



BI Norwegian Business School - campus Oslo

GRA 19502

Master Thesis

Component of continuous assessment: Thesis Master of Science

I hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan og faktisk blir benyttet som et element i strukturering av oppkjøpsfinansiering.

Navn: Oda Endresen,
Line Brødremoen
Brevig

Start: 02.03.2017 09.00

Finish: 01.09.2017 12.00

Line Brødremoen Brevig
Oda Endresen

Master i økonomi og ledelse Fordypning: forretningsjus, skatt og regnskap

Innleveringsdato: 11.08.2017

”Denne oppgaven er gjennomført som en del av Master i økonomi og ledelse ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er avendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.”

Sammendrag

Tema for denne masteroppgaven er visse aspekter ved finansiering av oppkjøp av selskaper. Oppkjøp er en kompleks transaksjon og mange aspekter må vurderes. Vi undersøker hvorvidt målselskapets aktiva kan og faktisk blir benyttet som et element i oppkjøpsfinansiering, med fokus på aksjeloven (asl.) § 8-10 av lov 13. juni 1997 nr. 44 og allmennaksjeloven (asal.) § 8-10 av lov 13. juni 1997 nr. 45. Problemstillingen belyses ved bruk av teori og gjennomførte intervjuer. Intervjuobjektene er valgt på bakgrunn av deres høye ekspertise innenfor sine fagfelt og oppgavens tema.

Ifølge norsk aksjelovgivning kan målselskapets aktiva benyttes som et element i oppkjøpsfinansiering, dog underlagt strenge begrensninger. Asl./asal. § 8-10 reiser kompliserte tolkningsspørsmål. Dette gjelder særlig formuleringene ”*stille midler til rådighet*” og ”*betryggende sikkerhet*”.

Vi finner at i situasjoner hvor lånefinansierte oppkjøp er foretatt av private equity investorer benyttes ofte målselskapets aktiva som et element i finansieringspakken. Dette belyses i oppgaven ved gjennomgang av flere eksempler. Det er svært sjeldent at de vanskelig tolkningsspørsmål som asl./asal. § 8-10 reiser kommer opp for domstolene. Det er derfor lite rettspraksis på område, noe som medfører at rettstilstanden til dels er uklar. I tilfeller hvor kjøperselskapet benytter målselskapets aktiva, viser våre resultater at dette medfører økt bruk av ressurser, herunder arbeid, tid og kostnader. Våre resultater viser at intervjuobjektene ikke anser asl./asal. § 8-10 som et praktisk verktøy, men som en begrensning. Aksjonærenes formål ved aksjeerverv er å oppnå gevinst, og lovgiver har ikke tatt innover seg at oppkjøpet skal finansieres.

Ut fra teori og gjennomførte intervjuer finner vi at det er muligheter for å øke effektiviteten rundt oppkjøp. Hovedsakelig finner vi at bestemmelsens rekkevidde burde være klarere slik at det ikke foreligger en gråsoner, noe som skyldes lite rettspraksis. Dette kan gjøre det lettere å ta stilling til bestemmelsen, og dermed anse den som en mulighet og ikke en begrensning. En endring kan medføre kostnadseffektivitet, og redusere ressursene som brukes i forbindelse med oppkjøp. På denne måten vil samfunnet være med på å legge til rette for oppkjøp og utnytte kapitalen mer effektivt.

Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen av siviløkonomistudiet med spesialisering i forretningsjus, skatt og regnskap ved Handelshøyskolen BI.

Arbeidet med oppgaven har vært svært lærerikt og gitt oss verdifull innsikt. Prosessen har vært spennende og utfordrende, bestående av opp- og nedturer. Vi tar med oss verdifulle erfaringer vi ikke ville vært foruten.

Vi vil takke intervjuobjektene som har bidratt med erfaringer, kunnskap og tilført oppgaven faglig tyngde samt et verdifullt innblikk i næringslivet. Vi vil også takke venner og familie som har oppmuntret og gitt nyttige innspill.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til veilederen vår, Morten Lund, som ledet oss inn på dette spennende temaet, og lærte oss viktigheten av internasjonal globalisering. Han har kommet med konstruktiv kritikk, samt gitt rask og verdifull veiledning underveis.

”No cure, no pain”

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	II
FORORD	III
INNHOLDSFORTEGNELSE	IV
FIGUR- OG TABELLOVERSIKT	VI
1. INNLEDNING OG PROBLEMSTILLING	1
1.1. INNLEDNING	1
1.2. PROBLEMSTILLING	2
1.3. OPPGAVENS STRUKTUR	2
DEL I: METODE	3
2. METODISK TILNÆRMING	3
2.1. INDUKTIV OG DEDUKTIV TILNÆRMING	3
2.1.1 Kvantitativ og kvalitativ metode	3
2.1.2 Forskningsdesign	4
2.1.3 Primær- og sekundærdata.....	5
3. EMPIRISK METODE	5
3.1. INNSAMLING AV DATA.....	6
3.1.1. Intervjuobjektene.....	6
3.1.2. Guide til intervjuene.....	7
3.1.3. Gjennomføring av intervjuene	8
3.2. ANALYSE AV DATA	8
3.3. EVALUERING AV DATAMATERIALET	9
3.3.1. Reliabilitet.....	9
3.3.2. Validitet.....	10
DEL II: GJENNOMGANG AV RELEVANT TEORI	11
4. INTRODUKSJON TIL OPPKJØP	11
4.1. INTERESSEENTER VED OPPKJØP	12
4.2. SENTRALE SPØRSMÅL VED OPPKJØP	13
5. OPPKJØPSFINANSIERING	16
5.1. EGENKAPITALFINANSIERING	17
5.1.1. Aksjeemisjon.....	17
5.2.1. Avkastning.....	18
5.2. GJELDSFINANSIERING.....	18
5.2.1. Lån fra banker.....	19
5.2.2. Obligasjonslån	20
5.3. HYBRIDKAPITAL	21
5.4. DEKNINGSPRIORITET	22
5.5. LÅNEFINANSIERTE OPPKJØP	23

5.5.1.	<i>PE-investeringer</i>	25
5.5.2.	<i>EVRY-eksempelet</i>	26
5.6.	OPPSUMMERING	27
6.	SELSKAPSFINANSIERTE AKSJEERVERV	29
6.1.	UTVIKLING AV BESTEMMELSEN FREM TIL I DAG	30
6.2.	TOLKNINGSMOMENTER	32
6.2.1.	<i>Bistandsalternativ</i>	33
6.2.2.	<i>Tilknytningsvilkåret</i>	36
6.2.3.	<i>Bistandens økonomiske ramme</i>	38
6.2.4.	<i>Røkke-eksempelet</i>	40
6.3.	OPPSUMMERING	42
	DEL III: ANALYSE OG DISKUSJON	43
7.	OPPKJØPSFINANSIERING	43
7.1.	KAPITALBEHOV	43
7.2.	VALG AV KAPITALSTRUKTUR	44
7.2.1.	<i>Industrielle oppkjøp</i>	46
7.2.2.	<i>PE-oppkjøp</i>	48
7.3.	LÅNEFINANSIERTE OPPKJØP	50
8.	SELSKAPSFINANSIERTE AKSJEERVERV	54
8.1.	FORMÅL	54
8.2.	SAMFUNNSMESSIGE HENSYN	55
8.3.	GRÅSONEN I HENHOLD TIL ASL./ASAL. § 8-10	57
8.3.1.	<i>Utdeling av utbytte innenfor lovens rammer</i>	58
8.3.2.	<i>Etterfølgende fusjon</i>	58
8.3.3.	<i>Reduksjon av målselskapets aktiva før salg</i>	59
8.3.4.	<i>Salg av målselskapets midler for egenkapitaltilførsel</i>	59
8.4.	UTFORDRINGER MED ASL./ASAL. § 8-10	60
	DEL IV: HOVEDFUNN OG KONKLUSJON	65
9.	HOVEDFUNN	65
10.	KONKLUSJON	67
10.1.	USIKKERHET VED RESULTATENE	67
10.2.	NORMATIV DISKUSJON	68
10.3.	FORSLAG TIL VIDERE STUDIER	68
11.	REFERANSELISTE	69
	VEDLEGG	73
	INTERVJUGUIDE GENERELT	73
	INTERVJUGUIDE FINANSIELT	75
	INTERVJUGUIDE JURIDISK	77

Figur- og tabelloversikt

FIGUR 1: ANTALL TRANSAKSJONER FRA DET OFFENTLIGE OG PRIVATE.....	11
FIGUR 2: BERØRTE INTERESSENER I EN OPPKJØPSSITUASJON	13
FIGUR 3: FINANSIERINGSMULIGHETER VED OPPKJØP.....	16
FIGUR 4: DEKNINGSHIERARKI.....	22
FIGUR 5: STRUKTUR VED LÅNEFINANSIERTE OPPKJØP.....	24
FIGUR 6: FINANSIERINGSSTRUKTUR VEDRØRENDE EVRY-EKSEMPELET	26
FIGUR 7: KAPITALENS AVKASTNING.....	27
FIGUR 8: BISTANDSALTERNATIVENE VED SELSKAPSFINANSIERTE AKSJEERVERV	29
FIGUR 9: TIDSLINJE § 8-10.....	30
FIGUR 10: FINANSIERINGSSTRUKTUR VEDRØRENDE RØKKE-EKSEMPELET.....	40
TABELL 1: OPPGAVENS METODE OG FORMÅL	4
TABELL 2: KARAKTERISTIKA INDUSTRIELLE INVESTORER VERSUS PE-INVESTORER.....	17
TABELL 3: HOVEDFUNN I VURDERINGEN AV FINANSIERINGSMULIGHETER.....	27
TABELL 4: HOVEDFUNN I VURDERINGEN AV JURIDISKE BEGRENSNINGER.....	42
TABELL 5: FUNN VEDRØRENDE KAPITALBEHOV	44
TABELL 6: FUNN VEDRØRENDE VALG AV KAPITALSTRUKTUR	46
TABELL 7: FUNN VEDRØRENDE INDUSTRIELLE OPPKJØP.....	48
TABELL 8: FUNN VEDRØRENDE PE-OPPKJØP	50
TABELL 9: FUNN VEDRØRENDE LÅNEFINANSIERTE OPPKJØP	53
TABELL 10: FUNN VEDRØRENDE FORMÅLET TIL ASL./ASAL. § 8-10	54
TABELL 11: FUNN VEDRØRENDE SAMFUNNMESSIGE HENSYN.....	57
TABELL 12: FUNN VEDRØRENDE GRÅSONEN TIL ASL./ASAL. § 8-10.	60
TABELL 13: FUNN VEDRØRENDE UTFORDRINGER VED ASL./ASAL. § 8-10.	64

1. Innledning og problemstilling

1.1. Innledning

Tema for denne masteroppgaven er visse aspekter ved finansiering av oppkjøp av selskaper. Ved planleggingen av et oppkjøp vil kjøperselskapet alltid vurdere hvordan finansieringen av oppkjøpet skal struktureres. I den anledning er det viktig å ta stilling til det totale kapitalbehovet man trenger i forbindelse med transaksjonen. Vi vil undersøke i hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan og faktisk blir benyttet som et element i strukturering av oppkjøpsfinansiering. Spørsmålet er regulert i asl./asal. § 8-10.

Vårt ønske har gjennomgående vært å utarbeide en masteroppgave som tar for seg samfunnsrelevante og dagsaktuelle problemstillinger. Formålet har vært å kombinere fagområdene økonomi og jus. Oppgaven tar derfor for seg finansieringsmuligheter kombinert med juridiske begrensninger. Asl./asal. § 8-10 er mye diskutert og er relevant i forbindelse med selskapsfinansierte aksjeerwerb.

Kjøperselskapet kan enten oppnå kontroll over målselskapets virksomhet ved å kjøpe kontrollerende aksjepost eller kjøpe selve virksomheten (innmat). Valget mellom aksje eller innmatskjøp har betydning for blant annet skattemessige, regnskapsmessige, og finansieringss spørsmål. I denne oppgaven vil innmatskjøp ikke bli diskutert.

Oppgaven vil begrenses til kun å omhandle situasjoner der både kjøperselskapet og målselskapet er aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Vi vil utelukkende se på oppkjøp opp mot 100% av aksjene i målselskapet. Det er flere grunner til denne avgrensningen, deriblant særskilte problemstillinger med hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser. Disse spørsmålene er omfattende og kompliserte. På grunn av plasshensyn foretas avgrensninger underveis.

1.2. Problemstilling

I denne oppgaven ønsker vi å belyse følgende problemstilling:

”I hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan og faktisk blir benyttet som et element i strukturering av oppkjøpsfinansiering.”

Problemstillingen vil belyses ved bruk av teori og gjennomførte intervjuer. Teoridelen presenterer finansieringsmuligheter og juridiske begrensninger for hvordan målselskapets aktiva kan benyttes. Finansieringsmuligheter introduseres for å identifisere hva som vektlegges ved valg av kapitalstruktur. Sentralt i denne sammenheng er en gjennomgang av hvilke begrensninger asl./asal. § 8-10 setter for handlefriheten ved selskapsfinansierte aksjeerverv. Bestemmelsen reiser flere vanskelige tolkningsspørsmål.

Gjennomførte intervjuer kartlegger hvordan markedsaktørene faktisk benytter målselskapets aktiva. For å undersøke om teori er i overenstemmelse med praksis foretas det i analysen en sammenligning av de viktigste funnene fra teorien mot de viktigste funnene fra de gjennomførte intervjuene.

1.3. Oppgavens struktur

Oppgaven består av fire deler. Del I handler om metodisk tilnærming og empirisk metode. Del II inneholder teori, herunder om oppkjøp, oppkjøpsfinansiering og en fremstilling av asl./asal. § 8-10. Del III er en praktisk tilnærming til temaet, hvor vi analyserer og diskuterer innhentede data fra teori og gjennomførte intervjuer. I Del IV oppsummerer vi og presenterer våre hovedfunn og konklusjon.

DEL I: Metode

2. Metodisk tilnærming

I dette kapitlet skal vi presentere ulike metodiske verktøy, og forklare hvorfor disse er hensiktsmessige for oppgaven.

2.1. Induktiv og deduktiv tilnærming

Dataen innhentet i tilknytning til oppgaven, tilnærmes enten induktivt eller deduktivt. Induktiv tilnærming er overgangen fra empiri til teori. Hypoteser og teorier formes på basert på analyser og observasjoner. Deduktiv tilnærming tar utgangspunkt i teori for å utarbeide problemstillinger eller hypoteser. Dette medfører overgang fra det generelle til det spesielle (Saunders, Lewis & Thornhill, 2012). Oppgaven består av en betydelig teoridel med utgangspunkt i tidligere litteratur. Tilnærmingen vil derfor hovedsakelig være deduktiv.

2.1.1 Kvantitativ og kvalitativ metode

Det eksisterer i hovedsak to metoder; kvalitativ og kvantitativ. Valg av metode vil avhenge av formålet med forskningen og problemstilling. Kvalitativ metode anvendes ved innsamling av data som ikke kan kvantifiseres i absolutte tallstørrelser. Gjennom tolkning av kvalitativt datamateriale, som samtaler, observasjoner eller skriftlige tekster, er hensikten å gå i dybden på et mindretall forskningsobjekter for å utforme et mer helhetlig bilde. Kvantitativ metode anvendes ved kvantifiserbare størrelser som kan systematiseres i grafer og tabeller. Metoden benyttes for blant annet å illustrere trender, utvikling og hyppighet. Kvalitativ og kvantitativ metode er forskjellig basert på hvordan data registreres og analyseres (Saunders, et al., 2012). I tabell 1 fremstilles kvalitative metoder og metodenes formål.

Tabell 1: Oppgavens metode og formål

Metode	Formål
Teorigjennomgang (Kvalitativ)	Utføre en grundig gjennomgang av tidligere forskning om oppkjøpsfinansiering, i den forstand hvilke finansieringsmuligheter som benyttes. Hva som ligger bak valg av disse modellene, bruk av ulike instrumenter og hva som går igjen.
Intervju (Kvalitativ)	Intervjuer anvendes for å samle inn kvalitativ primærdata. Formålet med intervjuene er å bedre forstå sentrale markedsaktører vedrørende finansiering og strukturering av oppkjøp, for å få innsyn i deres praksis. Dette innebærer også hvilke skjønsmessige vurderinger markedsaktørene tar i oppkjøpssituasjoner. Formålet er at intervjuene åpner for diskusjoner og utforskning rundt problemstillingen.

Tradisjonelt plassert ikke juridisk metode innenfor kvalitativ og kvantitativ metode. I denne oppgaven vil den juridiske vurderingen bli illustrere gjennom den formelle utformingen av lovverket og håndhevingen i Norge. I oppgaven vil tolkningen av lovreglene gjøres etter tolkningsprinsippene i norsk rettskildelære. Vi vil sette oss inn i og få oversikt over de aktuelle lover og regler. Relevante rettskilder innenfor juridisk metode er lovtekster, lovforarbeider, rettspraksis, juridisk teori og reelle hensyn. For å svare på oppgavens problemstilling, benyttes både kvalitativ og juridisk metode.

2.1.2 Forskningsdesign

Kvalitativ forskning kan designes enten utforskende, beskrivende og/eller forklarende. På bakgrunn av ønsket om å studere hvordan aktørene i markedet faktisk benytter de mulighetene som følger av asl./asal. § 8-10, vil utforskende metode være passende. Utforskende metode har fordeler fordi man kan være fleksibel. Hvis ny informasjon avdekkes underveis, kan man endre etter dette. Videre vil det utforskende studiet innledningsvis ha et vidt fokus, som etter hvert vil snevres inn. Beskrivende og forklarende metode vil brukes til å forklare funn samtidig som det gir oss mulighet til å evaluere disse. Dette kan danne grunnlag for å generalisere, men intervjuene er basert på markedsaktørenes subjektive oppfatninger og vil nødvendigvis ikke være nok (Saunders, et al., 2012).

2.1.3 Primær- og sekundærdata

Data kan innhentes på to måter, enten i form av primærdata eller sekundærdata. Primærdata er nye data samlet inn til oppgavens formål. Sekundærdata er samlet inn av andre til andre formål. I denne oppgaven brukes semi-strukturerte dybdeintervjuer til innhenting av primærdata. Intervjuformen innebærer at spørsmålene er forberedt og planlagt på forhånd, men spørsmålene er ikke standardisert. Dette gir oss mulighet til å stille tilleggsspørsmål og utdype spørsmål som vi kommer på under intervjuet. Gode forberedelser gjør det mulig å være fleksibel og tilpasse seg de forskjellige intervjuobjektene. Fremgangsmåten sannsynliggjør at dataene blir mer detaljert (Saunders, et al., 2012).

Vi har intervjuet sentrale markedsaktører som har mye kunnskap innenfor områder som finansiering og strukturering ved oppkjøp. Aktuelle aktører har dermed vært banker, meglere, økonomiske rådgivere og advokater. Intervjuene ble foretatt på en-til-en basis mellom oss og et intervjuobjekt. Ved å innhente data fra forskjellige markedsaktører mottok vi synspunkter med forskjellige innfallsvinkler. Hvert intervju har vært skreddersydd til den enkeltes kompetanse og fagområde. I tillegg har vi fulgt Saunders et al. (2012) råd om å tilegne seg betydelig kunnskap på emnet på forhånd for å gjennomføre vellykkede intervjuer. Intervjuene var på egnede steder, enten på intervjuobjektens arbeidssted eller på Handelshøyskolen BI.

Det har vært vektlagt at intervjuobjektene har tilstrekkelig faglig kompetanse og erfaring slik at de kan bidra til vår analyse og diskusjon av empiri mot teori. Sekundærdata kan brukes for å identifisere sammenhenger mellom det som fremkommer av primærdata fra intervjuene og det som er forsket på tidligere.

3. Empirisk metode

I dette kapittelet vil vi beskrive den empiriske metoden som er benyttet. Videre gis en redegjørelse av hvordan data er samlet inn, diskutert, og en vurdering av dataens reliabilitet og validitet.

3.1. Innsamling av data

For å sikre at den innsamlede dataen er av god kvalitet, er valg av fremgangsmåte viktig. Å samle inn kvalitative data har vært en betydelig del av oppgaven. Hvordan vi har gjort dette, samt valg vi har tatt vil de kommende delkapitler redegjøre for.

3.1.1. Intervjuobjektene

Med god hjelp fra veileder i kombinasjon med gjennomgående søk på relevante markedsaktører, valgte vi ut seks intervjuobjekter. Felles for alle intervjuobjektene er at de har vært med på et stort antall transaksjoner og kjenner til asl./asal. § 8-10.

Intervjuobjektene ble kontaktet per e-post eller telefon i rimelig tid før gjennomføringen av intervjuene. Alle stilte seg positive til en samtale med oss. Vi hentet inn data så lenge vi fikk ny informasjon. Valg av antall intervjuer ble gjort med hensyn til metningspunktet, hvor det ikke var hensiktsmessig å intervju flere (Johannessen, Kristoffersen & Tufte, 2011). Vi har intervjuet følgende personer:

Tore Bråthen: Instituttleder, professor dr. juris ved Institutt for rettsvitenskap og styring ved Handelshøyskolen BI. Bråthen er dessuten professor II ved Universitetet i Tromsø. Bråthen har forfattet en rekke selskapsrettslige bøker og artikler, herunder om asl./asal. § 8-10. Han har skrevet en rekke juridiske betenknninger om asl./asal. § 8-10 og holdt mange foredrag om emnet.

Olav Fr. Perland: Partner i advokatfirmaet Wiersholm. Han har PhD-grad i jus og har jobbet med omstridte saker innenfor bank-, finans- og investeringssektoren. Perland er rangert som en av Norges ledende eksperter i kategorien prosedyre og tvisteløsning av Chambers Global, Chambers Europe og Legal 500.

Hans Georg Wille: Advokat og partner i EY. Wille har hovedsakelig arbeidet med fusjoner og oppkjøp, finansieringsstrukturer, grenseoverskridende strukturering, internasjonale kapitalmarkeder og finansielle instrumenter. Wille er ledende skatterådgiver for noen av Norges største selskaper. Videre har han bistått i en rekke transaksjoner, derunder oppkjøp.

Ole Conrad Siem: Leder EYs M&A-avdelingen i Oslo, som opererer globalt og tilbyr transaksjonstjenester. M&A-avdelingen i EY er en del av et større transaksjonsmiljø som kan bistå med transaksjonsrelaterte tjenester gjennom hele transaksjonssyklusen. Han har jobbet i ulike investeringsbanker i 12 år.

