



BI Norwegian Business School - campus Oslo

GRA 19703

Master Thesis

Thesis Master of Science

Er reglene om generell tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 6 fornuftig utformet? - En kvalitativ analyse basert på sentrale markedsaktørers erfaringer

Navn: Simon Danielsen, Dag Lermo Tosterud

Start: 15.01.2021 09.00

Finish: 01.07.2021 12.00

Masteroppgave - Forretningsjus og Økonomi ved Handelshøyskolen BI

— Er reglene om generell tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser i

verdipapirhandelloven kapittel 6 fornuftig utformet? —

En kvalitativ analyse basert på sentrale markedsaktørers erfaringer

GRA 19703 – Master Thesis

Utleveringsdato:

15.01.2021

Innleveringsdato:

01.07.2021

Veileder:

Morten Lund

“Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI eller intervjuobjektene går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket.”

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	4
FORORD	5
FORKORTELSER.....	6
1.0 INNLEDNING.....	7
1.1 OPPBYGNING OG BAKGRUNN FOR VALG AV OPPGAVE	7
1.1.2 NUES (The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance)	11
1.2 HVORDAN TILBUDSPLIKT KAN INNTRE	12
1.2.1 Tilbudsplicht ved kjøp i markedet.....	12
1.2.2 Tilbudsplicht ved oppkjøp/virksomhetsoverdragelser.....	12
1.2.3 Tilbudsplicht ved restrukturering av gjeld og egenkapital i selskaper med økonomiske problemer	13
1.3 M&A-MARKEDET I NORGE	14
1.4 PROBLEMSTILLING OG OPERASJONALISERING AV BEGREPER.....	14
1.5 AVGRENSNING	18
DEL I: METODE	19
2.0 FORSKNINGSPROSESSEN OG METODE	19
2.1 METODISK TILNÆRMING	19
2.2 INDUKTIV OG DEDUKTIV TILNÆRMING	19
2.3 KVANTITATIV OG KVALITATIV METODE.....	19
2.4 FORSKNINGSPROSESSEN.....	20
2.5 FORSKNINGSDESIGN.....	21
2.6 PRIMÆR - OG SEKUNDÆRDATA.....	22
2.7 PROBLEMSTILLING	23
3.0 EMPIRISK METODE	24
3.1 INNSAMLING AV DATA	24
3.2 INTERVJUOBJEKTENE	24
3.3 INTERVJUGUIDE	26
3.4 GJENNOMFØRING AV INTERVJUENE.....	28
3.5 ANALYSE AV DATA	29
3.6 EVALUERING AV DATAMATERIALET.....	30
3.6.1 Reliabilitet	30
3.6.2 Validitet.....	31
DEL II: GJENNOMGANG AV RELEVANT TEORI	32
4.0 TEORI.....	32
4.1 INNLEDENDE OM PLIKTIG TILBUD VED OPPKJØP OG DENS HISTORIE	32
4.2 TILBUDSPLIKTREGLENE BETYDNING - ET BANALT EKSEMPEL.....	35
4.3 KONTROLLPREMIE	37
4.4 LEGISLATIVE HENSYN BAK REGLENE OM TILBUDSPLIKT	38

