 2-5, herunder § 2-5 nr. 5.

6.2 Problemstilling

Dette kapittelets problemstilling blir hvorvidt inngåelse av TRS-avtaler etter nærmere vilkår utløser flaggeplikt etter vphl. § 4-2 første ledd, jfr. (6) nr. 1, jfr. § 2-5 nr. 5.

6.3 Hensyn

Flaggepliktreglene er konstruert for å ivareta markedets behov for informasjon om vesentlige endringer i eierstrukturen i børsnoterte selskaper.⁹⁶ For å oppnå et effisient marked må alle markedsdeltakere ha samme informasjon. Dette søkes oppnådd gjennom flaggepliktreglene.

6.4 Flaggeplikt ved TRS-avtaler?

Flaggepliktreglene gjelder erverv av aksjer eller erverv av rettigheter til aksjer som foretas av en aksjonær eller én av partene i en konsolidert gruppe.

TRS-avtaler er som tidligere nevnt verken erverv av aksjer eller erverv av rettigheter til aksjer.⁹⁷ Inngåelse eller opphør av TRS-avtaler vil med andre ord ikke måtte flagges etter vphl. § 4-2.

Spørsmålet om flaggeplikt blir således kun aktuelt dersom det kjøpes sikringsaksjer. I slike tilfeller blir det avgjørende om det er avtalt mellom TRS-avtalepartene at TRS-kjøper en gang i fremtiden har rett til å overta sikringsaksjene.

6.4.1 Erverv av rettigheter til aksjer

Har partene avtalt en rett til overtakelse av sikringsaksjene, har man i prinsippet inngått en kjøpsopsjon.⁹⁸ Erverv av opsjoner med rett til aksjer kan utløse flaggeplikten jfr. § 4-2 (1), jfr. (2). Også erverv av tilsvarende rettigheter kan utløse flaggeplikten, jfr. § 4-2 (2).

⁹⁶ Bechmann (2002) s. 221.

⁹⁷ Se punkt 2.2.

⁹⁸ Avtale om at den ene part (kjøper) har rett til å kjøpe et aktivum en gang i fremtiden av den annen part (utsteder). Kjøper innløser opsjonen.

Se <https://www.dnbno.no/markets/warrants/ordliste.html>

6.4.2 Konsolidering av TRS-avtalepartene

Dersom det ikke er avtalt mellom partene at TRS-kjøper skal ha rett til å kjøpe sikringsaksjene, blir spørsmålet om flaggeplikten utløses på konsolidert grunnlag. Dersom en av de konsoliderte TRS-avtalepartene foretar et ytterligere erverv eller avhendelse av aksjer eller rettigheter til aksjer, kan flaggeplikten utløses etter § 4-2 (1), jfr. (6) nr. 1, jfr. § 2-5 nr. 5.

Idet sikringsaksjer erverves har man i relasjon til tilbudspliktreglene tillagt TRS-avtalen betydning som bindeledd mellom partene som presumerer interessefelleskap i forhold til målselskapet. Forståelsen av § 2-5 nr. 5 vil være avgjørende for om TRS-avtalepartene må flagge hverandres aksjeerverv.⁹⁹ Spørsmålet blir om ervervet av sikringsaksjene får samme betydning for hvordan man ser på TRS-avtalen i forhold til flaggepliktreglene som i forhold til tilbudsplikten ved oppkjøpssituasjoner.

Dersom det ikke er snakk om en kontrollskiftesituasjon, faller hensynene bak tilbudsplikten bort. Det er disse hensynene som har foranlediget den vide tolkningen av § 2-5 nr. 5. Verken argumentet om aksjonærenes like tilgang på kontrollpremien eller argumentet om at minoritetsaksjonærene skal ha en utgangsmulighet, gjør seg direkte gjeldende i forhold til flaggeplikten.

Omgåelses- og rimelighetsbetraktninger kan til en viss grad sies å tale for flaggeplikt da det alltid vil være av interesse å se hvilke eierkonstellasjoner som kjøper seg opp eller selger seg ned. Dette hensynet er ikke like tungt som argumentene om kontrollpremie og utgangsmulighet. En utvidende tolkning av § 2-5 nr. 5 kan neppe foretas ut ifra dette hensynet alene.

Hensynene som har foranlediget en utvidende tolkning av § 2-5 nr. 5, gjør seg ikke gjeldende i særlig grad i forhold til spørsmålet om flaggeplikt.

⁹⁹ Se kap. 4.

Børssirkulære 1/2003 uttaler at verken forarbeidene eller lovteksten (daværende vphl. Av 1997 § 3-2) sier noe uttrykkelig om avgrensning mot finansielle derivater. Det konkluderes kort med at det avgjørende for inntreden av flaggeplikt er hensynet til at markedet informeres om vesentlige eierstrukturendringer. Uttalelsen må tolkes dit hen at det legges til grunn at hensynene bak meldepliktreglene og flaggepliktreglene tilsier en ulik løsning på spørsmålet om hvorvidt finansielt avregnede derivater utløser henholdsvis melde- og flaggeplikt.