Karl Skjelbred: Leder Corporate Finance avdelingen til Danske Bank. Har 19 års erfaring fra investment banking hos blant annet SEB, Astrup & Partners og Goldman Sachs.

Per Koppang: Investeringsdirektør i investeringsselskapet Heidenreich Holding. Tidligere director innen corporate finance fra Enskilda Securities, Terra Securities og co-founder av Arkwright Corporate Finance. I tillegg har han ledererfaring fra plattforminvesteringer som Halvorsen AS og Fluid Control AS. Koppang har mer enn 20 års erfaring fra corporate finance og private equity.

3.1.2. Guide til intervjuene

Før vi utførte intervjuene utarbeidet vi en intervjuguide (se vedlegg). Intervjuguiden bestod av spørsmål tilhørende hovedtemaene som ble valgt basert på oppgavens problemstilling. Hovedtemaene ble dermed hvilke finansieringsmuligheter og juridiske begrensninger som foreligger. Kategoriseringen av temaene i intervjuene var basert på den samme strukturen som presentert i teorijennomgangen. Valget av semi-strukturerte intervjuer gjorde det mulig for oss å forandre rekkefølgen på temaene om det skulle bli naturlig under intervjuene. Dette valget var også bevisst for å kunne ha intervjuer som tillot eventuelle tilleggsspørsmål, samt ha rom for at intervjuobjektene kunne tilføye utdypende informasjon og tilleggsopplysninger. Den utarbeidede intervjuguiden oppnådde derfor likevekt mellom fleksibilitet og standardisering (Johannessen, et al., 2011).

Intervjuguiden var utformet til hvert enkelt intervju. Etersom vi intervjuet flere markedsaktører med tilsvarende bakgrunn gikk noen av spørsmålene naturlig igjen. Gjentakelsen av temaene gjorde det enklere for oss å sammenligne de ulike intervjuobjektene svar. Vi antok at advokatene kunne mindre om det finansielle

og visa versa. Derfor var hovedfokuset i intervjuene med advokatene på de juridiske spørsmålene, og de finansielle aktørene vedrørende oppkjøpsfinansiering. Videre inneholdt også intervjuguiden temaer tilpasset til de enkelte intervjuobjektene, deres bakgrunn og arbeidsoppgaver.

Under de overordnede temaene hadde vi nøkkelspørsmål, og herunder eventuelle tilleggsspørsmål samt stikkord. Dette var inkludert for å gjøre oss best mulig rustet for å stille reflekterte oppfølgingsspørsmål. For å sikre innhenting av relevant informasjon til oppgavens formål, fokuserte vi på de mest sentrale spørsmålene. Avslutningsvis etterspurte vi ytterligere kommentarer eller tilleggsopplysninger som kunne være aktuelt for problemstillingen vår.

3.1.3. Gjennomføring av intervjuene

I forkant av intervjuene fikk intervjuobjektene tildelt informasjon om oppgavens problemstilling. For å skape variasjon ved sammenlikning av intervjuene, fikk noen av intervjuobjektene tilsendt oversikt over de overordnede temaene samt nøkkelspørsmål, mens andre ikke fikk dette. Vi spurte før hvert intervju om vi kunne benytte taleopptak, noe som alle intervjuobjektene aksepterte.

Ettersom vi var to som holdt intervjuene, skapte vi struktur ved å ha klare rolleinndelinger. Dette gikk ut på at en hadde ansvar for å stille spørsmålene fra intervjuguiden. Samt å presentere oppgaven og praktisk informasjon vedrørende oppgaven. Den andre skulle eventuelt komme med innspill eller supplerende spørsmål. Etter gjennomført intervju spurte vi om vi fikk anvende intervjuobjektens navn og stilling i oppgaven, eller om de ønsket å være anonyme. Alle intervjuobjektene tillot benyttelse av deres navn og stilling.

3.2. Analyse av data

Analysen av de innsamlede dataene benyttes til å besvare problemstillingen. Dette innebærer å bearbeide intervjuene ved å avdekke de viktigste sitatene, og identifisere fellestrekk, samt viktige refleksjoner og praktiske erfaringer. Det vil si at de innsamlede sekundærdataene benyttes for å understøtte funnene i primærdataene. Funnene i primærdataene bidrar også til tilgang på ny informasjon.

Analysen gjøres for å bedømme om det vi har funnet i teorigjennomgangen kan bekreftes eller avkreftes.

For å skape struktur og sammenheng i den innsamlede dataen var første del av analysen å transkribere intervjuene. Intervjuene ble skrevet ned slik at det ble lettere å plassere informasjonen fra intervjuene systematisk innenfor de ulike temaene. På denne måten dannet vi oss raskt et mønster for hvordan vi ønsket å analysere dataen, samtidig som vi ble observante på ord og uttrykk som var gjentakende (Nilssen, 2012). Dette gjorde at unødvendig og overfladisk informasjon ble utelatt, samtidig som nødvendig informasjon ble bevart og sitater ble gjengitt korrekt.

Da all transkriberingen var gjennomført benyttet vi oss av de overordnede temaene fra intervjuguiden og plasserte informasjonen fra intervjuene inn under hvert tema. Dette ble gjort for å få en oversikt over hvilke temaer alle intervjuobjektene besvarte, samt hvilke som færre besvarte. For å skape klare mønstre, var spørsmålene presise og knyttet opp mot problemstillingen (Postholm, 2010). Formålet med denne sorteringen var å finne metningspunktet innenfor hvert tema (Johannessen, et al., 2011). På denne måten kunne vi enkelt finne ut om vi trengte flere intervjuobjekter eller å sende oppfølgingsspørsmål.

3.3. Evaluering av datamaterialet

Ifølge Johannessen, et al. (2011) må oppgavens reliabilitet og validitet vurderes for å sikre oppgavens kvalitet og gyldighet.

3.3.1. Reliabilitet

Et vesentlig moment er hvorvidt forskningen er pålitelig og nøyaktig (Johannessen, et al., 2011). Ettersom den innsamlede dataen er basert på intervjuenes kontekst, egne tolkninger og tidspunkt innhentet, er det viktig å fokusere på skjevheter som kan oppstå da intervjuer kan påvirke intervjuobjektets svar i ønsket retning. Dette beror på hvordan man stiller spørsmålene og hvordan svarene oppfattes. For å unngå lav reliabilitet, utformet vi en intervjuguide hvor vi fokuserte på ikke-ledende spørsmål. Ledende spørsmål forekom kun i situasjoner hvor vi stilte oppfølgingsspørsmål som ikke stod i intervjuguiden. Disse spørsmålene var av så

liten betydning at de ikke vil skade oppgavens reliabilitet.

Videre kan det forekomme skjevheter hvor intervjuobjektet prøver å stille seg selv eller selskapet de jobber i et godt lys. Det foreligger dermed ingen garanti for at svarene er korrekte (Saunders, et al., 2012). For å redusere faren for å svekke oppgavens reliabilitet, foretok vi undersøkelser av utsagnene hvor tilgjengelig informasjon bekreftet eller avkreftet disse.

I forberedelsene av og under selve intervjuet la vi vekt på struktur ettersom dette er med på å øke oppgavens reliabilitet (Saunders, et al., 2012). Dette ble gjort gjennom utarbeidelse av intervjuguider og forhåndssendte e-poster med en introduksjon. På denne måten sikret vi at samtalen holdt seg innenfor problemstillingen. Videre bidro den etterfølgende transkriberingen til å minske faren for personlig tolking, samt å bevare viktig data.

3.3.2. Validitet

Validitet går ut på hvorvidt våre fremgangsmåter og funn på en riktig måte reflekterer formålet med studien, samt representere virkeligheten. For å bedømme oppgavens kvalitet, vurderes beslutninger tatt gjennom forskningsprosessen, og hvordan disse kan påvirke validiteten. For å redegjøre for validiteten i oppgaven, tar vi for oss hvilke metoder som er brukt i datainnsamlingen, intervjumetode og analysen av transkriberingen (Johannessen, et al., 2011).

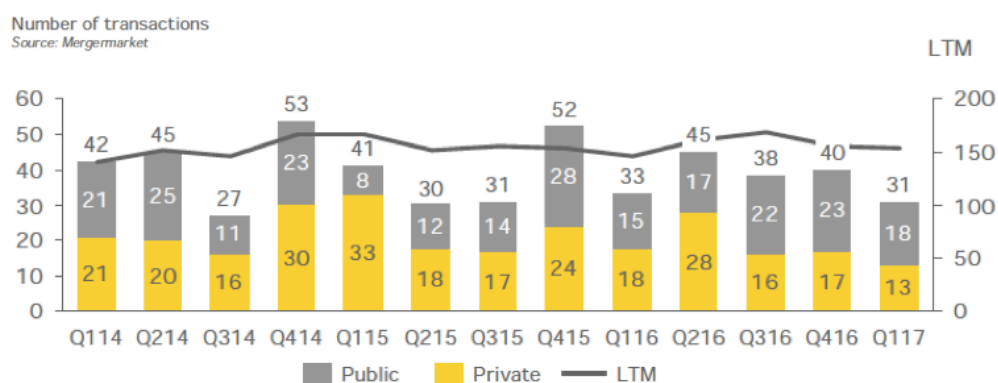
Intervjuobjektene har ulike tilnærminger og perspektiver på oppkjøp og oppkjøpsfinansering samt juridiske problemstillinger, som fører til varierte data. For å sikre korrekt sitering, sendte vi benyttede sitater via e-post til intervjuobjektet det gjaldt. Intervjuobjektene fikk dermed mulighet til å godkjenne og gjøre endringer. De fikk også mulighet til å si i fra om de ikke ønsket at sitatet skulle være med i oppgaven. Dette var med på å begrense misforståelser og øke oppgavens validitet (Postholm, 2010).

DEL II: Gjennomgang av relevant teori

4. Introduksjon til oppkjøp

Selskap kan benytte seg av oppkjøp og fusjon for strukturell vekst, ettersom det er en raskere måte å vokse på enn organisk vekst (Gaughan, 2010). Felles for oppkjøp og fusjoner er blant annet ønske om å oppnå stordriftsfordeler, synergieffekter, konkurransefortrinn og markedsposisjonering (Sander, 2016). Oppkjøp og fusjoner reiser en del like og ulike problemstillinger. Denne oppgaven behandler kun oppkjøp, ettersom formålet med oppkjøp er å få kontroll over målselskapet.

Ifølge EYs transaksjonsrapport første kvartal 2017, er det et økende volum av transaksjoner (herunder oppkjøp) i det norske transaksjonsmarkedet. En rekke av transaksjonene i første kvartal 2017 var knyttet til den pågående om- og restruktureringen i selskaper innenfor shipping og offshore. Disse er også påvirket av markedstrender som digitalisering i næringslivet, og gir gode utsikter for transaksjoner i 2017 (EY, 2017). Figur 1 viser antall offentlige og private transaksjoner som er foretatt fra første kvartal 2014, til og med første kvartal 2017. Figuren fremstiller trenden for oppkjøp og fusjoner, og er inkludert for å illustrere dets aktualitet.



Figur 1: Antall transaksjoner fra offentlige og private transaksjoner Q1 2014 - Q1 2017

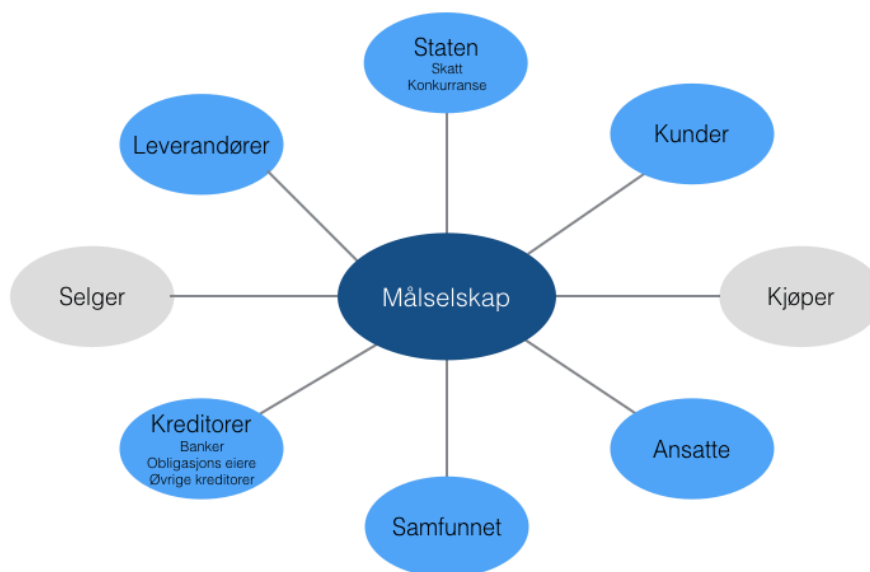
Framtidsutsiktene for transaksjoner i 2017 er positive og påvirket av sterke globale markedstendenser. Selskaper søker fortsatt vekstmuligheter, som igjen skaper gode økonomiske utsikter. Dette støttes opp av markedsfaktorer som lave renter,

kredittilgjengelighet og overskudd av kontanter. Videre foreligger det også markedstendenser som sektorkonvergens, porteføljeomorganisering og digital transformasjon. Dette kommer som følge av politisk og regulatorisk usikkerhet, eksempelvis Trumps presidentskap og Brexit som skaper større volatilitet i markedet. Dette gjør markedet mer bevisst på hvordan politiske endringer kan påvirke verdenshandelen, som eksempelvis påvirket det betydelige fallet for oljeprisen i 2014.

Det ovennevnte er inkludert for å illustrere oppkjøpstrenden i det norske markedet. I en oppkjøpssituasjon må kjøperselskapet blant annet se på hvilke finansieringsmuligheter som foreligger, og hvordan dette påvirker kapitalstrukturen. Valgt finansieringspakke kan påvirke kjøperselskapets øvrige finansielle fleksibilitet (Baker & Martin, 2011). Forøvrig vil det være mange interessenter å ta hensyn til, samt komplekse spørsmål knyttet til norsk lovgivning som må diskuteres.

4.1. Interessenter ved oppkjøp

I en oppkjøpssituasjon operer ikke kjøperselskapet isolert, da det er ikke kun aksjonærene som kun tjener eller taper på oppkjøpet. Kjøperselskapet må derfor ta hensyn til både målselskapets og egne interessenter som kan bli berørt av oppkjøpet (Thyness, 2005). Det er relevant å merke seg da de ulike interessentene ikke nødvendigvis har sammenfallende interesser. Figur 2 illustrer de ulike interessenter som må tas hensyn til. Forøvrig må kjøperselskapet ta hensyn til andre aktører som revisor, advokater og finansielle rådgivere.



Figur 2: Berørte interessenter i en oppkjøpsituasjon

4.2. Sentrale spørsmål ved oppkjøp

For å danne et overblikk vedrørende relevante aspekter i en oppkjøpsituasjon, er åtte sentrale spørsmål fremstilt innenfor følgende temaer (Aabø-Evensen, 2011):

1. Selskapsrett
2. Verdipapirrett
3. Skatt
4. Regnskap
5. Verdssettelse
6. Strategi
7. Dobbeltfunksjon
8. Finansiering

Selskapsrettslige spørsmål er regulert av aksje- og selskapslovgivningen, og omhandler de involverte parter i transaksjonens organisatoriske rettsstilling. Partene er kjøperselskapet, selger og det aktuelle målselskapet. Videre reises selskapsrettslige spørsmål om selskapsrettslig strukturering, som kan være et utslagsgivende element ved finansieringss spørsmål. Målselskapet kan enten utgjøre en del av en konsernstruktur eller kombinasjoner. I så fall må transaksjonsstrukturen vurderes separat for hvert enkelt selskaps virksomhet. Det

kan derfor være nødvendig å foreta strukturelle tilpasninger før gjennomføringen av oppkjøpet. Planlegging av optimal transaksjonsstruktur kan være omfattende og komplisert (Thyness, 2005).

Er målselskapet børsnotert, vil en rekke spørsmål rundt informasjonsplikt reise seg, regulert av verdipapir- og børslovgivningen. Oppkjøpsprosessen vil også være underlagt særskilte regelverk. Børsnoterte selskaper har en generell informasjonsplikt ovenfor markedet om forhold som er egnet til å påvirke kursen på aksjer eller andre børsnoterte verdipapirer som de har utstedt. Erverver en aksjonær mer enn en viss prosentandel av aksjer i et børsnotert selskap, oppstår det tilbudsplikt om å gi tilsvarende tilbud til øvrige aksjonærer som innebærer at (Thyness, 2005).

Kjøperselskapet vil i hovedsak fokusere på tre forhold når det kommer til skattemessige spørsmål. Først, hvordan kjøperselskapet kan oppnå en skatteeffektiv modell ut fra ønskelig selskapsstruktur. Deretter, hvordan denne modellen kan minimere skattekostnadene under kjøperselskapets eiertid. Samt, hvordan kjøperselskapet kan selge seg ut av selskapet uten betydelig skattebelastning (Aabø-Evensen, 2011). Noen selskaper strukturerer oppkjøpet slik at gjelden dyttes ned i driftsselskapet fordi dette er skattemessig gunstig. Det utarbeides et nytt EU-direktiv for å begrense konkurransefortrinnet oppkjøp skaper og andre insentiver for å drive med slike oppkjøp, samt sikre det norske skattegrunnlaget (OECD, 2017).

I forbindelse med planlegging av oppkjøpsstrukturering vil kjøperselskapet normalt trekke inn revisor eller regnskapskyndige for å behandle regnskapsmessige spørsmål. Målselskapets regnskapspraksis må undersøkes for eventuell endring og mulig konsekvenser av dette (Aabø-Evensen, 2011).

Verdsettelse av målselskapet er et essensielt spørsmål i oppkjøpssammenheng. Verdsettelsesspørsmål er (1) hvor mye kjøperselskapet mener det bør betale, og (2) hvor mye selger bør kreve i vederlag. Det er mange måter å verdsette et selskap på, og valgt modell kan resultere i ulike verdsettelsesverdier (Aabø-Evensen, 2011). I

en oppkjøpssituasjon vil det være hensiktsmessig å foreta en ”due diligence”. En due diligence har til formål å avdekke risiko forbundet med målselskapets virksomhet. Denne prosessen kan identifisere forhold som har betydning for verdsettelsen av målselskapet (Pran, 2002).

Konkurranserettslige spørsmål fremkommer enten i horisontal eller vertikal art. Spørsmål av horisontal art omfatter konkurransespørsmål for selskaper på samme nivå i produksjons- og distribusjonskjeden. Spørsmål av vertikal art omfatter konkurransespørsmål knyttet til integrasjon oppover eller nedover i produksjon- og distribusjonskjeden (Thyness, 2005). For å fremme effektiv konkurranse vil myndighetene gripe inn i konkurransebegrensende oppkjøp, som dermed har betydning for strategiske spørsmål. Konkurransbegrensende oppkjøp kan føre til urimelige strategiske fordeler som økt lønnsomhet, markedsmakt og varige konkurransefortrinn (Sander, 2016).

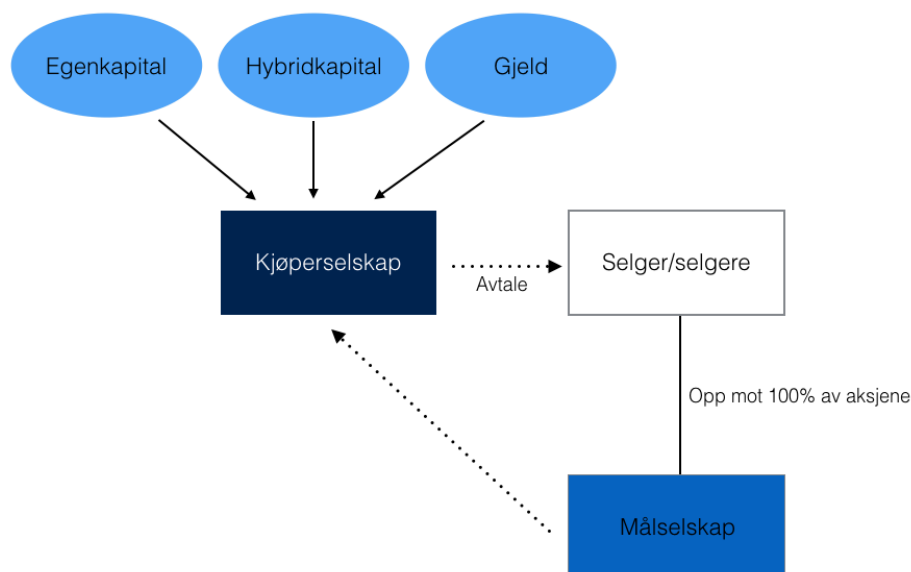
Kjøperselskapet foretar en viktig vurdering ved å kartlegge synergier mellom sin og målselskapets virksomhet etter at oppkjøpet er realisert. Anledninger for å spare kostnader vil bli undersøkt og estimert. Kjøperselskapet leter derfor etter dobbeltfunksjoner som kan elimineres (Aabø-Evensen, 2011).

Det finansielle spørsmålet omhandler hvordan oppkjøp finansieres. Kjøperselskapet må vurdere hvilke finansielle aspekter som kan påvirke valg av finansieringspakke. Høy aktivitet og intensivert konkurranse om attraktive selskap har resultert i utvikling av nye finansieringsmuligheter og innovative finansieringsstrukturer. Følgelig kan oppkjøpsfinansiering være vanskelig og komplekst (Reiten & Sunstrøm, 2001). Av de ovennevnte spørsmålene vil vi først og fremst fokusere på finansieringsspørsmål da dette er mest relevant i forbindelse med asl./asal. § 8-10.

5. Oppkjøpsfinansiering

For å innhente nødvendig kapital ved et oppkjøp, må kjøperselskapet vurdere hva som lønner seg og hva som er mulig finansielt. Det er først viktig å ta stilling til det totale kapitalbehovet som trengs i forbindelse med oppkjøp, deretter må det tas stilling til selve kapitalstrukturen. Finansiering med gjeld medfører kostnader, og markedsvilkår som tilbys i gjeldsmarkedet, må derfor vurderes (Aabø-Evensen, 2011).