4.5 FORUTSIGBARHET	40
4.6 TILBUDSPRISEN VED OPPKJØP	41
4.7 NOEN TYPISKE EKSEMPLER PÅ OPPKJØPSSITUASJONER	42
4.7.1 Tilbudsplikt etter frivillig tilbud	42
4.7.2 Tilbudsplikt uten forutgående frivillig tilbud	43
4.7.3 Tilbudsplikt ved oppkapitalisering/konvertering av gjeld til egenkapital.....	44
4.7.4 Aksjeemisjoner	45
4.7.5 Videre om tilbudsplikt ved oppkapitalisering.....	46
4.7.6 Axactor-saken.....	48
4.8 KONSOLIDERING	49
4.8.1 SeaDrill-saken	51
4.9 UNNTAK FRA TILBUDSPLIKTEN	53
4.9.1 Siem Offshore-saken	54
4.9.2 Børsens tolkningspraksis	58
4.9.3 Belships-saken.....	60
4.9.4 Betydning for minoritetsaksjonærer som deleiere i et børsnotert selskap	62
4.10 FLEKSIBILITET I TILBUDSPLIKTREGELVERKET UTENFOR NORGE	63
4.11 BINDENDE FORHÅNDSUTTALELSER	64
4.12 VERDIPAPIRLOVUTVALGETS UTREDNING NOU 2019:1	65
4.13 BINDENDE FORHÅNDSUTTALELSER UTENFOR VERDIPAPIRRETEN	68
4.14 EURONEXT GROWTH.....	68
5.0 OPPSUMMERING AV DEL II	71
DEL III: ANALYSE OG DISKUSJON	74
6.0 ANALYSE OG DISKUSJON AV INTERVJUENE	74
6.1 STRUKTUR VED OPPKJØP OG OPPKAPITALISERING	75
6.1.1 Oppkjøp ved erverv av aksjer.....	76
6.1.2 Oppkapitalisering	81
6.1.3 Axactor-saken.....	82
6.2 KOSTNADSDRIVERE VED OPPKJØP.....	86
6.3 REGLENE OM GENERELL TILBUDSPLIKT SLIK DE ER.....	87
6.4 TILBUDSPLIKTENS «FAKTISKE» KOSTNAD.....	90
6.5 LOVGIVERS FORSØK PÅ Å ADRESSERE UHELDIGE KONSEKVENSER AV OPPKAPITALISERINGSTILFELLER GJENNOM MIDLERTIDIG LOVENDRING	91
6.6 LEGISLATIVE HENSYN MED REGELVERKET	93
6.7 BINDENDE FORHÅNDSUTTALELSER	96
6.8 EN «VERDEN» UTEN REGLER OM GENERELL TILBUDSPLIKT	101
6.8.1 Fornuftighetsvurdering	103
6.9 REGLENE OM GENERELL TILBUDSPLIKT – PÅVIRKNING I OPPKAPITALISERINGSTILFELLER ..	103
6.10 UTRUSTNING AV TILBUDSMYNDIGHETEN	104
6.11 EURONEXT GROWTH.....	105
DEL IV: HOVEDFUNN OG KONKLUSJON	109

7.0 HOVEDFUNN	109
8.0 KONKLUSJON - FORSLAG TIL ENDRET LOVHJEMMEL OG DISPENSASJONSLØSNING.....	114
8.1 USIKKERHET VED RESULTATENE.....	116
8.2 NORMATIV DISKUSJON	117
8.3 FORSLAG TIL VIDERE STUDIER.....	117
9.0 LITTERATURLISTE.....	120
10.0 VEDLEGG	129
VEDLEGG 1: INTERVJUGUIDE: FINANSIELLE OG JURIDISKE SPØRSMÅL	129
VEDLEGG 2: RAMMEVERK FOR INTERVJUPROSESSEN.....	132

Sammendrag

Denne masteroppgaven omhandler en vurdering av dagens regler om generell tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 6, med særlig utgangspunkt i oppkjøp og oppkapitaliseringer. Tilbudsplikt er en transaksjonskostnad og utløses ved erverv av aksjer over visse terskelverdier som følger av loven. Den skal gi de øvrige aksjonærene mulighet til å selge seg ut av selskapet ved et kontrollskifte, samt besørge at alle aksjonærene likebehandles og får ta del i samme kontrollpremie.

Selv om loven oppstiller enkelte unntakstilfeller for tilbudsplikten belyser vi, gjennom rettspraksis, at det kan være problematisk å forholde seg til rekkevidden av unntaksbestemmelsene. Dette forsterkes av tilbudsmyndighetens adgang til å skjønne over «særlige tilfeller» i kombinasjon med Børsklagenemdens adgang til å oppheve tilbudsmyndighetens vedtak. Videre differensierer ikke loven mellom oppkjøp og oppkapitaliseringer, som ofte kan tenkes å ha vidt forskjellige formål. I den forbindelse undersøker vi hvorvidt bindende forhåndsuttalelser kan fungere som en egnet løsning for å adressere den nevnte usikkerheten, og om oppkapitaliseringer burde være, på nærmere vilkår, fritatt tilbudsplikt. Dette undersøker vi ved bruk av teori og gjennom intervjuer av sentrale markedsaktører. Markedsaktørene vi har valgt til intervjuutvalget vårt har mye kunnskap og bred erfaring innen oppgavens tematikk, og har gitt verdifulle innspill til oppgaven.

Funnene våre tilsier både at tilbudsplikt ved oppkapitalisering kan fremstå lite hensiktsmessig og nærmest motstridende med de hensyn lovverket ivaretar, og at bindende forhåndsuttalelser tenkelig kan fungere som et virkemiddel i å eliminere all usikkerhet forut for en planlagt transaksjon. Dette fordrer imidlertid at det gjennomføres på en egnet måte. Et slikt system anser vi dessuten å være positivt for dynamikken og aktiviteten på oppkjøpsmarkedet i Norge.