6.5 Sammenfatning

Er det inngått avtale om at TRS-kjøper har rett til å overta sikringsaksjene, skal dette flagges dersom TRS-kjøperens samlede beholdning passerer grensene for flaggeplikt i vphl. § 4-2 (1), jfr. (2). Det er da inngått en kjøpsopsjon.

TRS-avtalepartene kan neppe konsolideres etter § 4-2 (6), jfr. § 2-5 nr. 5 da hensynene som tilsier en utvidende tolkning av § 2-5 nr. 5 ikke gjør seg gjeldende i forhold til flaggeplikten.

Dersom det likevel skulle oppstå et tilfelle der partene konsolideres på bakgrunn av en TRS-avtale, må de i flaggemeldingen også oppgi grunnen for flaggingen, jfr. § 4-3. Grunnen til flaggeplikten vil være at parters beholdning av en børsnotert aksje har passert en grense for flaggeplikt. Jeg antar at flaggemeldingen, for å oppfylle lovens krav, også må angi grunnlaget for konsolideringen. Grunnlaget for konsolideringen er aksjeervertet sett i sammenheng med TRS-avtalen.

7 Litteraturliste

7.1 Litteratur

- Andenæs, Johs og Anders Bratholm *Spesiell strafferett*. Oslo, 1996.
- Andenæs, Mads Henry *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*. Oslo, 2006.
- Bechmann, Tor m.fl. *Verdipapirhandelloven Kommentartutgave*. Oslo, 2002.
- Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett Oslo*. Oslo, 2004.
- Christiansen, Per og Jan Bjørland *Verdipapirhandelloven Kommentartutgave* Oslo, 1990.
- Eckhoff, Torstein og Eivind Smith *Forvaltningsrett*. Oslo, 2003.
- Normann Aarum, Kristin *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*. Oslo, 1994.
- Tjaum, Arne *Valuta- og renteswaper*. Oslo, 1996.
- Woxholth, Geir *Selskapsrett*. Oslo, 2007.
- Woxholth, Geir *Avtalerett*. Oslo, 2006.
- Zimmer, Fredrik *Lærebok i skatterett*. Oslo, 2005.

7.2 Lover

- 1902 Almindelig borgerlig Straffelov av 22. mai 1902 nr. 10 (strl.)
- 1985 Lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr. 61. (vphl. av 1985)
- 1988 Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner av 10.juni 1988 nr. 80.
- 1997 Lov om aksjeselskaper av 13.juni 1997 nr. 44. (asl.)
- 1997 Lov om allmennaksjeselskaper av 13.juni 1997 nr. 45. (asal.)
- 1997 Lov om verdipapirhandel av 19.juni 1997 nr. 79. (vphl. av 1997)
- 2000 Lov om børsvirksomhet m.m (børsloven) av 17. november 2000 nr. 80.
- 2007 Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75. (vphl.)

7.3 Forskrifter

Børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30.

7.4 Forarbeider

Ot.prp. nr. 53 1988-89	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 29 1996-97	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 34 2006-07	Om lov om verdipapirhandel
NOU 1985:33	Verdipapirbørs
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 2004:6	Mellom effektivitet og personvern – Politimetoder i forebyggende øyemed.
NOU 2005:17	Om overtakelsestilbud

7.5 Direktiver

2004/25/EC	Directive of the European Parliament and of the Council of 21 st of April 2004 on takeover bids (EU- direktiv 2004/25/EC om overtakelsestilbud)
------------	--

7.6 Elektroniske dokumenter

Magnuson, William J. J.D., *Takeover regulations in the United States and Europe: an institutional approach*. Harvard 2008.

http://works.bepress.com/william_magnuson/1/

Financial-edu.com *Total Return Swap (TRS)*

<http://www.financial-edu.com/total-return-swap-TRS.php>

www.oslobors.no

www.wikipedia.org

www.lovdato.no

www.rettdata.no

www.investopedia.no

www.riskglossary.com

www.norges-bank.no

7.7 Vedtak fra Oslo Børs og Børsklagenemnda

Børsklagenemndas sak 2/1992 AS Poseidon m.fl.

Børsklagenemndas sak 3/2002 side 95-114 Frontier Drilling

Børsklagenemndas sak 1/2003 side 120-136 Elkem (Orkla/Nordstjernen)

Børsklagenemndas sak 4/2006 side 70-83 Wilson AS

Børsklagenemndas sak 6/2006 side 90-112 SeaDrill (Eastern Drilling)

Børsklagenemndas sak 7/2006 side 118-133 Aban Sinvest

7.8 Rettskilder

TOSLO-2007-39572 SeaDrill-saken.

7.9 Brev og uttalelser

Oslo Børs høringsnotat av 1.9.2007 Forslag til forskrift. *Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer.*

Finansnæringens Hovedorganisasjon. Høringsuttalelse til Oslo Børs' høringsnotat, 31.10.2007.

Børsens brev av 19.12.2001 side 88-90

8 Lister over tabeller og figurer m v

Figur 1: <http://www.rbi.org.in/Images/an-fig7.gif>