Kapitalmarkedets hovedoppgave er å innhente kapital og omklassere risiko ved utstedelse, plassering og handel med finansielle instrumenter. Dette er for å gi økt kapitaltilgang til markedet. Kapitalmarkedet utgjør egenkapital- og gjeldsmarkedet, samt mellomformer for dette (Finans Norge, 2016a). Mellomformer, også kalt hybridkapital, er kapital som har likhetstrekk med både egenkapital og gjeld. Figur 3 illustrerer transaksjonsmodellen og ulike former for finansiering ved oppkjøp.



Figur 3: Finansieringsmuligheter ved oppkjøp (Aabø-Evensen, 2011, s. 522)

Før det gjøres rede for de ulike transaksjonsformene, er det viktig å se på hva slags type selskap kjøperselskapet er. Da er det viktig å se på oppkjøpets formål og bakgrunn. I hovedsak skilles det mellom industrielle og finansielle oppkjøp. Videre i oppgaven vil finansielle oppkjøp bli omtalt som private equity (heretter kalt PE)

oppkjøp. Tabell 2 illustrer de viktigste karakteristikaene som skiller industrielle og PE-investorer.

Tabell 2: Karakteristika industrielle investorer versus PE-investorer, (Wig, 2016).

Karakteristika	Industrielle investorer	PE investorer
Motiv	Kjøper for å samordne og integrere med egen virksomhet.	Kjøper for å videreutvikle og senere selge (for eksempel etter tre til fem år).
Eierandel	Ønsker 100%, ofte gjennom flere trinn (f.eks. 51%, 67%, 100%).	Varierer, de fleste ønsker fra 70% +
Dilemmaer med hensyn til strategi	Ønsker å maksimere samordningen (synergiene) mot egen virksomhet. Dette kan gi begrensninger med hensyn til egen handlefrihet.	Ukomplisert med henhold til vekst og verdiutvikling. Kan ha motiver med henhold til å kombinere selskapet med en annen virksomhet.
Dilemmaer med hensyn til kontroll	Krever innflytelse for å samordne og integrere mot egen verdikjede.	Ønsker innflytelse for å påvirke vekst og lønnsomhet.
Dilemmaer med hensyn til aksjepris og verdier	Høy og klar interessekonflikt. Kjøper billigst mulig hele veien opp til 100% eierandel.	Lav eller ingen interessekonflikt. Kjøper billig innledningsvis, for å selge dyrere senere.

5.1. Egenkapitalfinansiering

Egenkapital er selskapets nødvendige faste basisfinansiering, og reduserer selskapets risikoeksponering. Ifølge aksjelovningen er styret forpliktet å påse at selskapet har en forsvarlig egenkapital til enhver tid. En forsvarlig egenkapital skal stå i henhold til selskapets omfang og risiko. Valg av kapitalstruktur vil derfor variere fra selskap til selskap. Variasjonen baseres på driftsrisiko og belåningsgrunnlag for kjøperselskapets eiendelsposter (Dahl, 2006).

5.1.1. Aksjeemisjon

Kjøperselskapet kan enten benytte seg av eksisterende egenkapital eller forhøye egenkapitalen. Forhøyelse av egenkapitalen utføres ved en aksjeemisjon. Innhenting av egenkapital i forbindelse med en aksjeemisjon kan gjøres i det private og offentlige markedet (Bergo, 2014). Allmennaksjeselskap kan ifølge aksjelovgivningen § 10-1 (1) foreta offentlige aksjeemisjoner. Da inviteres en

ubestemt krets personer til å delta i kapitalforhøyelsen. Aksjeselskap har ikke mulighet til å foreta offentlige aksjeemisjoner. Tilbud om å tegne aksjer kan ifølge aksjelovgivningen § 10-1 (1) bare rettes mot aksjonærene eller bestemt navngitte personer.

5.2.1. Avkastning

Det er vesentlig å se på avkastning hvis kjøperselskapet benytter seg av aksjeemisjon for å innhente egenkapital. Avkastningen kan skje i form av direkte avkastning, som utbytte og andre utdelinger fra selskapet, og/eller verdistigning på aksjene i kjøperselskapet. En aksjeemisjon kan for eksisterende aksjeeiere medføre utvanning, og dermed mindre avkastning på eierandel. Kostnaden som oppstår ved utvanning, kan være vanskeligere å observere i markedet sammenlignet med gjeldskostnaden. For å observere avkastning på egenkapital, benyttes kapitalverdimodellen. Modellen kompenserer egenkapitalinvestorer for systematisk risiko, differansen mellom avkastning og risikofri avkastning (Aabø-Evensen, 2011).

Fordeler ved egenkapitalfinansiering fremfor gjeldsfinansiering er at det er mer gunstig likviditetsmessig for selskapet, gir bedre kredittverdighet, minsker avhengighet av kreditorer, gir større handlefrihet, og reduserer kostbar marginalfinansiering (Dahl, 2006). Forøvrig foreligger det også fordeler ved gjeldsfinansiering fremfor egenkapitalfinansiering, presentert i neste kapittel.

5.2. Gjeldsfinansiering

”Man må ha stor nok gjeld til at ledelsen står opp om morgenen, men ikke så høy at de ikke får sove om natten.”

- LUNDBERG & INGERØ, 2003

Ved et oppkjøp er kjøperselskapets størrelse og kredittverdighet vesentlig da dette gir grunnlag for hvilke gjeldsinstrumenter kjøperselskapet kan benytte seg av. Tilgjengeligheten og kvaliteten på sikkerheten for finansieringen må vurderes. Behovet for sikkerhet vil avhenge av selskapets finansielle styrke. Videre går

vurderingen ut på hvor stort beløpet er, og hvordan det kan skatteoptimaliseres. Kjøperselskapet må også ta i betraktning kontantstrømmen som genereres fra målselskapet. For långiver er det viktig å se på forventet kontantstrøm fra kjøperselskapet og målselskapet for å kunne vurdere kjøperselskapets evne til å betjene lånet (Aabø-Evensen, 2011).

Valgt finansieringspakke må være dynamisk tilpasningsdyktig for uventede positive og negative utfall. Grunnet oppgavens omfang har vi valgt å dele gjeldsfinansiering inn i gjeldsinstrumentene; lån fra banker og obligasjonslån.

5.2.1. Lån fra banker

Lån fra banker er en viktig kilde til gjeldsfinansiering for selskaper. Banklån kan enten ytes fra en enkelt bank eller en gruppe banker. Sistnevnte er såkalt syndikerte lån og tilrettelegges som et syndikat mellom flere banker for å diversifisere risikoen. Syndikering av banklån er vanlig dersom låneopptaket er av betydelig størrelse. Kjennetegnet på syndikerte lån er at det binder hver enkelt långiver til å yte en spesifisert prosentandel av totalbeløpet (Aabø-Evensen, 2011).

I tilfeller med syndikerte lån bestemmes størrelsen på instrumentene ut fra den enkelte långivers ønskede eksponering. Långivers eksponering går ut på hvor mye risiko långiver ønsker. Risikoen beror på elementer som lånebeløp, rente, tilbakebetalingstid og sikkerhet. Bankene utfører kredittanalyser og ønsker en oppkjøpsplan som består av finansieringsbehov, budsjettert kontantstrøm (for å kunne betjene gjelden) og en balanse som utpeker eiendeler som kan tilbys som sikkerhet (Reiten & Sunstrøm, 2001).

EUs kapitaldekningsdirektiv CRD IV ble innførte etter finanskrisen i 2008 for å sikre mer robuste banker. EU-parlamentet ønsket å bedre bankenes omstillingsevne slik at de kunne respondere raskt ved endringer. Dette førte til skjerpede krav for bankene. Kravene gjaldt ansvarlig kapital, økt kapitalkrav for motpartsrisiko i derivater og gjenkjøpsavtaler, og innføring av høyere kapitaldekningsgrad. Kravene er innført i norsk lov og gjort gjeldende for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak i EØS- området (Ernst & Young, 2013). For norske banker førte dette til redusert

utlånskapasitet. I ettertid har det oppstå tilfeller hvor bankene ønsker å låne ut, men ikke har kapasitet. Selv kunder med god sikkerhet og kredittverdighet har ikke vært garantert lån. På grunn av bankenes innskjerpede utlånsmuligheter, har bruken av obligasjonsmarkedet økt.

5.2.2. Obligasjonslån

Lån som ytes ved utstedelse av obligasjoner eller tilsvarende låneinstrumenter, er lån i form av eiendeler i selskaper, eller omsettelige gjeldspapirer utstedt av et selskap eller offentlig sektor. En obligasjon er et lån til utsteder som vanligvis kan omsettes fritt i et annenhåndsmarked. Bruk av obligasjoner gjør det lettere å låne store beløp fordi lånet blir plassert hos flere långivere. Långiverne får ved obligasjonslånets løpetid betalt renter og ikke avdrag (Finans Norge, 2016b). Låntaker unngår dermed svekkelse av likviditet og kontantstrøm. Det er som oftest heller ikke nødvendig å stille sikkerhet for obligasjonslånet. De overnevnte kjennetegnene ved obligasjonslån fører derfor til at lånet utstedes med høyere renter enn banklån.

I oppkjøpssituasjoner har selskaper erfart at obligasjonsmarkedet kan være en hensiktsmessig finansieringsmulighet og et godt alternativ til bankfinansiering. Obligasjonsmarkedet i Norge har effektiv kapitalinnhenting, et modent marked for lån til næringslivet, investortilgang, og er blitt mer vanlig for mellomstore og mindre selskaper (Oslo Børs, 2015a).

Obligasjoner er gjenstand for daglig handel på Oslo børs. Børsen har som hovedfunksjon å være en markedsplass for selskaper som ønsker å hente inn kapital. Børsen skal tilrettelegge salg av obligasjoner på en rask, effektiv og rettferdig måte. Sett bort fra obligasjoner er også en rekke andre verdipapirer gjenstand for handel på Oslo børs. Vi velger å avgrense mot sertifikater, grunnfondsbevis, warrants, opsjoner og terminer (Oslo Børs, 2015a).

De to viktigste egenskapene til obligasjoner er rentefølsomhet og kredittrisiko. Rentefølsomhet reflekterer hvordan rentene endrer seg i takt med markedet. I tilfeller med lang løpetid er det ønskelig med en rente som er mindre sårbar for

endringer. For å vurdere kredittrisiko, vil investor søke etter det ideelle investeringsobjektet. Det ideelle investeringsobjektet vil ha høy forventet avkastning, lav variasjon i avkastningen, lav forekomst av positive ekstremutslag og lav frekvens av ekstreme utfall (Semmen, 2010). Hvilken kredittrisiko et selskap har, kan investor se ut fra hvilken kredittvurdering selskapet har fått når man benytter seg av kredittvurderingsstandarder slik som Standard and Poors, Fitch og Moody's (Finance for Europe, 2017).

Det norske obligasjonsmarkedet består hovedsakelig av obligasjonslån som kan deles inn i statsobligasjoner, boliglånsobligasjoner, bankobligasjoner og høyrisikoobligasjoner. De tre første anses for å være trygge investeringer, mens den siste er forbundet med høy risiko (Flaaten & Økland, 2016). Oppgaven vil videre avgrenses til å kun ta for seg høyrisikoobligasjoner.

Selskaper knyttet til shipping og offshore finansierer prosjekter delvis med høyrisikoobligasjonslån. Rigger og offshore-skip er dyre objekter, som tidligere har vært ideelle investeringsobjekter for obligasjonseiere. Offshoremarkedet har vært gjennom en vanskelig tid. Første kvartal 2016 var shipping og offshore-sektorenes gjeld lite bærekraftig grunnet lav inntjening. Dette medførte at flertallet av låntakerne i det norske obligasjonsmarkedet innenfor sektorene så det nødvendig å restrukturere gjelden sin. Når obligasjonene skulle tilbakebetales, var verdien på rigger og offshore-skip redusert og gjelden hadde større verdi (Flaaten & Økland, 2016).

5.3. Hybridkapital

Ifølge Reiten og Sundstrøm (2001) brukes flere typer finansieringspakker, blant annet hybridkapital, i oppkjøpssituasjoner. Hybridkapital er finansielle instrumenter med en kombinasjon av egenkapital- og gjeldskomponenter, fortrinnsvis preferanseaksjer og konvertible lån (Prop. 34 S, 2014).

Mellom lån og aksjer foreligger det både en risiko- og avkastningsprofil, preferanseaksjer har fortrinnsrett til avkastning fremfor ordinære aksjer. En fordel ved bruk av preferanseaksjer er at disse reflekteres som egenkapital i regnskapet og

dermed styrker selskapets egenkapitalandel (Prop. 34 S, 2014). Preferanseaksjer er en god finansieringsmulighet når fokuset er den langsiktige utviklingen, slik at aksjenes verdi ikke utvannes eller aksjonærene mister kontroll (Wiersholm, 2017).

Konvertible lån er usikrede obligasjonslån og regulert av aksjelovens kapittel 11. Eieren av obligasjonslånet har en rettighet til å omdanne lånebeløpet til ordinær egenkapital. Omdannelsen skjer ved utgangen av låneperioden til en forhåndsbestemt aksjepris, rente og løpetid (Prop. 34 S, 2014). Med konvertible lån kan selskaper styrke egenkapitalen og redusere gjelden. Videre har konvertible lån fordel for selskapet i form av reduserte lånekostnader og besparende løpetider. Konvertering medfører utvanning og reduksjon av eksisterende aksjonærs eierandel (Prop. 34 S, 2014).

5.4. Dekningsprioritet

I en oppkjøpssituasjon vil finansieringspakken avhenge av långivers ønskede risikoeksponering, samt en vurdering av låntakers betjeningskapasitet. Det eksisterer utfordringer ved benyttelse av ulike finansieringsmuligheter fra ulike långivere. Utfordringene består av fordeling av rettigheter mellom kreditor og aksjonær. I hovedsak har hvert enkelt panteobjekt forskjellig prioritet. Hvis selskapet mot formodning skulle gå konkurs, er rekkefølgen gjelden skal betjenes på en viktig faktor (Reiten & Sunstrøm, 2001). Figur 4 illustrerer rekkefølgen på tilbakebetaling dersom selskapet går konkurs eller kommer til kort for tilbakebetaling av lån.



Figur 4: Dekningshiearki (Perland, 2017)

Siden aksjonærer tilbakebetales til slutt, kan gjeldsfinansiering føre til interessekonflikt mellom aksjonærer og kreditorer. Disse interessekonfliktene kan være valg selskapets ledelse tar hvor aksjonærer drar fordeler framfor kreditorer. Et eksempel er aksjonærenes ønske om risikable investeringer for å oppnå høyere profitt, mens kreditorer ønsker å minimere risiko for å være sikret tilbakebetaling. En måte å redusere interessekonflikten er å foreta oppkjøp med høy gjeldsandel. Oppkjøp med høy gjeldsandel er ofte omtalt som lånefinansierte oppkjøp (Berk & Demarzo, 2013).

5.5. Lånefinansierte oppkjøp

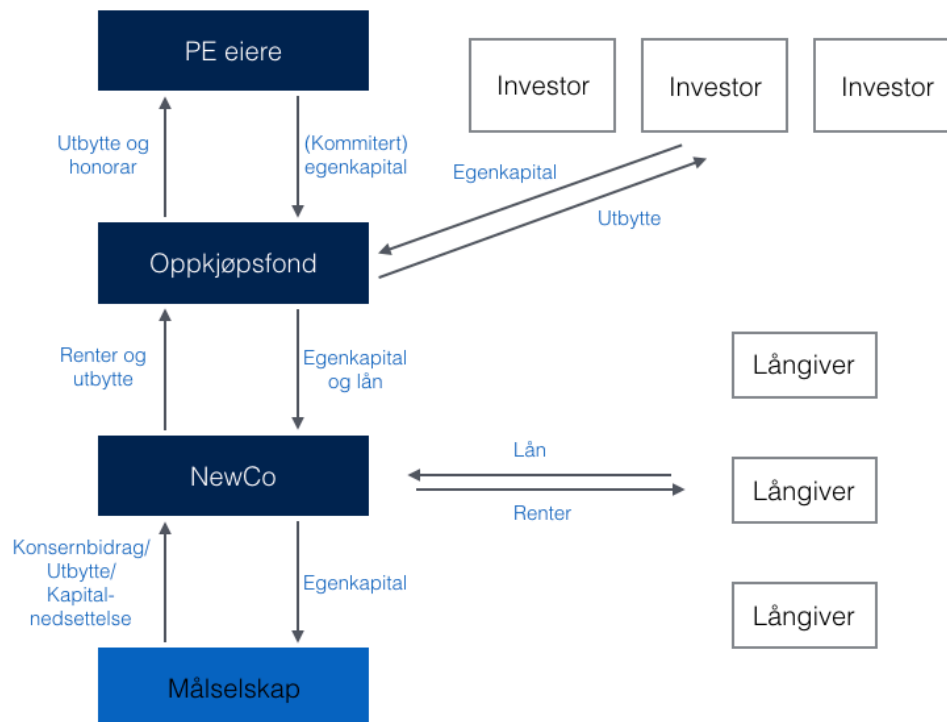
”Debt is a substitute for dividends. It forces managers to disgorge cash rather than waste it.”

- JENSEN, 1986

Lånefinansierte oppkjøp kjennetegnes ved høy grad av gjeldsfinansiering. Videre er pant i eiendeler og tilgang på målselskapets kontantstrøm finansieringskjennetegn (Reiten & Sunstrøm, 2001). Som figur 5 viser, er finansieringsstrukturen komplisert med et høyt antall involverte parter.

NewCo er nytt etablert selskap, som skal fungere som et hylleselskap for finansiering av oppkjøpet. PE-investorer er øverst i finansieringsstrukturen og tilfører oppkjøpsfondet egenkapital, samt mottar utbytte og honorar fra oppkjøpsfondet. Oppkjøpsfondet mottar egenkapital fra investorene, og tilfører investorene utbytte.

Egenkapitalen som investorene har tilført oppkjøpsfondet blir for oppkjøpsfondet å regne som gjeld, men for NewCo egenkapital. Gjelden som brukes for å kjøpe opp målselskapet, tilføres fra långiver til NewCo. Den delen av oppkjøpsfinansieringen som ikke kan finansieres av gjeld, tilføres som egenkapital av oppkjøpsfondet. Denne finansieringsstrukturen foretas fordi PE-investorer ønsker en risikoallokering.



Figur 5: Struktur ved lånefinansierte oppkjøp (Juridisk Fakultet, UiO, 2011)

Opprinnelsen til slike oppkjøp stammer fra USA på 1960-tallet. Gjennom 1970- og 1980-tallet var intensjonen bak mange av oppkjøpene fiendtlige, og oppkjøpstrenden utviklet et dårlig rykte. Etter bølgen av oppkjøp på 1980-tallet ble studier foretatt om lånefinansierte oppkjøp. Studien til Grossman og Hart (1982) fremmet at høy gjeldsandel, som ved lånefinansierte oppkjøp, vil ledelsen ha insentiver for å prestere bedre. Den høye gjeldsgraden øker risikoen for konkurs, og kan føre til en effektiv ledelse, som igjen kan føre til verdiskapning for selskapet (Grossman & Hart, 1982).

Achleitner, Braun, Engel, Figge, og Tappeiner (2010) studerte 206 oppkjøpstransaksjoner i Europa i perioden 1991 til 2005. De fant at to tredjedeler av verdiskapningen kunne forklares av operasjonelle- og markedseffekter, mens en tredjedel kunne forklares av gjeldseffekten. Studien understreker betydningen av verdiskapning ved oppkjøp og avkastning til aksjeeiere som en viktig faktor. Videre understreker studien at ved større oppkjøp vil gjelden ha mer innvirkning på verdiskapningen enn ved mindre oppkjøp (Achleitner, Braun, Engel, Figge & Tappeiner, 2010).

Guo, Hotchkiss og Song (2011) forsket på 192 oppkjøp i perioden 1990 til 2006. De fant at oppkjøp fortsatt genererer verdi. Videre fant de at transaksjoner hadde mindre gjeld enn transaksjonene på 1980-tallet (Guo, Hotchkiss & Song, 2011). Videre påpekes det at en tredjedel av verdiskapningen ved oppkjøp generes av gjeld og underbygger dermed Achleitnes, Braun, Engel, Figge og Trappeiners (2010) teori.

I hovedtrekk viser studiene at lånefinansierte oppkjøp på lang sikt bidro til verdiskapning for aksjonærer og samfunnsmessige interesser. Omdømmet har dermed blitt mer positiv og regnes som et nødvendig verktøy i restruktureringen av modne bransjer (Reiten & Sunstrøm, 2001).

5.5.1. PE-investeringer

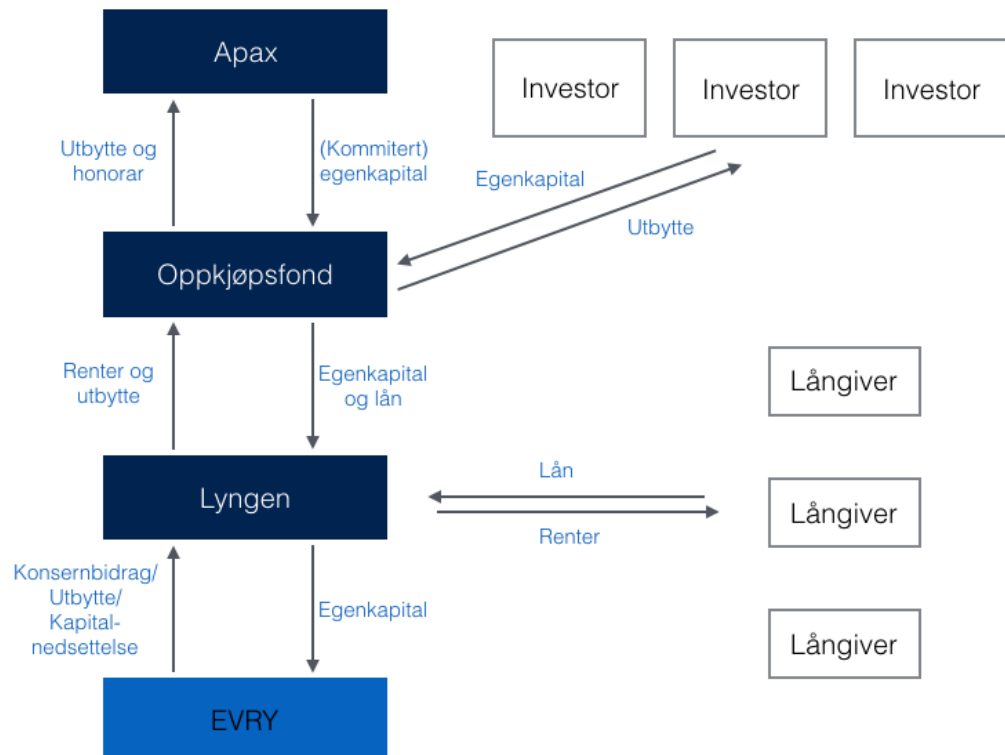
Lånefinansierte oppkjøp finansieres ofte gjennom PE. PE-investeringer foretas av flere typer investorer. PE-investeringene er forbundet med høy risiko, og skal kompensere for potensiell høy selskapsvekst (Kaplan & Schoar, 2005).