Funnene våre vurderes opp mot rettspraksis og dagsaktuelle saker, hvor vi problematiserer utfallet etter dagens regelverk. Oppgaven baserer seg i all hovedsak på selskaper notert på Oslo Børs, men vi berører også Euronext Growth, da vi anser problematikken vi belyser å være aktuell også på denne markedsplassen.

Førord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på vår Master of Science i Forretningsjus og Økonomi ved Handelshøyskolen BI Oslo. Studiet, og særlig vår fordypning i finans og finansieringsrett, har bidratt med kunnskap og interesse for verdiskapning ved virksomhetsoverdragelser på markedet for børsnoterte selskaper i Norge.

Bakgrunnen for valg av tema har flere utspring. For det første er M&A markedet et marked med mye aktivitet og med store verdier i spill. Prosessen for oppkjøp av børsnoterte foretak i Norge har i lang tid vært preget av mange reguleringer, herunder reglene om pliktig tilbud og tilhørende bestemmelser. Antagelsen i et effisient marked er at aktører og/eller investorer som kan skape mest mulig verdi i en virksomhet vil og bør kontrollere selskapet. En av aksjemarkedets viktigste roller er således å overføre ressurser til den som verdsetter dem høyest, det vil si å legge til rette for kontrollskifter. Regler som kompliserer virksomhetsoverdragelser kan dermed anses problematiske. Dette har vært adressert i andre europeiske land, herunder Danmark, Sverige og England, men tilsvarende diskusjoner har ikke funnet sted i Norge.

For det andre har utbruddet av Covid-19 pandemien ført til et økt behov for fleksibilitet i næringslivet. Et rigid regelsett vil kunne være til hinder for nødvendige restruktureringer av selskaper gjennom kapitalforhøyelser og/eller ved konvertering av gjeld til egenkapital. Det kan være snakk om selskaper med store finansielle problemer hvor annen type finansiering kan være vanskelig å få til grunnet markeds- eller selskapsspesifikke forhold. Hovedformålet med oppgaven er således å undersøke om de ovennevnte regler er til hinder for at ellers økonomisk effektive transaksjoner finner sted.

Arbeidet har vært utfordrende, men svært givende. Vi ønsker å rette en stor takk til Morten Lund for veiledning og mange interessante samtaler. Videre har oppgaven i svært stor grad vært avhengig av innspill fra aktører i næringslivet, og vi er særlig takknemlige overfor Arne Tjaum (Partner i BAHR), Karl Otto Tveter (tidligere M&A-sjef i Orkla), Jo Isaksen (Investment Banking DNB Markets), Dag-Erik Rasmussen (partner i Wikborg Rein) og Bjørn Løvenskiold (Head of Corporate Finance i Arctic Securities) for deres bidrag.

Forkortelser

Asal. – Allmennaksjeloven

Asl. - Aksjeloven

EU – Den Europeiske Union

EØS – Det Europeiske Økonomiske Samarbeidsområde

IPO – Initial Public Offering (børsnotering)

Jf. – Jamfør

M&A – Mergers and Acquisitions

MTF - Multilateral Trading Fasilitet

NOU - Norges offentlige utredninger

NUES – Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse

OB – Oslo Børs (hovedlisten)

Ot.Prp. – Odelstingsproposisjon

PE - Private Equity

ROIC – Return on Invested Capital/avkastning på investert kapital

Vphl. – Verdipapirhandelloven

1.0 Innledning

1.1 Oppbygning og bakgrunn for valg av oppgave

Det følger av aksjelovgivningen at aksjeselskaper har et vinningsformål. Dette følger ikke direkte av lovens bestemmelser, men forutsettes av asl. § 1-1 tredje ledd nr. 2 og asl. § 2-2 annet ledd. Aksjeloven baserer seg på aksjeselskapers grunnleggende formål om å bidra til verdiskapning, normalt sett ved at samfunnets ressurser utnyttes optimalt.¹ Loven gjelder ikke for *selskaper som ikke har økonomisk formål med mindre selskapet i stiftelsesgrunnlaget er betegnet som aksjeselskap*, jf. asl. § 1-1 tredje ledd nr. 2, og har således bare et obligatorisk anvendelsesområde på selskaper med økonomisk formål.² Det legges til grunn at selskaper som driver en form for forretningsvirksomhet antas å ha et økonomisk formål.³ At selskapet oppnår overskudd eller at eventuelt overskudd går til ideelle formål er ikke av betydning.⁴ For at et selskap skal anses å ha et *ikke-økonomisk* formål må virksomheten ha en *ikke-økonomisk egenverdi*⁵ hvor vitenskapelige, religiøse eller kulturelle formål⁶ kan nevnes som eksempler på slike verdier. Det siktes således til at selskaper med et økonomisk formål hovedsakelig har som formål å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte, jf. asl. § 2-2 annet ledd. Virksomhetsoverdragelser og/eller restrukturering av selskaper vil følgelig kunne bidra til oppfyllelse av overnevnte formål.