PE-investeringer kan deles opp i tre forskjellige typer: (1) såkorn, (2) venture og (3) oppkjøp. Såkorninvesteringer foretas i tidligfase selskaper hvor driften nødvendigvis ikke er i gang, og er den finansieringen som er forbundet med høyest risiko. Ventureinvesteringer foretas i selskaper som er i oppstartfasen og vokser. Oppkjøpsinvesteringer foretas i mer modne selskaper hvor investorene som oftest kjøper opp majoriteten av selskapene (Kaplan & Schoar, 2005). For oppgavens formål vil det være mest interessant å se på forhold i forbindelse med oppkjøpsinvesteringer.

Ved oppkjøpsinvesteringer ser PE-investorene etter selskaper hvor veksten har stagnert og som er modne med hensyn til livssyklusen. Dette er ønskelig for å identifisere potensiale som ennå ikke er anvendt. For å utvikle selskapets potensiale, foretas omstruktureringer for å effektivisere selskapsdriften og selskapsverdien. Hvis selskapet er børsnotert, tas det av børsen i gjennomsnittlig tre til fem år, inntil PE-investorer mener potensiale er fullt anvendt (Kaplan & Schoar, 2005).

5.5.2. EVRY-eksempelet

Oppkjøpet av EVRY i 2015 er et eksempel på oppkjøp ved bruk av PE. Lyngen Bidco AS ("Lyngen") ervervet en kontrollpost på 88% av selskapets aksjer mars 2015. Lyngen er 100% eid av Apax. I forbindelse med oppkjøpet ønsket Apax å ta EVRY av børsen (Oslo Børs, 2015b). Figur 6 illustrerer slik vi antar oppkjøpsstrukturen så ut.

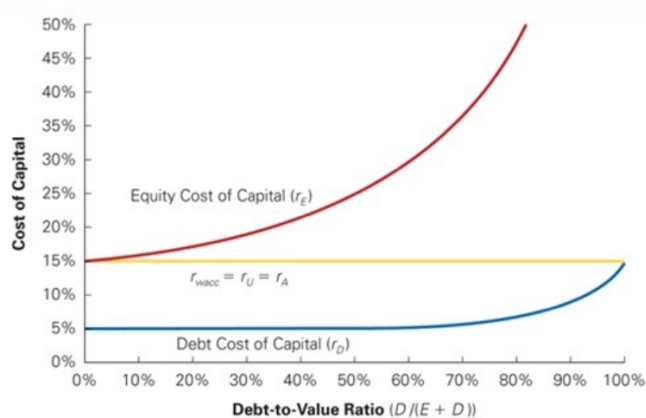


Figur 6: Finansierungsstruktur vedrørende EVRY-eksempelet

Samme dag som aksjeervertet på 88%, ble det innkalt til ekstraordinær generalforsamling i EVRY som blant annet skulle ta stilling til forslag om utbytte og ta EVRY av Oslo Børs. Det ble vedtatt at det skulle utbetales et utbytte på NOK 850 millioner. Utbyttet skulle betales fordi Lyngen skulle tilbakebetale et kortsiktig lån i forbindelse med oppkjøpsfinansieringen (Oslo Børs, 2015b).

Det antas at Apax så ikke-anvendt potensiale i EVRY og av den grunn ønsket å ta selskapet av børs. Apax har mest sannsynlig brukt de siste årene til å omstrukturere og effektivisere driften til EVRY, for å få utløp for selskapets fulle potensiale. I 2017 er EVRY igjen notert på Oslo Børs (Oslo Børs, 2017).

EVERY-oppkjøpet antas å bestå av en høy gjeldsgrad som ved PE. Figur 7 illustrerer at høyere risiko fra økt gjeldsgrad fører til høyere avkastning på egenkapitalen.



Figur 7: Kapitalens avkastning, (Berk & DeMarzo, 2013).

Selskaper ønsker derfor å maksimere avkastning og minimere risiko. Det vil si at man ønsker høyest mulig avkastning på egenkapitalen, samtidig som man ønsker å minimere risiko på gjelden. Selskaper vil dermed minimere gjeldskostnaden, men det krever aktiva som kan tilbys som sikkerhet. Dersom kjøperselskapet ikke har aktiva som egner seg for sikkerhetsstillelse, kan følgende spørsmål reise seg: i hvilken utstrekning kan målselskapets aktiva benyttes som et element ved strukturering av gjeld.

5.6. Oppsummering

I dette delkapittelet har vi presentert ulike finansieringsmuligheter som kan benyttes ved et oppkjøp, samt hvilke hensyn som må tas. Tabell 3 presenterer hovedfunn av hvilke finansieringsmuligheter som foreligger ved oppkjøp.

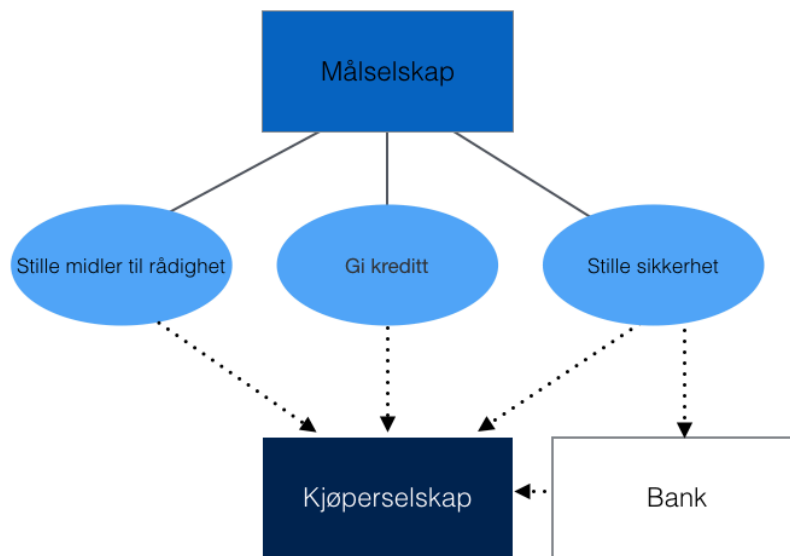
Tabell 3: Hovedfunn i vurderingen av finansieringsmuligheter for selskapsfinansierte aksjeerverv

Valg av kapitalstruktur	Oppkjøp er en omfattende transaksjon hvor ulike elementer må tas hensyn til. En optimal kapitalstruktur er fundamentalt ved oppkjøp. Ved oppkjøpsfinansiering er det viktig å ta stilling til det totale kapitalbehovet man trenger i forbindelse med transaksjonen.
Industrielle investorer og PE-investorer	Det skilles mellom industrielle investorer og PE-investorer ved oppkjøp. Forskjellene bygger på karakteristika som motiv, eierandel, dilemmaer med hensyn til strategi, aksjepris, verdier, og kontroll.

Egenkapitalfinansiering	Egenkapitalen skal stå til selskapets omfang og risiko. Valg av kapitalstruktur vil variere fra selskap til selskap basert på driftsrisiko og belåningsgrunnlag.
Gjeldsfinansiering	Behovet for sikkerhet vil avhenge av selskapets finansielle styrke. Forventet kontantstrøm fra kjøperselskapet og målselskapet benyttes for å vurdere kjøperselskapets evne til å betjene lånet. Valgt finansieringspakke må være dynamisk tilpasningsdyktig for uventede positive og negative utfall. Lån fra banker er en viktig kilde for gjeldsfinansiering. På grunn av bankenes innskjerpede utlånsmuligheter, har bruken av obligasjonslån økt. Bruk av obligasjoner gjør det lettere å låne store beløp fordi lånet blir plassert hos flere långivere. Ved obligasjonslån unngår låntaker svekkelse av likviditet og kontantstrøm.
Hybridkapital	Hybridkapital er finansielle instrumenter med en kombinasjon av egenkapital- og gjeldskomponenter. Preferanseaksjer er en god finansieringsmulighet når fokuset er den langsiktige utviklingen. Konvertible lån kan være fordelaktig fordi det styrker egenkapital og reduserer gjelden.
Dekningsprioritet	Hvis selskapet skulle gå konkurs er rekkefølgen gjelden skal betjenes en viktig faktor for alle aktørene som er inkludert i låneaktiviteten. Valg av ulike gjeldsinstrumenter sikrer en høyere plassering i dekningshierarkiet ved konkurs enn ved bruk av egenkapital. Siden aksjonærene tilbakebetales til slutt kan gjeldsfinansiering føre til interessekonflikt mellom aksjonærer og kreditorer. En måte å redusere interessekonflikten er å foreta oppkjøp med høy gjeldsandel.
Lånefinansierte oppkjøp	Lånefinansierte oppkjøp kjennetegnes ved at de finansieres med høy gjeldsgrad, pant i eiendeler og tilgang på målselskapets kontantstrøm. Lånefinansierte oppkjøp finansieres ofte gjennom PE og foretas av flere typer investorer. Investeringene er forbundet med høy risiko som skal kompensere for potensiell høy selskapsvekst. Ved oppkjøpsinvesteringer ser PE-investorer etter selskaper hvor veksten har stagnert og som er modne med hensyn til livssyklusen. Dette er ønskelig for å identifisere potensielle som ennå ikke er anvendt. Siden aksjonærene tilbakebetales til slutt, kan gjeldsfinansiering føre til interessekonflikt. En måte å redusere interessekonflikten er å foreta oppkjøp med høy gjeldsandel, også kalt lånefinansierte oppkjøp. Studier om slike oppkjøp viser til verdiskapning for aksjonærer og det helhetlige samfunnet, og regnes som et nødvendig verktøy i restruktureringen av modne bransjer og finansieres ofte gjennom PE.

6. Selskapsfinansierte aksjeerverv

Ved oppkjøp er det i henhold til den norske aksjelovgivningen § 8-10 tillatt, innenfor strenge begrensninger, med selskapsfinansierte aksjeerverv. Dette innebærer at kjøperselskapet kan få finansieringsbistand i form av midler stilt til rådighet, gi kreditt eller sikkerhetsstillelse ved erverv av aksjer i målselskapet. Figur 8 illustrerer de ulike bistandsalternativene kjøperselskapet kan benytte ved erverv av aksjer i målselskapet.



Figur 8: Bistandsalternativene ved selskapsfinansierte aksjeerverv

Formålet med asl./ asal. § 8-10 er å beskytte målselskapets kapital og forhindre at kjøperselskapet tapper målselskapets verdier gjennom spekulasjonspregede oppkjøp. Spekulasjonspregede oppkjøps formål er å tømme målselskapets midler. I forarbeidene Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) tydeliggjøres risikoen for kjøperselskapets misbruk av målselskapets kapitalgrunnlag til aksjetegninger eller andre aksjeerverv. Kjøperselskapet kan kun benytte seg av målselskapets kapitalgrunnlag på en måte som fremmer målselskapets interesser og interessenter. Med dette ivaretas målselskapets kreditorer, aksjonærer og generelle samfunnsinteresser.

Kreditorerne er beskyttet gjennom de rammene som er satt av utbyttebegrensningen i aksjelovgivningen. Alle aksjonærer skal også behandles likt når det kommer til

eierskap ved en eventuell utdeling. Derfor vil verken kreditor- eller aksjonærhensyn tale i mot at kjøperselskapet kan benytte målselskapet aktiva, så lenge det er innenfor utbytterammen (Giertsen, 2002). Artikkelen ”Selskapsfinansierte aksjeerverv” skrevet av Giertsen, går inn på spørsmål om samfunnsmessige hensyn. Et av spørsmålene som trekkes frem, er om disposisjonen kan forbys hvis verken kreditor- eller aksjeeierinteresser misligholdes. Det må da være nærliggende at selskapets disposisjoner kan skade disse interessene. Videre kommer det frem at disposisjonen ikke kan forbys dersom disposisjonen kun er samfunnsmessig uheldig (Giertsen, 1996).

Selv om bestemmelsen er viktig i aksjelovgivning, foreligger det mange uklarheter rundt den. For å forstå hvorfor bestemmelsen er slik som den er i dag, må det først gjøres en grundig gjennomgang av forarbeider og andre relevante utarbeidede dokumenter i forbindelse med bestemmelsen. Deretter er det nødvendig å se på tolkningsmomentene i bestemmelsen. Videre har vi inkludert Røkke-eksempelen for å danne et bilde av hvordan bestemmelsen tidligere har blitt forstått og praktisert.

6.1. Utvikling av bestemmelsen frem til i dag

Asl./asal. § 8-10 har blitt endret over tid. Dette kapittelet utleder bakgrunnen for endringene. Figur 9 er inkludert for å danne et overblikk over når disse endringene ble foretatt.



Figur 9: Tidslinje § 8-10

Ved utarbeidelsen av aksjeloven av 1976 ble den absolutte forbudsbestemmelsen § 12-10 utformet på bakgrunn av det daværende justis- og beredskapsdepartementet som ønsket å skjerpe de norske selskapsrettslige reglene. Justis- og beredskapsdepartementet fremmet blant annet følgende i Ot.prp.nr.19 (1974-1975):

”Utlån av selskapets midler til aksjeeiere og andre som står selskapet nær, representerer en ressursanvendelse som ikke fremmer selskapets virksomhet. Og selv om den som skal ha lånet ikke deltar ved avgjørelsen, må det reknes med at lånet svært ofte ikke blir gjenstand for en forsvarlig kritisk vurdering”.

I 1997 ble aksjeloven av 1976 erstattet med en todelt aksjelovgivning bestående av en lov for aksjeselskap og en lov for allmennaksjeselskaper. Ved den nye aksjelovgivningen ble § 8-10 innført. Aksjelovene ble utarbeidet med likelydende forbud mot selskapsfinansierte aksjeerverv ved asl./asal. § 8-10 første ledd, mens annet ledd ble formulert noe forskjellig. Aksje- og allmennaksjeloven har felles forarbeider basert på to forskjellige lovutvalgs utredninger, ofte kalt Selvigutvalget (Bråthen, 2017).

Den første utarbeidelsen til endringen i 1997 ble foretatt av Aksjelovgruppen, og sendt tilbake fra regjeringen med merknader. Aksjelovutvalget, Aarbakkeutvalget, ble utnevnt som nytt utvalg for å bygge videre på disse forarbeidene, og Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) ble vedtatt (Bråthen, 2017). På bakgrunn av Aksjelovsutvalgets anvendelse av Aksjelovsgruppens utarbeidelse er begge forarbeidene relevante i tolkningen av § 8-10. I det vedtatte forarbeidet Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) framgår det på side 48:

”Det mest grunnleggende er hensynet til vern av selskapskapitalen og dermed ivaretagelse av kreditorenes og aksjeeiernes interesse. Det er en klar fare for at aksjetegning eller andre aksjeerverv som er finansiert av selskapet selv, ikke vil innebære noen reell tilførsel av kapital til selskapet og dermed en svekkelse av selskapets kapitalgrunnlag. Også videre hensyn kan komme inn. Det er en fare for at finansiering av aksjeerverv gjennom selskapets egne midler vil kunne gi grunnlag for spekulasjonsoppkjøp av selskapets aksjer. Dette kan igjen lede til disposisjoner som er til skade for selskapet, og dermed kreditorer og aksjeeiere, men også for arbeidstakere og andre interessegrupper.”

1. januar 2007 trådte endring av asl./asal. § 8-10 i kraft. Endringen innebar at det ikke forelå forbud mot finansiell bistand i samme konsern ved erverv av aksjer.

Selskapsfinansierte aksjeerverv er regulert av EU-direktivet, Kapitaldirektivet, og er bindende for reguleringen av norske allmennaksjeselskap. I 2006 ble kapitaldirektivets artikkel 25 foreslått endret av endringsdirektivet 26/68/EF. Artikkelen regulerer selskapsfinansierte aksjeerverv og endringsdirektivet åpnet for en viss adgang til å tillate finansiell bistand (Anker-Sørensen & Sjøfjell, 2015). Advokat Gudmund Knudsen utredet i 2010 en rapport ("Knudsen-utredningen") om forenkling av aksjeloven basert på endringsdirektivet 2006/68/EF. Knudsen-utredningen foreslo blant annet endring av asl./asal. § 8-10. Etterfølgende ble Prop. 111 L (2012-2013) utarbeidet om endringer i aksjelovgivning. Knudsens utredning og proposisjon var hovedkilden til lovendringen i 2013 (Bråthen, 2017).

Etter lovendringen i 2013 er selskapsfinansiering av aksjeerverv lovlig på visse vilkår. Målselskapet kan yte finansiell bistand innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte. Det vil si at målselskapets balanse i praksis må utgjøre en utbytteramme som tillater at midler stilles til rådighet. Bistand kan foretas så lenge målselskapet har forsvarlig egenkapital og likviditet etter lovenes § 8-1 fjerde ledd. På den måten ivaretas kreditorhensyn etter lovenes § 8-10 første ledd jf., § 8-1. Bistanden må ytes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper. Når det gjelder vilkåret om betryggende sikkerhet for tilbakebetaling, må det tas en kredittvurdering av kjøperselskapet for å beskytte målselskapets kapital (Bråthen, 2017).

Forøvrig gjorde endringen i 2013 det enklere å anvende målselskapets utbytteramme. Etter lovenes § 8-2a kan en mellombalanse benyttes slik at selskapets reelle verdier til en hver tid reflekteres i balansen. Dette er positivt i en oppkjøpssammenheng fordi kjøperselskapet kan gjøre en verdistrukturering av målselskapets balanse i forbindelse med oppkjøpet.

6.2. Tolkningsmomenter

Nærings- og fiskeridepartementet følger opp selskapsretten kontinuerlig for å forbedre reglene. Reglene skal være hensiktsmessige og ikke pålegge næringslivet unødvendige plikter og byrder. Nærings- og fiskeridepartementets mener

lovendringen i 2013 ikke har fungert som forventet, og at det er usikkerhet rundt regelens forståelse (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2016).

Bestemmelsen har mange vanskelige tolkningsmomenter, en av utfordringene med bestemmelsen er hvordan den skal tolkes (Giertsen, 2002). Det er svært sjeldent at de vanskelig tolkningsspørsmål som asl./asal. § 8-10 reiser kommer opp for domstolene. Det er derfor lite rettspraksis på område, noe som medfører at rettstilstanden til dels er uklar. Dette kan medføre økte transaksjonskostnader, uheldig disponering av samfunnsmessige ressurser og redusert forutberegnelighet for næringslivsaktørene, samt en gråsoner for bestemmelsens rekkevidde (Matre, 2014). Det blir dermed sentralt å vurdere tolkningsmomenter som kan være aktuelle i henhold til problemstillingen.

For å forstå bestemmelsens rekkevidde og vilkår, skal den i de følgende delkapitlene, gjennomgå i tre deler: (1) bistandsalternativ, (2) tilknytningsvilkåret, og (3) bistandens økonomiske ramme (Giertsen, 2002).

6.2.1. Bistandsalternativ

Asl./asal. § 8-10 første ledd oppstiller tre ulike bistandsalternativer: *”Selskapet kan stille midler til rådighet eller gi kreditt eller stille sikkerhet”*. Disse utgjør bestemmelsen rekkevidde da det angis hvilke av målselskapets disposisjoner som omfattes.

6.2.1.1. *”Stille midler til rådighet”*

I forbindelse med erverv av aksjer vil uttrykket *”stille midler til rådighet”* etter ordlyden omfatte alle former for finansiell bistand fra målselskapet. Målselskapet kan *”stille midler til rådighet”* så lenge det ikke blir påført økonomisk risiko og/eller faktisk utsettes for rettslig risiko for tap. Midlene anses *”stilt til rådighet”* når disposisjonen er rettslig bindende, og ikke kun ved at målselskapet avsetter midlene internt. Aktuelle bistandsformer er gjeldsfinansiering, egenkapitalfinansiering samt finansieringsbistand uten å direkte eller indirekte tilføre kjøperselskapet midler (Matre, 2014).

Når målselskapet bistår gjennom gjeldsfinansiering, vil det oppkjøpende selskap tilføres midler som blir gjeld ved aksjeerverv. Eksempelvis lån fra målselskapet til det oppkjøpende selskap. Lånet setter målselskapet i en kreditorposisjon ovenfor det oppkjøpende selskap. Et annet eksempel er målselskapets sikkerhetstillelse for det oppkjøpende selskaps lån hos tredjemann. Ved de ovennevnte disposisjonene vil ikke det oppkjøpende selskap tilføres kapital fra målselskapet, men målselskapet settes i kreditorposisjon for det betingede tilbakesøkningskravet. Når målselskapet stiller midler til rådighet gjennom gjeldsfinansiering, overlapper dette de andre bistandsalternativene om kreditt og sikkerhetstillelse i § 8-10 første ledd, første punktum (Matre, 2014).

Når aksjeervervet finansieres gjennom egenkapitalfinansiering tilfører målselskapet det oppkjøpende selskap midler som blir egenkapital. Situasjoner som dette er ensidige formuesoverføringer fra målselskapet til det oppkjøpende selskap som konsernbidrag, utbytte og tilbakebetaling av aksjekapital mv. Egenkapitalfinansiering omfatter også målselskapets eierposisjon i det oppkjøpende selskap og målselskapets tegning av aksjer i det oppkjøpende selskap (Matre, 2014).

Forarbeidene fra 1995-1996 utleder at egenkapitalfinansiering også kan gjennomføres uten direkte kapitaloverføring. Gjennom kursgaranti kan målselskapet garantere unngåelse av tap for det oppkjøpende selskap ved senere salg av aksjer. Som ved målselskapets bistand ved gjeldsfinansiering, vil kursgaranti også kunne anses som sikkerhetsstillelse (Matre, 2014).