Videre er det hensiktsmessig å nevne at selskapets vedtektsfestede virksomhet, altså selskapets formål, er det virksomheten operasjonelt skal drive med for å oppnå økonomisk vinning. Vinningsformålet betyr at selskapet stiftes med det klare formål om å gi økonomisk avkastning. Aksjonærer investerer sine penger i aksje- og allmennaksjeselskaper for å oppnå maksimal avkastning på egen investering. Vinningsformålet skal også gi kreditorer, ansatte og øvrige medkontrahenter en forsikring om at selskapet tar beslutninger som har til hensikt å gi økonomisk avkastning. Dette er for å sikre at selskapet kan betjene sine økonomiske

¹ (Truyen, 2005 s. 105) og (Bråthen, 2017 s. 67 & 73)

² (Andenæs, 2016 s. 88)

³ (Augdahl, 1959 s. 19-20)

⁴ (Andenæs, 2016 s. 22)

⁵ (Aarbakke et al., 2015 s. 88-89) og (Augdahl, 1959 s. 19-20)

⁶ (Aarbakke et al., 2015 s. 632)

forpliktelser overfor disse interessentene. Det vil derfor være utfordrende for selskaper å påta seg lån/gjeld fra banker eller andre kreditorer dersom det ikke drives med formål om å tjene penger. Det er for øvrig viktig å bemerke at vinningsformålet i seg selv ikke er noen garanti for at økonomiske forpliktelser overholdes i henhold til betingelsene, men det er like fullt viktig for selskapets interessenter å vite at selskapet skal driftes med et klart formål om profit. Vinningsformålet er grunnlaget for det private initiativ i næringslivet, som er svært viktig i markedsøkonomien.

I forbindelse med vinningsformålet foretar aksjeloven en avveining mellom de ulike interessentenes rettigheter i selskapet. Kreditorer har for eksempel krav på dekning av sine forfalte krav før selskapet kan dele ut utbytte til aksjonærer dersom det ikke foreligger tilstrekkelige midler til å gjøre begge. Det foreligger altså ikke et vilkår om at alle forfalte kreditorerkrav må være oppgjort før utbytte kan utdeles aksjonærene, men en utdeling kan følgelig ikke gå på bekostning av kreditorenes dekning.

Aksjelovens avveining er likevel ikke sammenfallende med at vinningsformålet begrenses; det skal forsøkes å skape verdier for aksjonærene (gjennom utbytte og/eller verdistigning på aksjen) og sikre kreditorinteresser. I avveiningen kan det merkes at et selskap kan gå godt uten at den balanseførte egenkapitalen øker, gjennom for eksempel verdistigning på aksjen. Dette vil følgelig ha implikasjoner på selskapets anledning til å utdele utbytte. Det vil derfor ikke være noen direkte sammenheng mellom selskapets økonomiske suksess og utbyttemuligheten – og her foretar aksjeloven avveiningen mellom de ulike interessentene. Selskapets formelle utbytteadgang er regulert av to faktorer, den beror både på den balanseførte egenkapitalen etter asl. /asal. § 8-1 og at utdelingen ikke er i strid med forsvarlig egenkapital og likviditet etter asl. /asal. § 3-4.

Aksjelovgivningen i sin helhet oppstiller for øvrig en rekke bestemmelser som skal “beskytte” selskapskapitalen mot aksjonærene og sørge for at de øvrige partenes interesser ivaretas. Dette kommer frem i asl. /asal. § 3-4 om forsvarlig egenkapital, § 3-5 om handleplikt ved tap av egenkapital og § 3-6 om utdelinger fra selskapet. Det finnes videre flere begrensninger i vinningsformålet i annen lovgivning. Eksempler på dette er vinning som går på bekostning av miljøet (forurensning),

samt vinning som er til fare for liv og helse. Dette innebærer at det er en forutsetning for investering at faren for skade reduseres, eventuelt at virksomheten forbys som følge av skaden den påfører samfunnet.

Hensynet til samfunnet, som kan anses å være en egen interessentgruppe, står sentralt i denne sammenheng. Selskaper vil i konkurranse med hverandre forsøke å oppnå konkurransefortrinn. Dette leder til mer effektiv bruk av samfunnets ressurser (samfunnsøkonomisk effektivitet), teknologiske fremskritt og innovasjon. Videre er det essensielt at ressurser utnyttes på best mulig måte, og dette kan knyttes direkte til selskapers formål om å bidra til verdiskapning. Virksomheter som driftes *effektivt/godt* vil i større grad bidra til sysselsetting og skatteinntekter til staten, som igjen vil bidra til å bygge velferdssamfunnet Norge er fundert på. Aksjemarkedet spiller en viktig rolle for den økonomiske utviklingen både nasjonalt og internasjonalt, fordi velfungerende aksjemarkeder bidrar til å kanalisere kapital til de investeringsprosjektene som antas å være mest lønnsomme, og vil dermed føre til en god samfunnsøkonomisk utnyttelse av ressursene. Effektiv ressursbruk er med andre ord avgjørende for økonomisk vekst og sosial velferd. Det kreves kontinuerlig og målrettet arbeid for å sikre at selskapers ressurser blir brukt så godt som mulig, og at disse ressursene blir allokert og omdisponert til den eller de som er mest egnet.

Selskapers aksjonærer spiller en avgjørende rolle i denne prosessen. Avkastning på investert kapital (ROIC) skaper et incitament for eksisterende og potensielle aksjonærer til å innhente informasjon om selskapets fremtidige muligheter, samt å realisere den økonomiske verdien av denne informasjonen ved å påvirke selskapets virksomhet på generalforsamling. En ønskelig virksomhetsoverdragelse kan være et resultat av det ovennevnte incentivet, og kan skape merverdier. Dette gjøres hovedsakelig gjennom å skifte ut ineffektiv ledelse og realisere synergier.⁷ For å kunne gjennomføre slike endringer er det aksjonærene som innehar majoritetsandelen i selskapet som vil få gjennomslag for sitt ønske grunnet deres kontrollerende innflytelse i selskapet.

⁷ (Schuster, 2013 s.529)

I kontrollerende innflytelse legger vi et alminnelig flertallskrav, jf. asl. § 5-17. I dette ligger det blant annet myndighet til å velge styret jf. asal. § 6-3 første ledd.

Den kan for ordens skyld nevnes at en aksjonær kan ha *faktisk kontrollerende innflytelse* til tross for en lavere eierandel enn 50 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et selskap. Dette forekommer typisk i store selskaper med spredt aksjonærbase.

Det er utvilsomt at kontroll på selskapets generalforsamling har en økonomisk verdi. Poenget med resonnementet kan oppsummeres på følgende måte; tilbudsplikt ved virksomhetsovertagelse kan øke kostnadene ved kontrollskifte og redusere insentivet aksjonærene har til å anskaffe ny informasjon om fremtidige forretningsmuligheter. Tilbudsplikt kan også vanskeliggjøre nødvendige restruktureringer av selskaper, som følgelig vil være ugunstig for alle interessentgruppene vi har redegjort for.

Risikoen for ineffektiv bruk av ressurser vil tenkelig også øke som et resultat av dette. En grunnleggende antagelse i et velfungerende finansmarked er at den eller de som kan utnytte et selskaps ressurser og kapasitet best, og dermed legge til rette for å produsere aksjeeierne økonomisk utbytte, også vil være de som (bør) ha kontrollerende innflytelse i selskapet. I tillegg er det verdt å nevne at behovet for restruktureringer i næringslivet er mer nødvendig nå enn noen gang som følge av den pågående Covid-19 pandemien. Restruktureringer som utløser tilbudsplikt kan derfor fremstå verdihemmende i situasjoner hvor alternativet er konkurs. Dette er noe vi har undersøkt nærmere i denne masteroppgaven.

Videre må disse argumentene avveies mot risikoen for at kontrollskifter/virksomhetsoverdragelser kan være til skade for andre aksjonærer, og især minoritetsaksjonærene i selskapet. Et selskap består i all hovedsak av to typer eiere; majoritetsaksjonær(ene) som er kontrollerende eier(e) og minoritetsaksjonærene som har mindre enn en kontrollerende eierandel. De to ulike aksjonærgruppene kan ha motstridende interesser, og det er således en lovgiveroppgave å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser. En aksjonær med en liten eierandel kan ikke være en fullverdig deltaker i eierstyring og selskapsledelse, og samspillet med majoritetene kan derfor til tider være komplisert. I de fleste tilfeller innebærer beskyttelsen av små aksjonærer å begrense

majoritetsaksjonærenes- og styrets mulighet til å misbruke sin makt. Alle normer fastsatt ved lov er ment for å styrke minoritetsaksjonærenes posisjon og involvere dem i styringsprosessen.