Målselskapet kan også stille midler til rådighet uten å direkte eller indirekte tilføre midler. Eksempelvis kan målselskapet redusere aksjeprisen før det oppkjøpende selskap erverver aksjene. Bistanden trenger derfor ikke overføres til noen bestemt, det holder at midlene er stilt til rådighet. Dette gjøres ved at målselskapets midler eksponeres ved etablering av betingede krav mot målselskapet, da belastes målselskapet på en måte som gjør at midlene er ”stilt til rådighet”. Etter ordlyden trengs det ikke noen umiddelbar kapitaloverføring, så lenge det etableres krav mot målselskapet. Bistanden må utføres i forbindelse med transaksjonen, og det må

derfor foreligge tilstrekkelig sammenheng mellom disposisjonen og aksjeervertet (Matre, 2014).

6.2.1.2. *"Gi kreditt"*

Ved å *"gi kreditt"* stiller målselskapet seg i en kreditorposisjon ovenfor låntakeren. Ordet *"gi"* innebærer at selskapet har forpliktet seg ved en disposisjon. Begrepet *"kreditt"* omfatter disponering av andres likviditet for et begrenset tidsrom og gjelder kun i de tilfeller hvor kreditten bygger på avtale (Giertsen, 2002).

Uttrykket *"gi kreditt"* er presisert i aksjelovens § 8-7, og det omfatter pengelån og andre pengekreditter, samt utlån av gjenstander. Det omfatter også tilfeller der selskapet mot vederlag overtar eksisterende krav mot aksjeeier fra tredjeperson og tilfeller der aksjeeier overtar ansvaret for en forpliktelse selskapet allerede har mot en utenforstående. De ovennevnte disposisjonene forutsetter en disposisjon fra selskapets side som må antas å falle inn under lovens uttrykk for *"gi kreditt"* (Giertsen, 2002; Matre, 2014).

Spørsmålet om målselskapets overføring av likviditet eller andre formuesverdier er en kredittytelse, beror på tolkningen av forholdet mellom selskapet og mottakeren (Aabø-Evensen, 2011).

Bestemmelsen begrenser for kreditt gitt til, og sikkerhetstilleggelse som er gitt til, fordel for nærmere angitte debitorer, først og fremst selskapets aksjeeiere. (Giertsen, 2002).

6.2.1.3. *"Stille sikkerhet"*

Sikkerhetstillegelsens formål er å sikre kreditors fordring, og sikringsfunksjonen kan gjøres gjennom forskjellige avtaletyper. *"Stille sikkerhet"* er ikke definert i loven, men det innebærer at midler stilles til rådighet som garanti for en forpliktelse. Giertsen (1996) utleder tre enkelttilfeller for sikkerhetsstilleggelse; (1) garanti i form av personalsikkerhet, (2) garanti i form av realsikkerhet og (3) negativ pantsettelseserklæring.

Garanti i form av personalsikkerhet forekommer i anledninger hvor målselskapet stilles ansvarlig sammen med kredittsøkeren, og tilfellet gjør at kreditor kan holde seg til garantistens samlede formue. Ansvarer som oppstår behøver nødvendigvis ikke å være solidarisk. Alternative ansvarsdisposisjoner kan være sikkerhetsstillelse, hvis ansvaret har sikringsformål (Giertsen, 1996).

Garanti i form av realsikkerhet gir kreditor rett til å søke dekning i et eller flere sikringsobjekter i målselskapet (garantisten). Tilfellet er typisk når målselskapet stiller pant overfor det oppkjøpende selskaps gjeld. Dersom disposisjonen har rettsvern overfor rettighetshavere med rett over målselskapet, foreligger det ”sikkerhet”. Eksempelvis kan målselskapet og banken komme til enighet om å sperre bankinnskudd i forbindelse med aksjeerhvervet til lånet er innfridd (Giertsen, 1996).

Negativ pantsettelseserklæring forekommer for målselskapet av innskrenkende handlefrihet. Kredittyter finansierer aksjeervert og målselskapet må få dets samtykke om at pantsettelse av øvrige eiendeler er ønskelig. Formålet er at målselskapet påtar seg en betinget forpliktelse (Giertsen, 1996).

6.2.2. Tilknytningsvilkåret

Dernest lyder asl./asal. § 8-10 som følger: ”...i forbindelse med en tredjepersons ervert av aksjer eller rett til ervert av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap...” Det foreligger her tilknytningsvilkår mellom bistandsalternativene og kjøperselskapets ervert av aksjer.

6.2.2.1. ”I forbindelse med”

Momentet ”i forbindelse med” innebærer at det må være en sammenheng mellom den finansielle bistanden og kjøperselskapets ervert av aksjer. Ved en aksjeinvestering må transaksjonen vurderes ut fra hvordan den objektivt fremstår. Bestemmelsens virkeområde må vurderes mot både teori og praksis (Giertsen, 2002).

Ifølge forarbeidene Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) vurderes ”i forbindelse med” med

tanke på to hensyn. Den ene vurderingen er om det foreligger en saklig sammenheng mellom ervervet og disposisjonen. Den andre vurderingen er om det foreligger en tidsmessig sammenheng mellom ervervet og disposisjonen (Matre, 2014).

I vurderingen om det foreligger en saklig sammenheng, må det bemerkes hva den finansielle bistanden innebærer. Det sentrale spørsmålet er her om det foreligger saklig sammenheng mellom selskapets disposisjon for finansiering av aksjeervervet. Det er også nødvendig å se om disposisjonen har forretningsmessig og ordinær bakgrunn. Følgelig om disposisjonen av aksjeervervet ville vært foretatt uansett og uavhengig av den alminnelige forretningsdriften. Det kan trekkes en parallell mellom å se *"i sammenheng"* med gjennomskjæringsregelen i skattelovgivningen for å gi veiledning til normens innhold (Matre, 2014).

For å finne ut om det foreligger saklig sammenheng, må formålet med selskapets disposisjon være å finansiere aksjeervervet. Det er også vesentlig å vurdere om disposisjonen har ordinær og forretningsmessig bakgrunn, samt vurdere om disposisjonen ville skjedd uavhengig av aksjeervervet (Matre, 2014).

Ifølge forarbeidene Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) er det nevnt at det er ikke foretatt en tidsavgrensning for tiden mellom selskapets disposisjon og ervervet av aksjene da dette ikke ble ansett som nødvendig. Dette innebærer at det ikke er fastsatt en vurdering av hvor lang tid det tar før finansiell bistand fra selskapet ikke lenger har saklig sammenheng mellom disposisjonen og aksjeervervet. *"I forbindelse med"* stiller i utgangspunktet ingen tidsbegrensning for avstanden i tid mellom selskapets disposisjon og ervervet av aksjene (Matre, 2014).

Kravet om saklig og tidsmessig sammenheng må ses i lys av hverandre. Herunder hvis finansieringen ytes lenge før eller lenge etter aksjeervervet, må det stilles strengere krav til den saklige sammenheng (Giertsen, 2002).

6.2.2.2. *"Erverv eller rett til erverv"*

Begrepet *"erverv"* dekker både aksjeerverv ved nytegning og aksjeerverv i annenhåndsmarkedet. Om målselskapet kun finansierer forpliktelsen av ervervet,

settes rekkevidden av begrepet settes på spissen. Ordlyden peker i hovedsak på at målselskapet yter lån mv. for å finansiere vederlaget for selve ervervet (Giertsen, 2002). I henhold til Prop. 111 L (2012-2013) er begrepet "erverv" også ment å omfatte tegning av aksjer, samt de aksjer målselskapet selv eier.

Restriksjoner for erverv er i utgangspunktet alle omkostninger som er foranlediget av aksjeerverv i målselskapet. Videre må det finnes sammenheng mellom disposisjonen og aksjeervervet for at disposisjonen skal anses foretatt "i forbindelse" med ervervet.

6.2.3. Bistandens økonomiske ramme

For å kunne foreta selskapsfinansierte aksjeerverv, er det i bestemmelsen utformet hvor stor bistandens økonomiske ramme kan være. Bistandens økonomiske ramme lyder som følger: "... innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte etter § 8-1. ... selskapets bistand skal ytes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper, og det skal stilles betryggende sikkerhet for kravet på tilbakebetaling eller tilbakesøking...".

6.2.3.1. "Innenfor rammen selskapet kan benytte til utbytte"

I henhold til Prop. 111 L (2012-2013) må det foretas en vurdering av selskapets økonomiske situasjon av styret på beslutningstidspunktet. Dette kan medføre at selskapet ikke har adgang til å dele ut utbytte, og det må vurderes om skjønsmessige balanseførte poster er tilstrekkelig sikre. Ifølge asl./asal. § 3-4 må forsvarlighetsvurderingen gjøres konkret ut fra de involvertes interesser og framtidsutsikter. En slik vurderingen tar særlig høyde for selskapets kapital- og likviditetsbehov, sett i sammenheng med behovet for vern av kreditorer og andre interesser hos selskapet (Matre, 2014).

6.2.3.2. *”Ytes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper”*

Med *”ytes på vanlig forretningsmessige vilkår og prinsipper”* må det vurderes om det er likevekt i transaksjonen vedrørende partenes ytelse og vilkår (Matre, 2014). Ifølge utredningen i NOU 1996:3, skal transaksjonen ikke innebære en ensidig verdioverføring fra målselskapet til kjøperselskapet, som ikke er forretningsmessig begrunnet.

6.2.3.3. *”Betryggende sikkerhet”*

For at sikkerheten som stilles skal kunne anses som betryggende, må det tas hensyn til både rettslige og økonomiske faktorer. Rettslige faktorer er eksempelvis avtalens gyldighet, tilstedeværelse av ordinært rettsvern og hvorvidt avtalen er uomstøtelig i en eventuell konkurssituasjon. Økonomiske faktorer beror på målselskapets faktiske dekningsutsikter. I en situasjon med kausjon vil kausjonistens formuesstilling og framtidutsikter være avgjørende for sikkerhetens omfang (Matre, 2014).

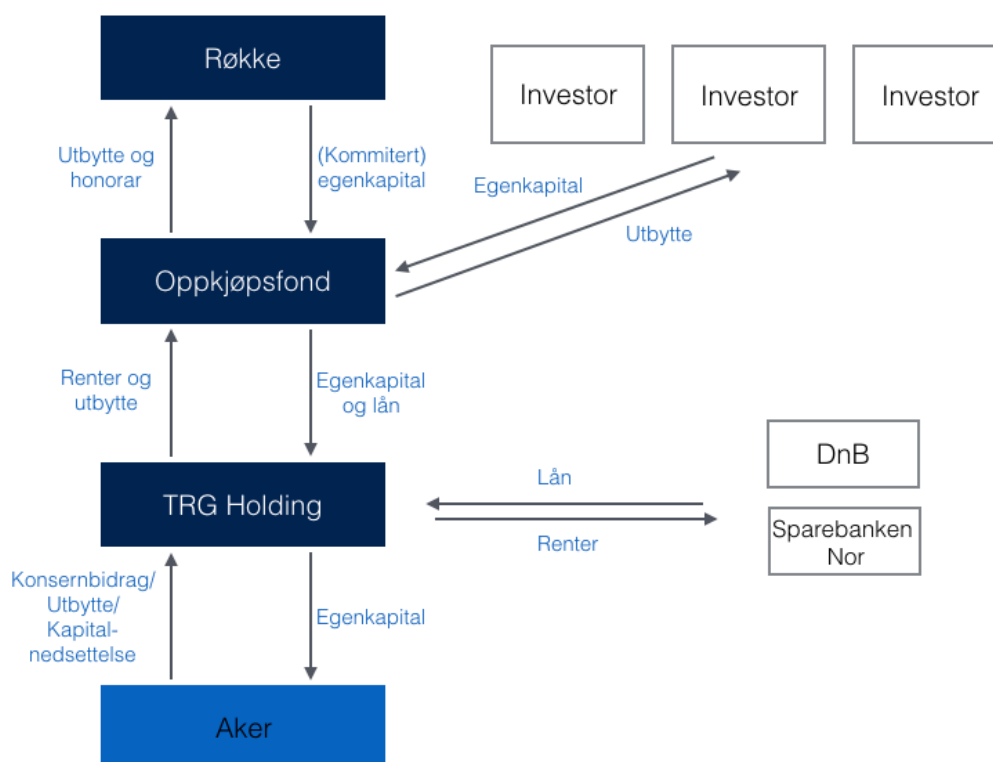
Formuleringen av *”betryggende sikkerhet”* finnes også i asl. § 8-7 første ledd. Ifølge forarbeidene Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) til asl. § 8-7 uttrykker at vurderingen av hvorvidt sikkerheten er betryggende må foretas *”på det tidspunkt disposisjonen foretas”*. Videre må sikkerheten fremstå *”som tilstrekkelig til å sikre et framtidig krav på tilbakebetaling eller tilbakesøking”*. Om sikkerheten var betryggende på tidspunktet da finansieringsbistanden ble ytt, men verdien av sikkerhet svekkes slik at den ikke lenger er *”betryggende”*, har det ikke betydning for finansieringsbistandens gyldighet.

På tidspunktet da finansieringsbistanden ble ytt må det foretas vurdering om hvorvidt sikring av kravet er tilstrekkelig for framtidutsikter. Justisdepartementet uttalte i Prop. 111L (2012-2013) vedrørende lovendringen i 2013 at hensynene § 8-10 vernet, fortsatt var vernet gjennom den ny ordlyden. Kravet om betryggende sikkerhet var et viktig element i lovforslaget.

6.2.4. Røkke-eksempel

Et kjent eksempel på problematikken til tolkningsmomentet ”*stille midler til rådighet*”, er Røkkes kjøp av Aker i 1996. Dette var et av de første store oppkjøpene i Norge der målselskapets balanse utgjorde en viktig del av oppkjøpsfinansieringen.

Røkke kjøpte aksjer i Aker helt til han nådde en posisjon som hovedaksjonær med mer enn 90% av aksjene. For å kjøpe ut minoritetsaksjonærene inngikk han en låneavtale med DnB og Sparebanken Nor. Siden Røkke var avhengig av utbytte fra Aker for å tilbakebetale lånet, var det en forutsetning å selge innmat og løsøre i Aker for å nedbetale lånet fortløpende. Flere stilte spørsmål ved oppkjøpets fremgangsmåte, samtidig ble det stilt spørsmålstegn ved bruk av bestemmelsen og dens ordlyd (Lorentzen, 2000). Figur 10 illustrer oppkjøpsstrukturen i Røkke-eksempel.



Figur 10: Finansieringsstruktur vedrørende Røkke-eksempel

Lund (1999) kommenterte oppkjøpet og hevdet at fremgangsmåten til Røkke var innenfor lovlighetsrammen for utbytteutdelingen. Videre hevdet Lund at loven skal tolkes slik lovgiver har utformet den, nemlig at utbytte kan utdeles i situasjoner

under henvisning til alminnelige regler. Han påpekte også at det skal legges stor vekt på forarbeidene. Avslutningsvis konkluderer han med at slike utbytteutdelinger knyttet til aksjekjøp er tillatt i henhold til bestemmelsen (Lund, 1999).

Førsteadvokat i Økokrim, Morten Eriksen, mente at transaksjonen lå i en gråsoner. Tidligere formann i representantskaper i DnB, Kåre Willoch, mente at det var ulovlig (NTB, 1999). Oppkjøpet med dets låneavtale skapte mange diskusjoner rundt bestemmelsen, samt transaksjonens lovlighet.

I dag er det derimot ingen tvil om lovligheten rundt Røkke-eksempelet. Forarbeidene Prop. 111 L (2012-2013) bekrefter at et utbytte som er å anse som lovlig, ikke er ulovlig om det brukes i forbindelse med et oppkjøp.

6.3. Oppsummering

I dette delkapittelet har vi presentert bestemmelsens formål, rekkevidde, spesielle hensyn, samt dets tilknyttede utfordringer. Tabellen 4 presenterer hovedfunn i vurderingen av juridiske begrensninger for selskapsfinansierte aksjeerwerb.

Tabell 4: Hovedfunn i vurderingen av juridiske begrensninger for selskapsfinansierte aksjeerwerb

Formålet med bestemmelsen	Å beskytte målselskapets kapital ved oppkjøp og forhindre at kjøperselskapet tapper målselskapets verdier.
Bestemmelsens rekkevidde	Bestemmelsens rekkevidde og vilkår består av tre deler: (1) bistandsalternativene, (2) tilknytningsvilkårene og (3) bistandens økonomiske ramme. I henhold til bistandsalternativene kan målselskapets aktiva benyttes ved enten å "stilles til rådighet", "gi kreditt" eller "stille sikkerhet". Tilknytningsvilkåret beror på at finansieringen må skje i forbindelse med erwerb av aksjer. Bistandens økonomiske ramme går ut på at det skal være innenfor det som kan benyttes som utbytte, ytes på vanlig forretningsmessige vilkår og prinsipper, og det skal foreligge betryggende sikkerhet for tilbakebetaling.
Hensyn som er ment å ivaretas	Det er fare for at finansiering av aksjeerwerb gjennom målselskapets midler vil kunne gi grunnlag til for eksempelvis spekulasjonsoppkjøp av målselskapets aksjer. Kjøperselskapet kan derfor kun benytte seg av målselskapets kapitalgrunnlag på en måte som fremmer målselskapets interesser. Kreditorne er beskyttet gjennom utbyttebegrensningen i aksjelovgivningen. Alle aksjonærer skal behandles likt vedrørende eierskap ved utbytteutdeling. Derfor vil verken kreditor- eller aksjonærhensyn tale i mot at kjøperselskapet kan benytte målselskapets aktiva. Et av spørsmålene som trekkes frem, er om disposisjonen kan forbys hvis verken kreditor- eller aksjonærinteresser misligholdes. Det fremkommer at disposisjonen ikke kan forbys dersom den kun er samfunnsmessig uheldig.
Utfordringer med bestemmelsen	Bestemmelsen har mange vanskelige tolkningsmomenter, hvor manglende rettslige avklaringer gjør den krevende. Reglene skal være hensiktsmessige og ikke pålegge næringslivet unødvendige plikter og byrder, som kan være økte transaksjonskostnader, uheldig disponering av samfunnsmessige ressurser og redusert forutberegnelighet for næringslivsaktørene, samt en gråsoner for bestemmelsens rekkevidde. Nærings- og fiskeridepartementets syn på lovendringen i 2013 underbygger dette, og de mener loven ikke har fungert som forventet og at det er usikkerhet rundt regelens forståelse.

DEL III: Analyse og diskusjon

I denne delen av oppgaven skal vi belyse problemstillingen: *”I hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan og faktisk blir benyttet som et element i strukturering av oppkjøpsfinansiering.”* I følgende delkapitler vil det redegjøres for hvordan markedsaktører forholder seg til finansieringsmuligheter og juridiske begrensninger i forbindelse med asl./asal. § 8-10. Intervjuobjektene er introdusert i metodekapittelet.

Den innsamlede dataen fra teori og gjennomførte intervjuer vil bli presentert for å undersøke hvorvidt teori stemmer overens med praksis. Funn vil bli presentert i tabeller etter hvert enkelt delkapittel, hovedfunn og konklusjon presenteres i oppgavens siste del.

7. Oppkjøpsfinansiering

Ifølge Aabø-Evensens (2011), diskutert i kapittel 5, fremkommer det at kjøperselskapet først må ta stilling til totalt kapitalbehov og deretter optimal kapitalstruktur. For å undersøke om målselskapets aktiva blir benyttet, er det derfor nødvendig å undersøke hva markedsaktørene vektlegger ved valg av kapitalstruktur.

7.1. Kapitalbehov

Innledningsvis forklarer Koppang at for å finne totalt kapitalbehov, må kjøperselskapet foreta en analyse av variasjonen i resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskriver (heretter referert til som EBITDA). EBITDA analyseres for å forstå hvor syklisk målselskapet er, samtidig som det gir en indikasjon på hvor mye gjeld selskapenes kontantstrøm konsolidert tåler. Dette underbygger Aabø-Evensen (2011), nevnt i kapittel 5.2., som vektlegger at kontantstrømmen analyseres for å vurdere kjøperselskapets betjeningsevne.

”Den første analysen angir selskapets belåningsgrunnlag, og gjeldsstrukturen til det spesifikke selskapet. Uavhengig av kjøpers egen belåningsevne og grad, må man vite hvor mye gjeld målselskapet tåler.”

– PER KOPPANG

Tabell 5 oppsummerer funn vedrørende kapitalbehov.

Tabell 5: Funn vedrørende kapitalbehov

Teori	Praksis
Kjøperselskapet må ta stilling til det totale kapitalbehovet i en oppkjøpssituasjon.	For å finne totalt kapitalbehov må kjøperselskapet foreta en analyse for å identifisere hvor syklisk målselskapet er.
For å vurdere kjøperselskapets evne til å betjene gjelden benyttes forventet kontantstrøm fra kjøperselskapet og målselskapet.	EBITDA gir en indikasjon på hvor mye gjeld selskapenes konsoliderte kontantstrøm tåler.

7.2. Valg av kapitalstruktur

Som nevnt i kapittel 5, understreker Aabø-Evensen (2011) at en optimal kapitalstruktur er fundamentalt ved oppkjøp. Blant intervjuobjektene foreligger det enighet om at det ikke finnes en generell kapitalstruktur ved oppkjøp.

“It is no such thing som en vanlig kapitalstruktur.”

– OLE CONRAD SIEM

I kapittel 5 fremkommer det at denne oppgaven hovedsakelig har fokusert på finansieringsmulighetene egenkapital, lån fra banker og obligasjonslån, samt hybridkapital. Intervjuobjektene påpeker at dette stemmer, men det foreligger flere finansieringsmuligheter enn de som er inkludert i oppgaven.

”I utgangspunktet er måten å gjøre det på; se på hvor stor gjeld selskapet tåler og finansiere resten ved bruk av egenkapital.”

– KARL SKJELBRED

”I bunn og grunn avhenger kapitalstrukturen av hvor finansielt sterkt hvert enkelt selskap er.”

– OLAV FR. PERLAND

Koppang er enig i Skjelbred og Perlands utsagn, og fremhever at hybridkapital kan benyttes som toppfinansiering ved transaksjoner for å oppnå optimal avkastning. Toppfinansieringen krever mest arbeid, og utgjør omtrent 20 % av gjeldsfinansieringen.

”Andel hybridkapital er basert på hvor mye risiko den enkelte långiver er villig til å ta på investeringen.”

– PER KOPPANG

Reiten og Sundstrøm (2001) vektlegger at et viktig element ved valg av kapitalstruktur er rekkefølgen på tilbakebetaling ved konkurs. Dette illustreres ved dekningshierarkiet til Perland (2017) i kapittel 5.4.. Av intervjuene fremkommer det at plassering i dekningshierarkiet er viktig ved valg av gjeldsfinansiering.