Det er ingen tvil om at enkelte eierendringer kan redusere verdien av minoritetenes aksjeposter i selskapet, men det finnes lite empirisk støtte for at selskapsendringer systematisk svekker deres posisjon.⁸ En endring er i all hovedsak drevet av at endringen vil ha positive effekter på selskapets drift. Studier utført både i Sverige og andre steder indikerer faktisk at resultatet typisk er det motsatte, og at minoritetsaksjonærene drar nytte av disse endringene.⁹ Risikoen for at en ny kontrollerende aksjonær vil bruke sin posisjon til å skade minoritetsaksjonærene bør derfor ikke motvirkes med begrensninger som kompliserer eierskifte eller restruktureringer i seg selv. I tillegg er minoriteten til dels beskyttet av andre reguleringer i eksempelvis selskapslovgivningen.

1.1.2 NUES (The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance)

Avslutningsvis i punkt 1.1 drøftet vi skjæringspunktet mellom effektiv allokering av kontroll og ressurser ved virksomhetsoverdragelser og risikoen for at nevnte overdragelse kan være til skade for især minoritetsaksjonærene.

Det er i den forbindelse verdt å nevne at NUES, eller The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance, også har som formål å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser. Her anbefales det for eksempel i pkt. 8 at selskapets styre bør settes sammen slik at det ivaretar aksjonærfellesskapets interesser og at alle betydelige aksjonærer er representert. Det legges særlig vekt på styrets uavhengighet og kompetanse.

NUES inneholder riktignok kun retningslinjer om prinsipper for eierstyring og selskapsledelse (*corporate governance*) og kan således fravikes. Dette må eventuelt begrunnes, jf. det såkalte «Comply or Explain» prinsippet. Brudd på corporate governance prinsipper får ingen direkte rettsvirkning, selv hvor det ikke foreligger en begrunnelse for at retningslinjene er fraveket. Dette kan sies å være den grunnleggende forskjellen mellom corporate governance prinsipper og lovgivning.

⁸ (Skog, 1997 s. 53)

⁹ (Skog, 1997 s. 53)

En beslutning i tråd med aksjeloven, men i strid med NUES, er likevel gyldig. Ved stadig brudd på retningslinjene er det dog en risiko for sanksjoner - og i lengste utstrekning utestengelse av børsen - men dette vil i så fall omfatte grovt mislighold. Mer praktisk vil brudd være *bad for business*, og kan for eksempel vanskeliggjøre kapitalinnhenting eller andre selskapelige omstillinger.

I lys av minoritetsaksjonærenes behov for beskyttelse gjennom lovgivning og NUES har det klare utgangspunktet for våre undersøkelser vært at dette vernet følgelig ikke må svekkes. Likevel mener vi at dagens løsning ikke er optimal – selv ikke for minoritetsaksjonærene. Dette drøfter vi ytterligere senere i oppgaven.

1.2 Hvordan tilbudsplikt kan inntre

Denne oppgaven vil i hovedsak ta for seg tre typer tilfeller hvor regelverket om tilbudsplikt vil gjøre seg gjeldende. Under følger en kort redegjørelse for disse tilfellene og hva som skiller dem.

1.2.1 Tilbudsplikt ved kjøp i markedet

Her siktes det til situasjoner hvor en eksisterende eller ny investor kjøper aksjer i et selskap, og på den måten overstiger grensen for tilbudsplikt. Dette kan innebære at vedkommende overstiger $\frac{1}{3}$ av de stemmeberettigede aksjene i selskapet jf. vphl. § 6-1 første ledd, eller gjentatt tilbudsplikt (40/50 prosent terskelen) jf. vphl. § 6-6 første ledd.

1.2.2 Tilbudsplikt ved oppkjøp/virksomhetsoverdragelser

I en slik situasjon siktes det til en eksisterende eller ny investor som ønsker å kjøpe alle utestående aksjer i et selskap for å oppnå full kontroll på generalforsamling. Dette fordrer at vedkommende interessent makter å anskaffe minimum 90 prosent av selskapets utestående eierandeler, slik at minoriteten kan tvangsinnløses jf. vphl. § 6-22 første ledd jf. asl. /asal. §§ 4-26 og 4-25. Strukturelt er det mest normalt at det fremmes et frivillig tilbud betinget av en akseptgrad på 90 prosent.