”Selv om selskapene går konkurs og investert egenkapitalen anses tapt, vil det ikke nødvendigvis føre til et tap for bankene som har sikrede lån og garantistrukturer. Sikrede lån fra bankene har første prioritet i kapitalstrukturen ved tilbakebetaling.”

– OLE CONRAD SIEM

Wig (2016) skiller mellom industrielle investorer og PE-investorer i kapittel 5. Det fremkommer av intervjuene at kjøperselskapets eierform påvirker valg av kapitalstruktur. Skjelbred påpeker at ved valg av kapitalstruktur skiller det mellom industrielle investorer og PE-investorer. Tabell 6 oppsummerer funn vedrørende valg av kapitalstruktur.

Tabell 6: Funn vedrørende valg av kapitalstruktur

Teori	Praksis
En optimal kapitalstruktur er fundamentalt ved oppkjøp.	Det foreligger ikke en generell kapitalstruktur.
De mest benyttede finansieringsmulighetene er egenkapital, lån fra banker og obligasjonslån, samt hybridkapital. Et element ved valg av kapitalstruktur er plassering i dekningshierarkiet.	De mest benyttede finansieringsmulighetene er egenkapital, lån fra banker og obligasjonslån. I situasjoner hvor hybridkapital benyttes, er dette kun som toppfinansiering. Det foreligger flere finansieringsmuligheter enn de som er inkludert i oppgaven. Kjøperselskapet finner først ut hvor mye gjeld selskapet tåler, og finansierer resten ved bruk av egenkapital. Kapitalstrukturen avhenger av hvor finansielt sterkt selskapet er.
I hovedsak skilles det mellom industrielle investorer og PE-investorer ved oppkjøp.	Industrielle investorer og PE-investorer benytter seg av finansieringsmuligheter på ulike måter.

7.2.1. Industrielle oppkjøp

Er kjøperselskapet industrielt, anvendes i hovedsak lån fra banker og obligasjoner, forteller Skjelbred. Koppang sier seg enig i dette. Videre påpeker Siem at valgt finansieringspakke er avhengig av selskapets kvalitet, størrelse og sektor.

Ut fra Wigs (2016) tabell er en av karakteristikkene for industrielle investorer dilemmaer knyttet til strategi. For et industrielt kjøperselskap er det ønskelig å oppnå synergier fra oppkjøpet, slik at målselskapets drift skaper vekst for kjøperselskapet. Koppang forklarer at kjøperselskapet undersøker hvilke investerings- og vekstmuligheter som foreligger.

En annen karakteristikk fra Wigs (2016) tabell, er å kjøpe for å samordne og integrere med egen virksomhet. Koppang forklarer at det kan foreligge forskjellige tilnærminger og metoder for å optimalisere virksomheten. Han utdyper at optimaliseringen enten kan gjøres ut fra et avkastningshensyn eller egen visjon.

”De fleste selskaper har en definert gjeldstruktur og gjeld allerede, så en analyse kjøperselskapet gjør er: Hvilke vurderinger må foretas vedrørende optimal avkastning på egenkapitalen?”

– PER KOPPANG

Koppang følger opp utsagnet, og forklarer at vurderingen beror på å ta hensyn til ulike strategier vedrørende avkastning. Koppang eksemplifiserer med en situasjon der et risikovillig selskap kjøper en kontrollpost i et risikoavers selskap. Dette kan føre til interessekonflikt mellom nye og eksisterende investorer. Koppang forteller at interessekonflikten kan oppstå fordi konsolidert vil selskapene ha diversifiserte investorer, med ulike filosofier om andel egenkapital og gjeld. Ulike risikoprofil for avkastning kan etter Berk og DeMarzos (2013) teori fra kapittel 5.5.2., oppstå fordi høyere risiko fra økt gjeldsgrad fører til høyere avkastning på egenkapitalen.

”Et risikoavers selskap gjør ikke alltid teoretiske vurderinger med hensyn til optimal avkastning for eierne. Det finnes mange familieselskaper, hvor eierne er skeptiske til gjeld. Risikovillige selskaper er i større grad flinkere til å finne mer optimal finansieringsstruktur, da disse blir påvirket av en bredere eller mer diversifisert eierkrets.”

– PER KOPPANG

”Selv anerkjente selskaper kan ha mindre fornuftig kapitalstruktur fra et finansielt perspektiv. Enkelt selskaper kan både ha for høy eller lav belåningsgrad eller ikke optimalisert kapitalstruktur. Belåningsgrad og strukturer er avhengig av tilgangen til kapital og ønsket risikoprofil for å optimalisere avkastningen på egenkapitalen på kort eller lengre sikt.”

– OLE CONRAD SIEM

I motsetning til et risikoavers selskaps hensyn til gjeld, forklarer Siem at selskaper innenfor shipping og offshore historisk har hatt en høy gjeldsgrad grunnet virksomhetens natur. Dette fremkommer også av Flaaten og Økland (2016) i kapittel 5.2.2., og er fordi selskaper knyttet til shipping og offshore gjennom årenes løp, har hatt ideelle investeringsobjekter for obligasjonseiere. Ifølge EYs transaksjonsrapport (2017) har denne trenden snudd på grunn av globale markedstendenser.

Forøvrig er det flere grunner til trenden innenfor shipping og offshore sektoren. Ifølge Flaaten og Økland (2016) har det oppstått problemer med tilbakebetaling av

høyrisikolån i etterkant av 2015. Gjelden har større verdi enn rigger og offshore-skip. Bakgrunnen for problemene var blant annet at rigger og offshore-skip ble anskaffet uten egenkapitaltilførsel, gjennom høyrisikolån og usikrede krav. Siem viser også til bankene, som har gjort det mulig for rederiene å kontrahere ny rigger og skip ved å refinansiere eldre deler av flåten.

”I shipping og offshore ser vi nå konsekvensene av at det ikke har vært symmetri med hensyn til avdrag/forfallstruktur og kontantstrøm. I realiteten har verdien på eiendelene falt og villigheten til å refinansiere forsvunnet, grunnet høy gjeldsgrad.”

– OLE CONRAD SIEM

Tabell 7 oppsummerer funn vedrørende industrielle oppkjøp.

Tabell 7: Funn vedrørende industrielle oppkjøp

Teori	Praksis
Valg av kapitalstruktur vil variere fra selskap til selskap basert på driftsrisiko og belåningsgrunnlag.	Valg av kapitalstruktur er avhengig av selskapets størrelse og sektor.
Kjøperselskapets størrelse og kredittverdighet er vesentlig da dette gir grunnlag for hvilken form for gjeld kjøperselskapet kan benytte seg av.	Kjøperselskapet undersøker hvor mye gjeld selskapet alene og konsolidert tåler. Et risikoavers selskap gjør ikke alltid teoretiske vurderinger med hensyn til optimal avkastning for eierne. Risikovillige selskaper gjør det i større grad, fordi de blir påvirket av diversifisert eierkrets.

7.2.2. PE-oppkjøp

Ifølge Kaplan og Schoar (2005) finansieres lånefinansierte oppkjøp ofte av PE-investorer. Videre utleder Reiten og Sundstrøms (2001) teori at lånefinansierte oppkjøp kjennetegnes ved høy grad av gjeldsfinansiering. Perland forklarer at oppkjøp foretatt av PE-investorer preget av en høy gjeldsgrad. Finansieringsstrukturen preges av en planlagt langsiktig gjeldsfinansiering.

Skjelbred forteller at PE-oppkjøp har en kapitalstruktur som er nokså standardisert, og det foreligger hovedsakelig tre alternativer for gjeldsstruktureringen: (1) lån fra

banken, (2) lån fra banken med høyrisikoobligasjoner på toppen, og (3) kun obligasjoner.

Utover alternativene for gjeldsfinansiering, utdyper Koppang at PE-investorer estimerer gjeldsfinansiering ut fra målselskapets antatte salgsdato. Et viktig element for å anslå avkastning på innskutt egenkapital, er undersøkelser for tilpasning av risiko for andel egenkapital og gjeld. PE-investorer ønsker normalt 200% avkastning på egenkapitalen, og finner avkastning per år på investeringen. For å predikere målselskapets fremtidige verdi utføres selskaps- og sensitivitetsanalyser.

”Når det kommer til finansiering, brukes de samme lærebøkene og formler som fra den teoretiske utdanningen.”

– PER KOPPANG

I Wigs (2016) tabell fremkommer det at PE-investorer kjøper for å videreutvikle og selge målselskapet. Strategien er ukomplisert med hensyn til vekst og verdiutvikling. Kaplan og Schoars (2005) teori fra kapittel 5.5.1. tilfører at PE-investorer kjøper for å utvikle målselskapets potensiale og foretar omstruktureringer for å effektivisere drift og skape verdi. Koppang eksemplifiserer hvordan PE-investorer typisk foretar oppkjøp. Han forklarer at PE-investorers ønske er å kjøpe billig og selge dyrt. PE-investorer må treffe på timing, og Koppang påpeker at verdien både skapes gjennom timing og effektivisering av drift. Videre har dette betydning for hvordan kjøper finansiere oppkjøpet og hvilken risiko kjøper tør å påføre selskapet.

”Finansieringsinstitusjonene ønsker at et investeringselskap legger samme multippel til grunn ved kjøp (entry) og salg (exit). Som eier og investor er jeg selvfølgelig opptatt at gjøre investeringer i den riktige fasen av industrisykelen slik at en om mulig kan oppnå en bedre exit multippel enn den oppkjøpet ble gjennomført på. Jeg som eier vil ha litt høyere risiko for å oppnå høyere avkastning”

– PER KOPPANG

Tabell 8 oppsummerer funn vedrørende PE-oppkjøp.

Tabell 8: Funn vedrørende PE-oppkjøp

Teori	Praksis
Kapitalstrukturen er preget av høy grad av gjeldsfinansiering.	PE-oppkjøp har en forholdsvis standardisert kapitalstruktur. Det foreligger tre alternativer for hvordan gjeldsfinansieringen struktureres: (1) lån fra banken, (2) lån fra banken med høyrisikoobligasjoner på toppen, og (3) kun obligasjoner.
Formålet er å kjøpe billig og selge med gevinst. Strategien er ukomplisert med hensyn til vekst og verdiutvikling.	Ønsker å kjøpe billig og selge dyrt. Verdiene skapes gjennom timing og effektivisering av drift. Fokus på avkastning.

7.3. Lånefinansierte oppkjøp

Det fremkommer av Reiten og Sundstrøms (2001) teori i kapittel 5.5. at utover en høy gjeldsgrad, er pant i eiendeler og tilgang på målselskapets kontantstrøm er finansieringskjennetegn for lånefinansierte oppkjøp. Perland forteller at kjøperselskapet er avhengig av å benytte målselskapets aktiva for å oppnå en høy gjeldsgrad. Videre forklarer Perland at lånefinansierte oppkjøp beror på en risikoallokering. Kjøper med tilfredsstillende egenkapitalgrad vil ikke ha det samme behovet for å benytte målselskapets midler, kontra en situasjon hvor målselskapet er stort med hensyn til kjøperselskapet.

For å oppnå ønsket gjeldsgrad, forteller Perland at kjøperselskapet kan opprette et NewCo. NewCo er nytt etablert selskap, som fungerer som et hylleselskap for finansiering av oppkjøpet. For å få lån til NewCo må det enten tilføres egenkapital eller garanteres fra kjøperselskapet. Hvis kjøperselskapet ikke ønsker å garantere for NewCo, kan asl./asal. § 8-10 og målselskapets aktiva benyttes. Skjelbred påpeker at PE-oppkjøp i stor grad benytter måleselskapets aktiva for gjeldsfinansiering.

Skjelbred forklarer at hvis kjøperselskapet velger å benytte målselskapets aktiva og opprette et NewCo, stilles det opprinnelig sikkerhet i aksjene til NewCo, og etterhvert sikkerhet i aktiva til målselskapet. Han utdyper at det utarbeides en plan for fremgangsmåten for å unngå brudd på asl./asal. § 8-10. Hovedsakelig etablerer

kjøperselskapet initial sikkerhet, og etterhvert sikkerhet i målselskapet. Han påpeker at disse stegene skjer i etterkant av oppkjøpet.

Videre forteller Perland at hvis man velger å anvende asl./asal. § 8-10, er det vanskelig å si hvor stor andel egenkapital som er nødvendig for å gjennomføre transaksjonen. Han påpeker at dette er selskaps- og bransjeavhengig. Noen selskaper er ekstremt volatile, og det vil være behov for høyere egenkapitalgrad. Hvis målselskapet har en sikker og jevn kontantstrøm, er liten egenkapitalgrad mindre risikofylt. Perland utdyper at hvis oppkjøpet er høyt belånt foreligger det betydelig høyere refinansieringsrisiko, i verste fall konkursrisiko av NewCo.

”Asl./asal. § 8-10 prøver å forhindre at en tynn økonomi hos kjøperselskapet skal gå utover målselskapet, og dermed målselskapets øvrige kreditorer. Det er klart at denne risikoen er større jo tynnere finansiert målselskapet er.”

– OLAV FR. PERLAND

For å illustrere bruken av målselskapets aktiva ved oppkjøpsfinansiering, har vi i kapittel 5.5.2 inkludert en modell fra en masteroppgave skrevet for det juridiske fakultet ved UiO (2011) som illustrerer EVERY-eksempelet fra 2015. Oppkjøpet ble gjort ved bruk av PE, og det ble utbetalt et betydelig ekstraordinært utbytte. Utbyttet ble begrunnet med tilbakebetaling av kortsiktig lån. Vi stilte intervjuobjektene spørsmål vedrørende deres tanker rundt lignende tilfeller. Intervjuobjektene svarte sammenfallende at dette er lovlig, dersom man holder seg innenfor rammene av lovlig utdelinger og ingen blir direkte skadelidende. Dette er en ren juridisk problemstilling. Intervjuobjektene bekrefter at de er innforstått med den juridiske løsningen på problemet.

Vedrørende EVERY-eksempelet forklarer Perland at kreditorene i hovedsak var beskyttet gjennom rammene for utbyttebegrensningen. Verken aksjonær- eller kreditorhensyn talte i mot finansiering. Giertsens (2002) artikkel og Prop. 111 L (2012-2013), fastslår at dette må anses som lovlig.

I kapittel 6.1.1. har vi inkludert Røkke-eksempelet fra 1996. I denne saken forelå det klausuler i lånekontraktene om utbetaling av utbytte. Samtidig forelå det underliggende verdier i Akers balanse som ikke var effektivisert. Røkke verdistrukturerte balansen, og benyttet de effektiviserte verdiene for å nedbetale lånet. Perland anser Røkkes utbytte som ineffektiv kapital som kunne vært sysselsatt bedre. Perland forteller at ved Røkke-eksempelet var utbyttet ekstremt stort med hensyn til balansen i Aker. Han utdyper at etterfølgende forarbeider har sagt at det er lov, så lenge utdelingen av utbyttet er lovlig.

”Var Røkke-unntaket ekstraordinært stort? Gjelder unntaket bare ved løpende ordinære utbytter? Ekstraordinære utbytter er lovlig, så lenge det fortas i henhold til aksjelovgivningen.”

– OLAV FR. PERLAND

Han forteller videre at aksjonær- og kapitalhensynene ikke ble skadelidende fordi de ble beskyttet av kapitalreglene. Aksjelovgivningen skal eksempelvis beskytte norsk næringsliv, lokale reglementer, regionale hensyn, og hensyn til ansatte mot for store rasjonaliseringsprosesser. Perland mener det blir spørsmål om aksjelovgivningen skal ivareta den type hensyn, eller om dette reguleres best på andre måter.

Bråthen forklarer at Røkke-eksempelet var den første store saken med oppmerksomhet knyttet til asl./asal. § 8-10. Mange var kritiske til Røkkes anvendelse av målselskapets utbytteramme. Bråthen mener at mange ikke skjønnte omfanget av asl./asal. § 8-10, og var negative til dens anvendelse. Han forklarer at det var en mediasak som pågikk i flere uker. For å understreke omfanget av oppmerksomheten til Røkkes anvendelse av målselskapets utbytteramme, var det i kontrast inkludert en liten notis om et annet selskap hvor finansieringen var beskrevet nøyaktig likt.

”Jo mer komplisert, og jo større transaksjonen er, jo flere vil alltid mene noe om transaksjonen.”

– PER KOPPANG

I realiteten mener Skjelbred at verden og tidene har endret seg. Han påpeker at bestemmelsen ble innført i sin tid fordi mange oppkjøp ble gjennomført med tynn kapitalisering. Nå er det andre faktorer enn asl./asal. § 8-10 som gjør at slike oppkjøp ikke kan gjennomføres. Tabell 9 oppsummerer funn vedrørende lånefinansierte oppkjøp.

Tabell 9: Funn vedrørende lånefinansierte oppkjøp

Teori	Praksis
Kjennetegnes med en høy gjeldsgrad, pant i eiendeler og tilgang på målselskapets kontantstrøm.	Kjøperselskapet er avhengig av å benytte målselskapets aktiva for å oppnå en høy gjeldsgrad. Lånefinansierte oppkjøp beror på en risikoallokering. Lånefinansierte oppkjøp foretatt av PE-investorer benytter ofte målselskapets aktiva som finansiering.
Behovet for sikkerhet vil avhenge av selskapets finansielle styrke.	Kjøper med tilfredsstillende egenkapitalgrad vil ikke ha det samme behovet for å benytte målselskapets midler, kontra en situasjon hvor målselskapet er stort med hensyn til kjøperselskapet. I hovedsak etableres det initial sikkerhet, også forekommer det sikkerhet i målselskapet i etterkant av oppkjøpet. Asl./asal. § 8-10 prøver å forhindre at en tynn økonomi hos kjøperselskapet skal gå ut over målselskapet.
I EVERY-eksempelet ble det utbetalt et betydelig utbytte for at kjøperselskapet skulle tilbakebetale et kortsiktig lån.	Holder man seg innenfor rammene av lovlig utdelinger og blir ingen direkte skadelidende. Det er avhengig av hvilket formål utdelingen rammer.
I Røkke-eksempelet forelå det klausuler i lånekontrakten om utbetaling av utbytte.	Det forelå underliggende verdier i Akers balanse som ikke var effektivisert. Røkke verdistrukturerte balansen, og benyttet de effektiviserte verdiene for å nedbetale lånet.

8. Selskapsfinansierte aksjeerverv

8.1. Formål

Ved selskapsfinansierte aksjeerverv kan det være avgjørende for kjøperselskapets finansieringspakke å motta økonomisk bistand fra målselskapet. Aksjelovene § 8-10 utleder at kjøperselskapet kan motta økonomisk bistand innenfor strenge begrensninger. Ifølge Matre (2014), som nevnt i kapittel 6.2., foreligger det vanskelige tolkningsmomenter vedrørende bestemmelsen. Dette påpeker også intervjuobjektene.

Det fremkommer i kapittel 6, at formålet med asl./ asal. § 8-10 er å beskytte målselskapets kapital, samt å forhindre at kjøperselskapet taper målselskapets verdier gjennom spekulasjonspregede oppkjøp. Markedsaktørene må finne løsninger som samsvarer med bestemmelsens formål. Perland forklarer at manglende rettslige avklaringer gjør at formålsorienteringen som ellers anvendes i juridiske spørsmål forsvinner.

”Når formålet er så uklart får man samfunnsmessige antispekulative oppkjøpshensyn.”

– OLAV FR. PERLAND

Tabell 10 oppsummerer funn vedrørende formålet til asl./asal. § 8-10.

Tabell 10: Funn vedrørende formålet til asl./asal. § 8-10

Teori	Praksis
Ifølge norsk aksjelovgivning er det tiltatt med selskapsfinansierte aksjeerverv, innenfor strenge begrensninger, som innebærer at målselskapets aktiva kan benyttes som et element i strukturering av finansieringen. Det foreligger vanskelige tolkningsmomenter vedrørende bestemmelsen.	Det foreligger vanskelige tolkningsmomenter vedrørende bestemmelsen.
Formålet er å beskytte målselskapets kapital ved oppkjøp og forhindre at kjøperselskapet taper målselskapets verdier.	Formålsorienteringen er uklar og fører til samfunnsmessige antispekulative oppkjøpshensyn

8.2. Samfunnsmessige hensyn

Det fremgår i gjennomgangen av forarbeidene Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) i kapittel 6, at bestemmelsen skal beskytte målselskapets kreditorer, aksjonærer og generelle samfunnsinteresser. Av de nevnte interessene, legger Perland vekt på at de samfunnsmessige hensynene som følger av bestemmelsens forarbeider, spiller en mindre rolle i dag. Bakgrunnen for å ivareta interessene, var å forhindre spekulasjonspregede oppkjøp med formål om å tømme målselskapet for midler. I ytterste konsekvens tilsier bestemmelsens formål at man skal være streng fordi samfunnsmessige hensyn taler mot oppkjøp. Videre påpeker Perland at de samfunnsmessige hensynene til dels har gått ut på dato.

“Ettersom kreditor- og aksjonærhensynene ivaretas, vil det reises spørsmål om de samfunnsmessige hensynene ivaretas. Kapitalen forsvinner ikke ut av samfunnet, men kan sysselsettes mer effektivt andre steder.”

– OLAV FR. PERLAND

”Asl./asal. § 8-10 er ikke særlig vellykket til å ivareta «samfunnsmessige hensyn». Asl./asal. § 8-10 forhindrer ikke oppkjøp, men oppkjøp blir vanskeligere og dyrere fordi aktørene må holde seg innenfor rekkevidden til § 8-10.”

– TORE BRÅTHEN

Bråthen påpeker at det nå legges større vekt på tilrettelegging for oppkjøp. Perland utdyper og mener at de samfunnsmessige betraktningene er annerledes i dag enn før, da det eksisterte politisk frykt for spekulasjonspregede oppkjøp.

”Dagens spørsmål om asl./asal. § 8-10, er om det foreligger noe rest av samfunnsbeskyttelsen, eller skal man kun ivareta aksjonær- og kreditorhensyn? Dette blir en mer liberal bruk av beskyttelsen.”

– OLAV FR. PERLAND

”Skal reglene forhindre naturlig kommersielle tilpasninger?”

– HANS GEORG WILLE

Giertsen (2002) utleder at selskapsfinansierte aksjeerverv ikke kan forbys dersom den kun er samfunnsmessig uheldig. Bråthen understreker at alternative metoder må kunne bidra til å regulere uønskede oppkjøp, eksempelvis konkurranse- og konsesjonslovgivningen, samt arbeidsretten.

”Jeg er nokså kritisk til bestemmelsen, og tror ikke den ivaretar samfunnsmessige hensyn. Bestemmelsen bygger på en misforståelse. Alternative metoder må kunne bidra til å regulere uønskede oppkjøp.”

– TORE BRÅTHEN

Skjelbred, som har erfaring fra bankenes side, mener bankene kan bidra til å ivareta de samfunnsmessige hensynene ved å begrense oppkjøp. Bankene foretar grundige helhetsvurderinger ved utstedelse av lån til kjøperselskap. Helhetsvurderingen beror på følgende fire punkter:

1. Hvem utstedes lånet til?
2. Er selskapets drift legitimt?
3. Er engasjementets størrelse slik at selskapet har evne til å følge det opp?
4. Er selskapet en kunde man ønsker et fremtidig forhold til?

”Verden er ikke ideell, og oppkjøp må reguleres. Samfunnsmessig ønsker man å unngå situasjoner hvor kjøperselskap kan foreta oppkjøp uten egenkapital. Kjøperselskapet må finansiere aksjeervervet, og de som utsteder lån er opptatt av hvem kjøper er.”

– KARL SKJELBRED

Ifølge Skjelbred, er bankene opptatt av at man kjenner kjøperselskap og at man har kjent det over tid. Bankene legger vekt på gode relasjoner. Eksempelvis kan bankene begrense oppkjøp ved utstedelse av lån til kjøperselskap, og slikt sett bidra til å ivareta samfunnsmessige hensyn. Tabell 11 oppsummerer funn vedrørende samfunnsmessige hensyn.

Tabell 11: Funn vedrørende samfunnsmessige hensyn

Teori	Praksis
Bestemmelsen skal beskytte målselskapets kreditorer, aksjonærer og generelle samfunnsinteresser. Bakgrunnen for å ivareta samfunnsmessige interesser, var å forhindre spekulasjonspregede oppkjøp.	De samfunnsmessige hensynene som følger av bestemmelsens forarbeider er ikke tilpasset dagens oppkjøpspraksis og følgelig noe utdatert. Dette fører til samfunnsmessige antispekulative oppkjøpshensyn. I ytterste konsekvens tilsier bestemmelsens formål at man skal være streng da samfunnsmessige hensyn taler mot oppkjøp. Det nå legges større vekt på tilrettelegging for oppkjøp. Målselskapets kapital forsvinner ikke ut av samfunnet, men kan sysselsettes mer effektivt.
Disposisjonen kan ikke forbys dersom den kun er samfunnsmessig uheldig.	Alternative metoder må kunne bidra til å regulere uønskede oppkjøp. Eksempelvis kan bankene begrense oppkjøp ved utstedelse av lån til kjøperselskap, og slikt sett bidra til å ivareta samfunnsmessige hensyn.

8.3. Gråsonen i henhold til asl./asal. § 8-10

I henhold til Giertsen (2002) og Nærings-og fiskeridepartementet (2016) fremkommer det i kapittel 6.2., at bestemmelsen har flere utfordrende tolkningsmomenter, hvor manglende rettslige avklaringer gjør den krevende. Dette kan medføre en gråsonerområde for bestemmelsens rekkevidde. Perland forklarer at det er vanskelig å forholde seg til bestemmelsens rekkevidde.

Når markedsaktørene prøver å omgå asl./asal. § 8-10, kan konsekvensen resultere i ulovlige transaksjoner. Perland tilføyer at man derfor ikke ønsker å være for mye i gråsonen. Likevel tror Perland et flertall av oppkjøp ligger i gråsonen. Wille utdyper at man må være sikker på å gå klar av asl./asal. § 8-10, for både forutgående og etterfølgende disposisjoner av målselskapets aktiva.

”Er disposisjonen en del av alminnelig drift? Er disposisjonen i forbindelse med oppkjøpet?”

– OLAV FR. PERLAND

”Hvis man forutgående er i stand til å finansiere oppkjøpet, og deretter ta det av børs, blir spørsmålet om man etterfølgende skal være streng?”

– HANS GEORG WILLE

Videre påpeker Bråthen at det er tilført vanskelig tolkningsmomenter etter den siste endringen av § 8-10. Lovgiver har beholdt noe av usikkerheten og innført et nytt usikkerhetsmoment som gjør det vanskelig. Opprinnelig har det vanskelige tolkningsmomentet vært *”stille midler til rådighet”*, men siste endring tilførte usikkerhet rundt tolkningsmomentet *”betryggende sikkerhet”*.

For å vise hvorfor det foreligger usikkerhet rundt asl./asal. § 8-10, utarbeidet vi ulike eksempler som kan ligge i gråsonen. Komplette eksempler finnes i vedlegg under *”Intervjuguiden”*. Ikke alle intervjuobjektene følte de hadde tilstrekkelig kompetanse innenfor området som asl./asal. § 8-10 dekker. På bakgrunn av dette, samt intervjuobjektens subjektive oppfatning av bestemmelsen har vi anonymisert svarene vedrørende de fire følgende eksemplene.

8.3.1. Utdeling av utbytte innenfor lovens rammer

Flertallet av intervjuobjektene mener dette er lovlig. Som Giertsen (2002) diskuterer i artikkelen, inkludert i kapittel 6, innebærer det at det må være en sammenheng mellom den finansielle bistanden og kjøperselskapets erverv av aksjer. Ved selskapsfinansierte aksjeerverv må transaksjonen vurderes ut fra hvordan den objektivt fremstår. Det påpekes at spørsmålet er vanskelig å svare på generelt, og at det i prinsippet kan anses som ulovlig.

8.3.2. Etterfølgende fusjon

Det mest praktiske omgåelsestilfellet av asl./asal. § 8-10 er en etterfølgende fusjon av kjøperselskapet og målselskapet. Spørsmålet om omgåelse har blitt reist i relasjon til etterfølgende fusjon, og rådgivere er ofte redde for at fusjonen kan bli ansett som en omgåelse.

Intervjuobjektene forklarer at det typisk utføres med et NewCo. NewCo finansierer oppkjøpet, og får en negativ balanse med lite egenkapital. Er tilfellet at selskapene fusjoneres rett etter oppkjøpet, kan fusjonen rammes av asl./asal. § 8-10.

Etterfølgende fusjoner er hensiktsmessig for å konsolidere målselskapets drift til kjøperselskapets. Det påpekes at man blir nødt til å se på selskapsstruktureringen. Ved å restrukturere selskapene kan man få ned konsernets totale lånekostnad.

8.3.3. Reduksjon av målselskapets aktiva før salg

Fremgangsmåten er at målselskapet tilpasses på forhånd, og det selges ikke mer enn hva som er lovlig. Intervjuobjektene mener dette er en vanlig fremgangsmåte, og anser ikke dette som et problem.

8.3.4. Salg av målselskapets midler for egenkapitaltilførsel

Salg av målselskapets midler for å oppnå egenkapitaltilførsel, beror tolkningsmomentet ”*stille midler til rådighet*”. Salget må ha en tilstrekkelig sammenheng med finansieringen av oppkjøpet. Hvis finansieringen er selvstendig og kjøpesummen er finansiert tidligere, vil salget for egenkapitaltilførsel ikke rammes av asl./asal. § 8-10. Sammenhengen vil ikke ha tilstrekkelig nærhet hvis det foreligger en hensiktsmessig og forretningsmessig avtale.

Eksempelet reiser også spørsmål vedrørende momentet ”*i forbindelse med*”, hvor den saklige- og tidsmessige sammenhengen må vurderes. Selv om saklighetssammenhengen i større grad vektlegges, er tid et viktig aspekt fordi tidsmessig nærhet reduseres over tid. Intervjuobjektene påpeker at selv om det har gått to år er ikke det nødvendigvis tilstrekkelig, så lenge den saklige sammenhengen er sterk nok. Intervjuobjektene konkluderer med at lovligheten til salg av målselskapets midler for å oppnå egenkapitaltilførsel er situasjonsbestemt.

Etter gjennomgangen av eksemplene, er intervjuobjektene samstemte og mener det er vanskelig å si hvor grensene for å rammes av asl./asal. § 8-10 går i praksis. Tabell 12 oppsummerer funn vedrørende gråsonen til asl./asal. § 8-10.

Tabell 12: Funn vedrørende gråsonen til asl./asal. § 8-10.

Teori	Praksis
Foreligger en gråson for bestemmelsens rekkevidde.	Siste endringen har tilført flere vanskelige tolkningsmomenter. Det er vanskelig å forholde seg til bestemmelsens rekkevidde og mange oppkjøp ligger derfor i gråsonen. Når man prøver å omgå bestemmelsen, blir det vanskelig å forholde seg til bestemmelsens rekkevidde.

8.4. utfordringer med asl./asal. § 8-10

Av Giertsen (2002), som nevnt i kapittel 6.2., fremkommer det vilkår og rammer som må følges for å benytte asl./asal. § 8-10. Dette innebærer at det foreligger bistandsalternativ, tilknytningsvilkår og størrelse på bistandens økonomiske ramme.

Perland forteller at lovgiver ikke hadde tilsiktet så snever rekkevidde for benyttelse av målselskapets aktiva ved selskapsfinansierte aksjeerverv. Lovgiver var ute etter en realitetsvurdering, og kjernen vedrørende bistandsalternativet ligger i årsaksvurderingen. Vurderingen beror på om det indirekte eller direkte tilkommer finansiering, eller tilbringelse av kapital fra målselskapet til kjøperselskapet. Perland mener man er innenfor kjernen av bestemmelsen og dens ordlyd, dersom kjøperselskapets formål er å skape finansieringsmulighet gjennom målselskapets aktiva.

”Bestemmelsen er komplisert når man jobber med den, og det mangler ikke på kreativitet for å få til transaksjoner som reelt ”stiller midler til rådighet”. Det spiller ingen rolle hvor mange ledd det konstrueres, så lenge realiteten er at midler overføres fra målselskapet til kjøperselskapet.”

– OLAV FR. PERLAND

For å påpeke utfordringene vedrørende tilknytningsvilkåret forklarer Wille med et eksempel. Han forteller om en hendelse hvor et utenlandsk selskap kjøpte et norsk allmennaksjeselskap (”ASA”), og tok det av børs. Verdien i ASA lå utelukkende i utenlandske datterselskaper, stort sett i kjøperselskapets hjemland.

Kjøperselskapet ønsket å overføre eierskapet til i datterselskapene fra ASA til seg selv og etter hvert avvikle ASA. Etter allerede å ha finansiert oppkjøpet av ASA-aksjene hadde ikke kjøperselskapet egenkapital til å finansiere kjøpet av ASAs datterselskap, som var verdt omtrent like mye som det som var betalt for ASA-aksjene. Kjøperselskapet fikk heller ikke mer lån fra banken sin. Spørsmålet ble dermed om ASA (målselskapet) kunne gi kreditt til kjøperselskapet for erverv av datterselskapene.

”Var det sammenheng mellom oppkjøpet og det etterfølgende ervervet av ASAs eiendeler? Forelå det et tidsmessig- og saklighetsspørsmål? Burde reglene forhindret denne typen oppkjøp med etterfølgende avvikling?”

– HANS GEORG WILLE

I henhold til Matre (2014), inkludert i kapittel 6.2.3., er bistandens økonomiske ramme innenfor det som kan benyttes som utbytte og utdelinger. Perland mener det er et paradoks, fordi den etterfølgende refinansiering er avgjørende. I prinsippet utdeles utbytte for etterfølgende refinansiering, slik som klausulene i lånekontraktene i Røkke-eksempelet. På denne måten utdeles aktiva fra målselskapet til kjøperselskapet. Bestemmelsens eksterne rekkevidde er dermed de samme som rekkevidde for utdeling av utbytte. Derfor mener Perland det i praksis er ufornuftig å gå innom problematikken med asl./asal. § 8-10.

”Spesielt kravet om mot-sikkerhet da poenget med asl./asal. § 8-10 faller bort dersom man ikke har mot-sikkerheten å tilby målselskapet. Man kunne like gjerne tilbudt sikkerheten til en bank, og dermed ikke trengt målselskapet.”

– OLAV FR. PERLAND

Utover dette fremhever Bråthen at lovgiver trolig har hatt en god intensjon, men at bestemmelsens utforming ikke er tilstrekkelig virkelighetsnær. Han poengterer at bestemmelsen bygger på en mangelfull tanke, hvor lovgiver har ikke tatt innover seg at oppkjøp skal finansiers.

”Hvor kommer pengene fra? På en eller annen måte må de komme fra målselskapet. Hadde ikke oppkjøp generert gevinst, hadde det ikke blitt foretatt. Man kjøper ikke aksjer i et selskap, hvis man ikke skal få noe ut av selskapet på kort eller lang sikt. Lovgiver tok ikke innover seg at alle som kjøper aksjer gjør dette for å tjene på det.”

– TORE BRÅTHEN

”Man anser ikke asl./asal. § 8-10 som et praktisk verktøy, men som et forbud, og ønsker å holde seg utenfor bestemmelsens rekkevidde. Utfordringene er hvor grensene for asl./asal. § 8-10 går, mer enn hva er vilkårene hvis man først er innenfor bestemmelsens rekkevidde.”

– OLAV FR. PERLAND

Av Matre (2014), i kapittel 6.2., fremkommer det at asl./asal. § 8-10 kan medføre økte transaksjonskostnader, uheldig disponering av samfunnsmessige ressurser, og redusert forutberegnelighet for næringslivsaktørene. Skjelbred belyser teorien, og forteller at problematikken rundt asl./asal. § 8-10 kan føre til økt bruk av ressurser, som arbeid, tid og kostnader.

”Det er dette som gjør at bestemmelsen er mindre effektiv med tanke på tid og kapital, men målselskapets aktiva blir fortsatt sett på som et alternativ.”

– KARL SKJELBRED

Når bestemmelsen tas i bruk, opplever Perland at det er bankene som har interesse i å ta stilling til den. Ifølge Perland, er det såpass spesifikt juridisk at det er ved en due dilligence eller juridiske betenkninger for bankene, at problemstillingen dukker opp. Perlands erfaring er at det ofte dukker opp sent i en prosess, og at tilrettelegger opprinnelig kan ha gode ideer for hvordan målselskapets aktiva kan benyttes. Koppang er enig i dette, og forteller at ved store transaksjoner er det rådgivere som passer på, samt et strengt regulert marked. Wille påpeker at rekkevidden til asl./asal. § 8-10 er såpass uklare slik at rådgivere er i en ugunstig situasjon.

”Min erfaring er at investorene ofte vil få tilgang til målselskapets aktiva, men de fleste vil etterhvert resignere når de ser hvor strenge vilkårene er for å kunne bruke asl./asal. § 8-10.”

– OLAV FR. PERLAND

”Problemene oppstår i de tilfellene hvor det ikke er rådgivere eller skolerte folk. De sauser sammen et eller annet under radaren som de mener og tror er greit.”

– PER KOPPANG

Perland forteller at alle transaksjoner ender med ulik tolkning av bestemmelsen, og tolkningen er som regel konservativt.

”Lovgiver sier at asl./asal. § 8-10 er et alternativ, men når man forteller hva det innebærer å gå innenfor bestemmelsen dropper man det. Bestemmelsen blir ansett som en begrensning fremfor en mulighet. Min oppfatning er at etter lovendringen i 2013, vedrørende omleggingen fra forbud til mulighet ikke vært en realitet. Bestemmelsen er fortsatt et forbud for alle praktiske formål.”

– OLAV FR. PERLAND

Tabell 13 oppsummerer funn vedrørende utfordringer ved asl./asal. § 8-10.

Tabell 13: Funn vedrørende utfordringer ved asl./asal. § 8-10.

Teori	Praksis
Bestemmelsens rekkevidde og vilkår består av bistandsalternativene, tilknytningsvilkårene og bistandens økonomiske ramme.	Man er innenfor kjernen av bestemmelsen og ordlyden, så lenge formålet faktisk bidrar til finansieringsmulighet gjennom målselskapets aktiva. Lovgiver var ute etter en realitetsvurdering, og kjernen vedrørende bistandsalternativet ligger i årsaksvurderingen. Utdelingsunntaket gjør bestemmelsen rekkevidde vid.
Aksjelovgivningen følges opp kontinuerlig av lovgiver for å forbedre reglene, og skal ikke pålegge næringslivet unødvendig plikter og byrder. Vanskelig tolkningsmomenter og manglende rettslige avklaringer kan medføre økte transaksjonskostnader, uheldig disponering av samfunnsmessige ressurser og redusert forutberegnelighet for næringslivsaktørene.	Hvis tilfellet er at asl./asal. § 8-10 blir et problem i transaksjonen, fører det til økt bruk av ressurser som arbeid, tid og kostnader. Det er ofte bankenes interesse å ta stilling til bestemmelsen. Utformingen av bestemmelsen er ikke tilstrekkelig virkelighetsnær, men bygger på en mangelfull forståelse av dagens oppkjøpspraksis. Aksjonærenes formål ved aksjeervert er å oppnå gevinst, og lovgiver har ikke tatt innover seg at oppkjøpet skal finansieres. Man ser ikke på asl./asal. § 8-10 som et praktisk verktøy, og ønsker derfor å holde seg utenfor bestemmelsens rekkevidde. Tolkningen av bestemmelsen ender som regel på en ganske konservativ. Kjøperselskapet ønsker ofte tilgang til målselskapets aktiva, men resignerer etterhvert når man ser hvor strenge vilkårene er for å anvende asl./asal. § 8-10.

DEL IV: Hovedfunn og konklusjon

Dette kapittelet er den avsluttende delen på oppgaven. Først presenteres et sammendrag av oppgavens hovedfunn. Basert på dette, trekkes konklusjonen. Deretter diskuteres usikkerhet i resultatene. Delen avsluttes med forslag til videre undersøkelser og forskning.

9. Hovedfunn

Funn fra teorien tilsier at oppkjøp er en omfattende transaksjon hvor ulike elementer må hensyntas. I en oppkjøpssituasjon må kjøperselskapet blant annet se på hvilke finansieringsmuligheter som foreligger, og hvordan dette påvirker kapitalstrukturen. Det påpekes i analysen og diskusjonen at kapitalstrukturen må tilpasses den spesifikke transaksjonen da det ikke foreligger en generell kapitalstruktur. Oppkjøpets totale kapitalbehov beror på hvor mye gjeld selskapene tåler, og resten finansieres ved bruk av egenkapital. Fra både teori og gjennomførte intervjuer finner vi at de mest benyttede finansieringsmulighetene er egenkapital, lån fra banker, og obligasjoner.

Videre fremkommer det av teorien og gjennomførte intervjuer at industrielle investorer og PE-investorer benytter seg av finansieringsmulighetene på ulike måter. Vi finner at i situasjoner hvor lånefinansierte oppkjøp er foretatt av PE-investorer benyttes ofte målselskapets aktiva. Asl./asal. § 8-10 prøver å forhindre at en tynn økonomi hos kjøperselskapet skal gå ut over målselskapet. Ifølge norsk aksjelovgivning er det tillatt med selskapsfinansierte aksjeerverv, innenfor strenge begrensninger, som innebærer at målselskapets aktiva kan benyttes som et element i strukturering av oppkjøpsfinansiering. Sammenligning av teori og gjennomførte intervjuer tilsier at det foreligger vanskelige tolkningsmomenter vedrørende bestemmelsen.

Våre resultater tilsier at manglende rettslige avklaringer gjør at formålorienteringen som ellers anvendes i juridiske spørsmål forsvinner. Intervjuobjektene poengterer at asl./asal. § 8-10 ikke er tilpasset dagens

oppkjøpspraksis og følgelig noe utdatert. Dette kan eksempelvis føre til samfunnsmessige antipekulative oppkjøpshensyn. I ytterste konsekvens tilsier bestemmelsens formål at man skal være streng da samfunnsmessige hensyn taler mot oppkjøp. Det nå legges større vekt på tilrettelegging for oppkjøp, siden det påpekes at målselskapets kapital ikke forsvinner ut av samfunnet, men kan sysselsettes mer effektivt andre steder. I analysen og diskusjonen presenteres det at alternative metoder kan bidra til å regulere uønskede oppkjøp. Eksempelvis kan bankene begrense oppkjøp ved utstedelse av lån til kjøperselskap, og slikt sett bidra til å ivareta samfunnsmessige hensyn.

Våre funn tilsier det er vanskelig å forholde seg til bestemmelsens rekkevidde, og mange oppkjøp ligger derfor i gråsonen. Intervjuobjektene påpeker at når man prøver å omgå bestemmelsen, blir det vanskelig å forholde seg til bestemmelsens rekkevidde. Man er innenfor kjernen av bestemmelsen og ordlyden, så lenge formålet faktisk bidrar til en finansieringsmulighet gjennom målselskapets aktiva. Lovgiver var ute etter en realitetsvurdering, og kjernen vedrørende målselskapets bistandsalternativ ligger i årsaksvurderingen.

Aksjelovgivningen følges opp kontinuerlig av lovgiver for å forbedre reglene, og skal ikke pålegge næringslivet unødvendig plikter og byrder. Vi finner at der asl./asal. § 8-10 blir et problem i transaksjoner, fører det til økt bruk av ressurser, som arbeid, tid og kostnader. Det fremkommer at markedsaktørene at alle transaksjoner resulterer i ulike tolkninger av asl./asal. § 8-10, og at tolkningene som regel blir konservative.

Sammenligning av teori og gjennomførte intervjuer indikerer at utformingen av asl./asal. § 8-10 ikke er tilstrekkelig virkelighetsnær, men bygger på en mangelfull forståelse av dagens oppkjøpspraksis. Aksjonærenes formål ved aksjeervert er å oppnå gevinst, og lovgiver har ikke tatt innover seg at oppkjøpet skal finansieres. Markedsaktørene ser ikke på asl./asal. § 8-10 som et praktisk verktøy slik det opprinnelig var tiltenkt, men snarere et restriktivt element under oppkjøp. Kjøperselskapet ønsker ofte tilgang til målselskapets aktiva, men kan resignere når man ser hvor strenge vilkårene er for å anvende asl./asal. § 8-10.