Det kan for ordens skyld nevnes at det også forekommer tilfeller hvor tilbyder tar til takke med en eierpost under den typiske betingelsen på 90 prosent, for enten å fusjonere (hvis kvalifisert flertall er oppnådd), jobbe seg videre oppover over tid

eller og forbli aksjonær med eierskapet som er anskaffet. Dette vil imidlertid typisk ikke være å betegne som et «vellykket oppkjøp»¹⁰.

1.2.3 Tilbudsplikt ved restrukturering av gjeld og egenkapital i selskaper med økonomiske problemer

Restrukturering av gjeld og egenkapital i selskaper med økonomiske problemer er normalt basert på tre bærebjelker bestående av i) nedskrivning av eksisterende aksjekapital (hvor mye avhenger av hvilke verdier som finnes i selskapet) og ii) forhøyelse av aksjekapitalen, som kan skje ved enten iii) en rettet emisjon med det formål å tilføre selskapet kapital (kontantinnskudd) eller ved en konvertering av kreditors gjeld til aksjer/egenkapital. Ofte vil en restrukturering bestå av en kombinasjon av det overnevnte.

Restruktureringer gjennomføres ofte på bakgrunn av at en virksomhet er i økonomiske vanskeligheter og har tyngende gjeldsbyrde. Denne transaksjonstypen skiller seg fra tradisjonelle oppkjøp og er ikke knyttet til et ønske om å oppnå kontroll på selskapets generalforsamling.

Oppgaven vår tar primært utgangspunkt i kapitalforhøyelser gjennom rettede (krise)emisjoner ved kontantinnskudd. Vi behandler også gjeldskonverteringer (se [punkt 4.9](#) om unntak fra tilbudsplikten og [punkt 4.9.1](#) om Siem Offshore), men dette tillegges mindre vekt på bakgrunn av at det som oftest er finansinstitusjoner som deltar i gjeldskonverteringer og således, i et begrenset omfang, er fritatt fra tilbudsplikten, jf. vphl § 6-3.

I det videre vil kapitalforhøyelser gjennom rettede (krise)emisjoner ved kontantinnskudd refereres til som «oppkappinger». I redegjørelsen vår av gjeldskonverteringer vil dette presiseres uttrykkelig og følgelig derfor ikke falle inn under begrepet «oppkappinger».

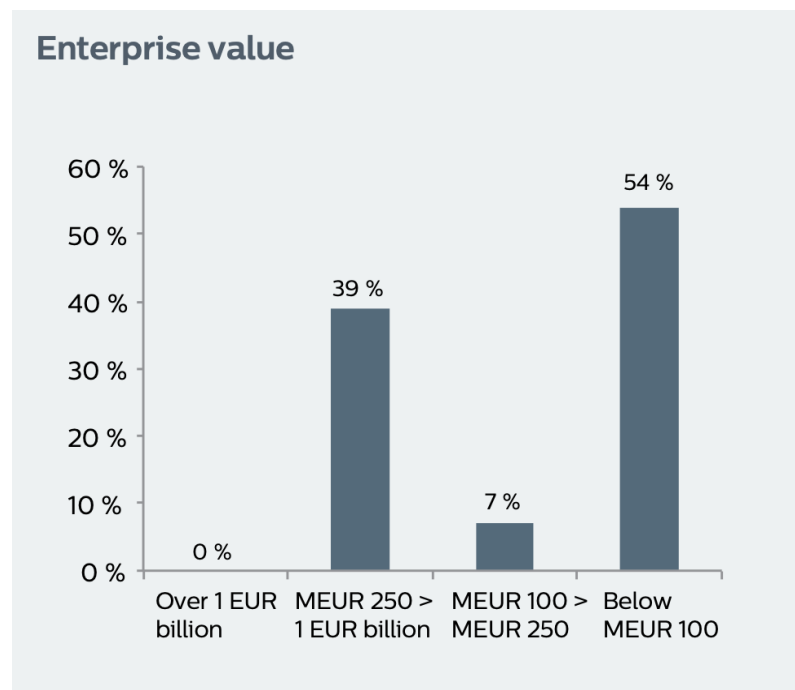
På bakgrunn av at man kan tre inn i en tilbudspliktig situasjon gjennom oppkappinger og gjeld- til egenkapitalkonverteringer, eller ved en kombinasjon av disse, har vi valgt å benytte begrepet «restruktureringer» som

¹⁰ (Bjørn Løvenskiold, 26.05.2021)

samlebetegnelse for når vi viser til transaksjoner som kan bestå av begge de overnevnte elementene.