10. Konklusjon

Etter arbeidet som er gjort i forbindelse med oppgaven ønsker vi å trekke en konklusjon knyttet til problemstillingen. Det har vært krevende å utarbeide et entydig svar på problemstillingen, men vi mener likevel at hovedfunn fra vår analyse og diskusjon danner utgangspunkt for å trekke konklusjoner. Først konkluderer vi med at det ifølge norsk asl./asal. § 8-10 er tillatt å benytte målselskapets aktiva som et element i oppkjøpsfinansiering, innenfor strenge begrensninger. Deretter konkluderer vi med at lånefinansierte oppkjøp foretatt av PE-investorer faktisk benytter målselskapets aktiva ved oppkjøpsfinansiering, men det er utfordrende å forholde seg til bestemmelsens rekkevidde. Benyttelse av asl./asal. § 8-10 krever unødvendig bruk av ressurser, som tid, arbeid og kostnader.

10.1. Usikkerhet ved resultatene

Dataene fra analysen og diskusjonen danner grunnlaget for våre konklusjoner. Det er viktig å bemerke seg at dataen samlet inn gjennom intervjuer har begrensninger og usikkerheter. Kvaliteten på resultatene og konklusjonene avhenger derfor av datainnsamling og påfølgende analyse. Vi har holdt oss innenfor oppgavens problemstilling, det kan derfor være enkelte perspektiver eller områder av betydning som er utelatt.

Intervjuguiden som er benyttet under intervjuene er utviklet av oss, slik at vi best mulig fikk tilpasset spørsmålene til intervjuobjektens kunnskap og erfaringer. Dette har i midlertid ført til at det kan være enkelte områder med variasjon i hva som ble diskutert i intervjuene. På bakgrunn av dette er noen av intervjuobjektens uttalelser benyttet oftere enn andre i analysen og diskusjonen. Videre er det viktig å påpeke at det oppstod variasjon mellom intervjuobjektene med hensyn til hvor utdypende de valgte å besvare spørsmålene, og hvor innstilte de var på å komme med egne synspunkter på de ulike temaene.

10.2. Normativ diskusjon

Avslutningsvis, ønsker vi å påpeke hvor vi anser det er rom for forbedring. Vi mener det er muligheter for å øke effektiviteten rundt oppkjøp. Hovedsakelig finner vi at bestemmelsens rekkevidde burde være klarere slik at det ikke foreligger en gråsoner, noe som skyldes lite rettspraksis. Dette kan gjøre det lettere å ta stilling til bestemmelsen, og dermed anse den som en mulighet og ikke en begrensning. En endring kan medføre kostnadseffektivitet, og redusere ressursene som brukes i forbindelse med oppkjøp. På denne måten vil samfunnet være med på å legge til rette for oppkjøp og utnytte kapitalen mer effektivt.

10.3. Forslag til videre studier

Vi ønsket i utgangspunktet å anvende en kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ metode, med hovedtyngde på kvalitativ. Data fra den kvantitative metoden skulle ha et supplerende formål, og ikke anvendes for å teste hypoteser. Planen for den kvantitative metoden var å innhente data i form av regnskapstall. Ettersom aktiva må være balanseført for å kunne stilles til rådighet etter asl./asal. § 8-1. Ut fra balansen ønsket vi å få et innblikk i hvordan oppkjøpet er finansiert. Av hensyn til oppgavens omfang ville det blitt for omfattende å benytte seg av denne metoden. Kombinasjonen av metodene kunne resultere i en helhetlig tilnærming til analyse og tolkning, og kan være interessant for videre undersøkelser og forskning.

Opgavens kapittel 4.2. tok for seg sentrale spørsmål ved oppkjøp. Vår oppgave tar kun for seg finansieringss spørsmålet. For videre studier kan det være aktuelt å se på de selskapsrettslige og skattemessige spørsmål om hvordan oppkjøp struktureres. Endringer av asl./asal. § 8-10 er mye diskutert og blir en endring vedtatt, vil dette være nyttig for praksis og interessant for videre forskning.

”Jeg ser for meg at en oppmykning av asl./asal. § 8-10 vil gjøre det enklere å gjennomføre oppkjøp og reduserer bruk av tid. Derimot vil oppkjøp fortsatt bli foretatt i samme grad, men man slipper mye av kostnadene og kompliserende faktorer i ettertid.”

– KARL SKJELBRED

11. Referanseliste

- Achleitner, A.-K., Braun, R., Engel, N., Figge, C. & Tappeiner, F. (2010). Value creation drivers in private equity buyouts: Empirical evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, 13(2), 17-27.
- Aksjeloven. (1997). Lov om aksjeselskaper av lov 13. juni 1997 nr. 44. Hentet fra:
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44?q=asl>
- Allmennaksjeloven. (1997). Lov om allmennaksjeselskaper av lov 13. juni 1997 nr. 45. Hentet fra:
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=asal>
- Anker-Sørensen, L. & Sjøfjell, B. (2015). Vår europeiske selskapsrett (our European company law).
- Baker, H. K. & Martin, G. S. (2011). *Capital structure and corporate financing decisions: Theory, evidence, and practice* (vol. 15): John Wiley & Sons.
- Bergo, K. (2014). *Børs-og verdipapirrett*. Cappelen Damm akademisk.
- Berk, J. B. & Demarzo, P. M. (2013). *Corporate finance*: Pearson Education.
- Bråthen, T. (2017). *Selskapsrett, 5. utgave*. Gyldendal Norsk Forlag.
- Dahl, G. A. (2006). Hvorledes bør bedriften finansieres? *Praktisk økonomi og finans*, 23 (3), 11-22.
- Ernst & Young. (2013). *Fem ting du bør vite om kapitaleffektiv bankvirksomhet*. Hentet fra:
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Fem_ting_du_bør_vite_om_kapitaleffektiv_bankvirksomhet/\\$FILE/5%20ting_kapitaleffektiv%20bankvirksomhet_web.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Fem_ting_du_bør_vite_om_kapitaleffektiv_bankvirksomhet/$FILE/5%20ting_kapitaleffektiv%20bankvirksomhet_web.pdf)
- EY. (2017). Transaction trends. *Norwegian transactions market update Q1 2017* (2nd edition 2017).
- Finance for Europe. (2017). *Types of bonds: Government bonds*. Hentet fra:
http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?folder_id=466
- Finans Norge. (2016a). *Om finansmarkedet*. Hentet fra:
<https://www.finansnorge.no/tema/kapitalforvaltning/Om-finansmarkedet/>
- Finans Norge. (2016b). *Verdipapir*. Hentet fra:
<https://www.finansnorge.no/tema/kapitalforvaltning/Verdipapirer/>
- Flaaten, G. & Økland, J. (2016, 25. februar). Obligasjonslån for dummies. *Sysla*. Hentet fra:
http://sysla.no/2016/02/25/oljeenergi/dette-er-obligasjonslan_78811/
- Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*: John Wiley & Sons.
- Giertsen, J. (1996). *Selskapsfinansierte aksjeerverv: Kan et selskap stille midler til rådighet for erverv av aksjer i selskapet?*: Universitetsforlaget.
- Giertsen, J. (2002). Selskapsfinansierte aksjeerverv: Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10. *Revisjon og regnskap 2002 nr. 6*.

- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives *The economics of information and uncertainty* (s. 107-140): University of Chicago Press.
- Guo, S., Hotchkiss, E. S. & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *The Journal of Finance*, 66(2), 479-517.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Johannessen, A., Kristoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag. *Abstrakt forlag*.
- Juridisk Fakultet, UiO. (2011). *Tynn kapitalisering ved lånefinansierte oppkjøp*. (Mastergradsavhandling, juridiske fakultet, Universitetet i Oslo) Hentet fra:
<https://www.duo.uio.no/bitstream/handle/10852/19237/115455.pdf?sequence=4>
- Kaplan, S. N. & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.
- Lorentzen, T. (2000, 05. februar). ...and the winner is..., *Dagbladet*. Hentet fra:
<http://www.dagbladet.no/nyheter/2000/02/05/191302.html>
- Lund, M. (1999, 10. november). Tvilsom jus, *Dagens Næringsliv*.
- Lundberg, V. & Ingerø, B. B. (2003). Restrukturering gjennom management buyout. *Praktisk økonomi & finans*, 20, 57-67.
- Matre, P. H. (2014). *Kommentar til allmennaksjeloven*. Hentet fra:
www.rettsdata.no
- Nilssen, V. (2012). *Analyse i kvalitative studier: Den skrivende forskeren* Oslo Universitetsforlaget.
- NOU 1996:3. (1996). *Ny aksjelovgivning*. Hentet fra:
<https://www.regjeringen.no/contentassets/3c8ea101038d4478ad88750f66c1250b/no/pdfa/nou199619960003000dddpdfa.pdf>
- NTB. (1999, 29. desember). Småaksjonærer stevner røkke. *VG*. Hentet fra:
<http://www.vg.no/nyheter/innenriks/smaaaksjonærer-stevner-roekke/a/5234808/>
- Nærings- og Fiskeridepartementet. (2016). *Forslag til endringer i aksjeloven §§ 8-7 og 8-10 og allmennaksjeloven §§ 8-7 og 8-10*. Oslo.
- OECD. (2017). *About beps and the inclusive framework*. Hentet fra:
<http://www.oecd.org/tax/beps-about.htm>
- Oslo Børs. (2015a). *Det norske obligasjonsmarkedet- effektiv og fleksibelt marked for innhenting av kapital*. Hentet fra:
[https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/bf939cb3fcc784a854d0033c46eb2ed9/file/file/Det norske obligasjonsmarkedet - effektivt og fleksibelt marked for innhenting av kapital.pdf](https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/bf939cb3fcc784a854d0033c46eb2ed9/file/file/Det%20norske%20obligasjonsmarkedet%20-%20effektivt%20og%20fleksibelt%20marked%20for%20innhenting%20av%20kapital.pdf)
- Oslo Børs. (2015b). *Evry asa – vedtak om avslag på søknad om strykning fra notering på oslo børs*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/d474d140b161e6a89d69>

[8c6b38a2a07d/file/file/2015-06-15 Evry ASA - Vedtak om avslag på%20søknad%20om%20strykning%20fra%20notering%20på%20Oslo%20Børs.pdf](https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/-/details/EVERY.OSE/overview_på%20søknad%20om%20strykning%20fra%20notering%20på%20Oslo%20Børs.pdf)

Oslo Børs. (2017). *Evry*. Hentet fra:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/-/details/EVERY.OSE/overview>

Ot.prp.nr.19 (1974-1975). *Om lov om aksjeselskaper*. Oslo: Jusits- og beredskapsdepartementet. Hentet fra:

<https://lovdata->

[no.ezproxy.library.bi.no/pro/#document/PROP/forarbeid/otprp-19-197475?searchResultContext=6697](https://lovdata-no.ezproxy.library.bi.no/pro/#document/PROP/forarbeid/otprp-19-197475?searchResultContext=6697)

Ot.prp. Nr. 23. (1996-1997). *Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)*. Oslo: Justis- og beredskapsdepartementet Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-23-1996-97-/id158438/>.

Perland, F. O. (2009). *Kapitalforhøyelse i aksjeselskap*. Hentet fra:

<https://www.lederkilden.no/tema/kapitalforhoyelse-i-aksjeselskap>

Perland, F. O. (2017). Forelesningsnotater GRA6214 Selskapsrett - transaksjoner, børs- og verdipapirrett. Handelshøyskolen BI.

Postholm, M. B. (2010). *Kvalitativ metode: En innføring med fokus på fenomenologi, etnografi og kasusstudier*. Oslo: Universitetsforlaget.

Pran, A. N. (2002). *Due diligence i forbindelse med fusjoner og oppkjøp*. Hentet fra:

<https://www.magma.no/ue-diligence-i-forbindelse-med-fusjoner-og-oppkjoep>

Prop. 34 S. (2013- 2014). *Prop. 34 s (2013–2014) sas ab – innhenting av hybridkapital*. Oslo: Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-34-s-20132014/id748999/>.

Prop. 111 L. (2012- 2013). *Endringer i aksjelovgivningen mv. (forenklinger)*. Oslo: Justis- og beredskapsdepartementet. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-111-l-20122013/id721283/>.

Reiten, R. & Sunstrøm, E. (2001). En praktisk tilnærming til lånefinansierte oppkjøp. *Magma, Årg. 4, nr 2*, pp.87-102.

Sander, K. (2016). Fusjoner og oppkjøp. Hentet fra:

<http://estudie.no/fusjon-og-oppkjoep/>

Saunders, M. N., Lewis, P. & Thornhill, A. (2012). *Research methods for business students*. Financial Times: Prentice Hall: London.

Semmen, K. (2010). Om fete haler og svarte svaner. *Praktisk økonomi & finans*, 27, 91-99.

Thyness, E. (2005). Fusjoner og oppkjøp – juridiske aspekter. *Praktisk økonomi & finans*, 22(04), 15-28

Wiersholm. (2017). *Preferanseaksjer – en ny vår for glemt instrument?* Hentet fra:

<http://www.wiersholm.no/current/Nyheter/Kronikk-i-Finansavisen---preferanseaksjer>

Wig, K. (2016). Finansielle eller industrielle nye eiere til bedriften? *Remis*.

Aabø-Evensen, O. K. (2011). Om oppkjøp av selskaper og virksomhet: Oslo.

Vedlegg

Intervjuguide generelt

Innledning

- **Tusen takk for at du har satt av tid til å møte oss, og ønsker å komme med verdifulle innspill til vår oppgave.**
 - Vi er to masterstudenter ved Handelshøyskolen BI med fordypning i forretningsjus, skatt og regnskap.
 - Veilederen vår, Morten Lund, er tidligere partner i firmaet Vogt og Wiig, og nå høyskolelektor på Handelshøyskolen BI.
- **Oppgavens bakgrunn og formål**
 - Oppgaven vil ta sikte på å redegjøre for ulike finansieringsmuligheter selskaper benytter seg av ved oppkjøp. Videre også i hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan benyttes, og faktisk blir benyttet som et element i struktureringen av oppkjøpsfinansiering. Herunder hvilke muligheter og begrensninger asl./asal. § 8-10 bringer med seg. Bestemmelsen regulerer kjøperselskapets bruk av målselskapets aktiva for aksjeerverv.
 - For å heve oppgavens validitet ønsker vi å undersøker hvordan næringslivet forholder seg til bestemmelsen som sådan.
 - Gjerne eksemplifiser fra enten ditt eget selskap eller selskap som du har hørt om.
 - Vi ble tipset om temaet av vår veileder Morten Lund, som vi hadde som lærer i faget ”Selskapsrett – selskapsformer”
- **Praktisk informasjon**
 - Hvis det er greit, ønsker vi å ta opp intervjuene på lydbånd. Lydbåndene vil bare være tilgjengelig for oss to og bli slettet etter at oppgaven er levert.
 - Du har mulighet til å avbryte under enkelte spørsmål, ikke besvare spørsmål eller avslutte hele intervjuet når som helst.

Avslutning

- **Praktisk informasjon:**

- Kan vi benytte ditt navn, stilling og bakgrunn, i oppgaven for å skape mer troverdighet?
- Når vi er ferdig med intervjuet, skal vi transkribere intervjuet og deretter plukke ut relevant informasjon og sitater. Ønsker du å se over dette før oppgaven leveres?
- Det er bare å ta kontakt med oss dersom du kommer opp med noe som kan være av interesse for oss eller oppgaven
- Når vi er ferdig med å skrive oppgaven, kan den sendes til deg om dette er ønskelig.

Intervjuguide finansielt

Kapitalstruktur

- Hva er den vanligste kapitalstrukturen ved oppkjøp?
 - o Hva er de viktigste faktorene dere ser på? Hensynene dere tar?
- Hvor stor egenkapitalandel er vanlig?
 - o Og hvordan innhentes den nødvendige egenkapitalen?
 - o Hva krever bankene?
- Hvilke typer gjeldsinstrumenter er vanlig?
 - o Hva vektlegges ved valg av gjeldsinstrumenter?
 - o Er det tilfeller med finansiering med helt eller delvis basert på mellomformer som hybridkapital?
- Hvilken PE-filosofi benyttes for å finansiere oppkjøp?
 - o Forskjellige filosofier på å finansiere oppkjøp – industriell aktør,
- Foretar dere ofte restruktureringer i forbindelse med oppkjøp?
 - o Verdistrukturering av målselskapets balanse?
 - o Selskapsstruktur?
 - o Hvorfor?
 - o Kjenner dere til eksempler hvor en etterfølgende fusjon?
 - o Full tilgang til kassa for å tilbakebetale lånet?
 - Er dere klar over at dette reiser vanskelige juridiske spørsmål?
 - o Har du vært bort i en oppkjøpssituasjon hvor målselskapets aktiva blir benyttet som finansiering?
 - Er dere klar over at dette reiser vanskelige juridiske spørsmål?
- Det foreligger juridiske begrensninger ved asl./asal. § 8-10. Dette innebærer da hvorvidt en kan benytte målselskapets aktiva som sikkerheter/stille til rådighet, har du vært bort i dette før? I så fall, hvilke tilfeller?

Eksemplifisering av gråsonen til asl./asal. § 8-10

- Vi har noen eksempler som vi mener ligger i gråsonen til asl./asal. § 8-10, og i den forbindelse lurer vi på hva **du** mener faller innenfor og hva som faller utenfor bestemmelsen: Utbytte?
 - **EKS:** Oppkjøpet er foretatt, og kjøperselskapet velger å selge innmaten i målselskapet for deretter å kunne utbetale utbytte (innenfor utbytterammen).
- Selger reduserer målselskapets verdier før det selges, og selger dermed selskapet for lavere pris
 - **EKS:** Målselskapet er et selskap som har eier tomter til en verdi av 1 milliard. Selger har satt en pris på målselskapet til 2.5 milliarder. Kjøperselskapet får kun et lån av banken på 1.5 milliarder. Målselskapet selger derfor tomtene til en milliard og oppretter en mellombalanse slik at han kan ta ut dette som utbytte før han selger målselskapet for 1.5 milliarder til kjøperselskapet.
 - **EKS:** Hva hvis oppkjøpende selskap har tomter, selger de til målselskapet for EK tilførsel for å kunne kjøpe målselskapet, og det kjøperselskapets drift fortsetter som før hvor de kjøper tilbake tomtene etter etterspørsel fra målselskapet som til slutt vil få tilbake betalt all EK?
- Låneavtale hvor det avtales med banken på forhånd at det skal foretas en reduksjon av målselskapets verdier. Har dette noe betydning for lovligheten?
 - **EKS:** Evry, kjøpt opp et selskap, men hadde låneavtale med banken at de skulle selge innmaten for slik at de raskt kunne tilbakebetale gjelden.
 - **EKS:** Røkkes oppkjøp av Aker hvor det var en klausul i låneavtalen med DnB og Sparebank Nor at de skulle få tilbakebetalt lånet han tok opp ved at han skulle omstrukturere og selge for å kunne ta ut utbytte når han var i kontrollerende posisjon.
- Etterfølgende fusjon av målselskapet og kjøperselskapet?

Intervjuguide juridisk

Om intervjuobjektet:

- Kan du fortelle kort om din bakgrunn og dine erfaringer som gjør at du har kunnskap innenfor/angående oppkjøpsfinansiering?
- Har du erfaring med aksjeloven/allmennaksjeloven § 8-10?

Kapitalstruktur

- Hva er den vanligste kapitalstrukturen ved oppkjøp?
 - o Hvordan innhentes nødvendig egenkapital?
 - o Hvilke typer gjeldsinstrumenter vanlig?
 - Hva vektlegges ved valg av gjeldsinstrumenter?
 - o Er det tilfeller med finansiering av mellomformer som hybridkapital?
- Selskapsstruktur?

Asl./asal. § 8-10

- Hvordan vil du si at markedsaktørene i næringslivet tar stilling til asl./asal. § 8-10?
 - o Hvordan forholder potensielle investorer seg til asl./asal. § 8-10?
 - o I hvilken utstrekning vil du si at asl./asal. § 8-10setter begrensninger for markedsaktørene/Spekulasjonsoppkjøp?
 - o Ressurskrevende?
 - o Industri/bransje innenfor/utenfor?
- Hva er typisk for en oppkjøpssituasjon hvor målselskapets aktiva faktisk blir benyttet som et element i struktureringen av oppkjøpsfinansiering?

Eksemplifisering av gråsonen til asl./asal. § 8-10

- Vi har noen eksempler som vi mener ligger i gråsonen til asl./asal. § 8-10, og i den forbindelse lurer vi på hva **du** mener faller innenfor og hva som faller utenfor bestemmelsen:
 - Utbytte?

- **EKS:** Oppkjøpet er foretatt, og kjøperselskapet velger å selge innmaten i målselskapet for deretter å kunne utbetale utbytte (innenfor utbytterammen).
 - Se på selskapsstruktureringen
- Selger taper målselskapet før det selges, selger dermed selskapet for lavere pris
 - **EKS:** Målselskapet er et selskap som har eier gravemaskiner til en verdi av 1 milliard. Selger har satt en pris på målselskapet til 2.5 milliarder. Kjøperselskapet får kun et lån av banken på 1.5 milliarder. Selgeren selger derfor maskinene til en milliard og oppretter en mellombalanse slik at han kan ta ut dette som utbytte før han selger målselskapet for 1.5 milliarder til kjøperselskapet.
 - **EKS:** Hva hvis oppkjøpende selskap har gravemaskiner, selger de til målselskapet for EK tilførsel for å kunne kjøpe målselskapet, og det oppkjøpende selskapets drift fortsetter som før hvor de kjøper tilbake gravemaskiner etter etterspørsel fra målselskapet som til slutt vil få tilbake betalt all EK?
 - Relevant med ”i forbindelse”?
- Låneavtale hvor tapping av målselskapet er avtalt på forhånd med banken. Har dette noe betydning for lovligheten?)
 - **EKS:** Evry, kjøpt opp et selskap, men hadde låneavtale med banken at de skulle selge innmaten for slik at de raskt kunne tilbakebetale gjelden.
 - **EKS:** Røkkes oppkjøp av Aker hvor det var en klausul i låneavtalen med DnB og Sparebank Nor at de skulle få tilbakebetalt lånet han tok opp ved at han skulle selg

innmaten og ta ut utbytte når han var i kontrollerende posisjon.

- Hvordan tar bankene stilling til dette?
- Etterfølgende fusjon av målselskapet og kjøperselskapet?

Personlige oppfatninger knyttet til vår problemstilling

- Mener du at asl./asal. § 8-10 ivaretar samfunnsmessige hensyn?
- Hvordan vurderer du viktigheten av å belyse det temaet som vår oppgave tar for seg?
- **Til slutt, har du noen ytterligere kommentarer eller synspunkter knyttet til vår oppgave?**