1.3 M&A-markedet i Norge

Antall overtakelser på Oslo Børs har vært stabilt de siste årene med om lag 5-10 årlige transaksjoner og overtakelsesforsøk. Det fremkommer av advokatselskapet BAHRS "Deal Study" fra 2020 at det var fem inngåtte avtaler i kalenderåret 2019. Det er store verdier som står på spill når det er snakk om oppkjøp, og i figur 1 under ser man prosentmessig andeler av transaksjoner i de ulike kostnadsintervallene:



Figur 1: Verdi på målselskap i de ulike transaksjonene (2019)

Med bakgrunn i det ovennevnte finner vi det således interessant å gjøre et dypdykk i det norske M&A markedet og foreta en analyse av innvirkningen tilbudspliktreglene har på forskjellige typer transaksjoner som foretas i selskaper notert på Oslo Børs.

1.4 Problemstilling og operasjonalisering av begreper

Hovedformålet med oppgaven er å undersøke hvorvidt reglene om tilbudsplikt med tilhørende bestemmelser i vphl. kapittel 6 kan være til hinder for gjennomføring av ellers effektive virksomhetsoverdragelser eller restruktureringer. Den som

planlegger et oppkjøp eller deltagelse i en restrukturering i et børsnotert selskap må forholde seg til tilbudsplikten, og disse ufravikelige reglene er å anse som en transaksjonskostnad i denne prosessen. På bakgrunn av de momenter som er nevnt i innledningen har vi utformet følgende problemstilling:

Er reglene om generell tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 6 fornuftig utformet?

Oppgavens formål og problemstilling fremmer flere begreper som kan være gjenstand for ulik tolkning. Det er derfor hensiktsmessig å forklare hva vi mener når vi anvender disse begrepene. Under følger en skjematisk oppstilling med operasjonalisering av begrepene:

Begrep	Operasjonalisering av begrep
Selskaper/virksomheter:	Allmennaksjeselskap som har aksjene sine notert på Oslo Børs. Vi benytter selskaper, børsnoterte selskaper og virksomheter om hverandre
Virksomhetsoverdragelse/oppkjøp:	Et erverv eller et forsøk på et erverv med målsetning om å oppnå full kontroll (100% av aksjene) i en virksomhet. Dette gjøres normalt gjennom erverv av 90% eller mer av selskapets utstedte aksjer gjennom et frivillig tilbud, for så å kunne tvangsinnløse de øvrige aksjonærene
Negativ kontroll over selskapet:	Aksjonær(er) som eier mer enn 1/3 av selskapets stemmeberettigete aksjer, og som kan hindre

	selskapsbeslutninger som forutsetter vedtektsendringer, derunder kapitalforhøyelse, kapitalnedsettelse, fusjon og fisjon samt utstedelse av visse typer finansielle instrumenter (etter kapittel 11 i aksjelovgivningen)
Effektive virksomhetsoverdragelser:	En transaksjon der kontrollen over selskapet overføres til aksjonæren med best forutsetning for å utnytte selskapets ressurser mest effektivt
Effisient marked:	Investoren som er best egnet til å skape verdi i et selskap bør inneha majoritetsandelen i selskapet, og få gjennomslag for sitt ønske grunnet sin kontrollerende innflytelse i selskapet
Preseptorisk:	Et ufravikelig regelverk
Tilbudsplikt:	Den som erverver en bestemt andel av de stemmeberettigede aksjene i et notert selskap, er forpliktet til å fremsette et tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet
Kontrollpremie:	Et beløp over markedsverdien av aksjen i et selskap som en kjøper er

	villig til å betale for å få kontroll over selskapet
Transaksjonskostnad:	Begrepet benyttes i en regnskapsmessig sammenheng: Transaksjonskostnader er kostnader som knyttes til erverv eller forsøk på overdragelse av virksomhet
Oppkapitalisering:	En eller flere kapitalforhøyelser, normalt gjennom en rettet (krise)emisjon, for å redde et selskap i økonomiske vanskeligheter
Restrukturering:	En samlebetegnelse for en eller flere kapitalforhøyelser, normalt gjennom en rettet (krise)emisjon, for å redde et selskap i økonomiske vanskeligheter og en konvertering av gjeld til egenkapital
Due diligence:	Due diligence, eller selskapsgjennomgang, er en prosess som gjøres i forbindelse med oppkjøp, fusjoner eller andre strategiske forandringer. En due diligence innebærer å samle inn og analysere informasjon om et selskap

--	--

Figur 2: Operasjonalisering av begreper

1.5 Avgrensning

Det vil naturligvis kun være oppkjøp/restrukturering av/i børsnoterte allmennaksjeselskaper som undersøkes i denne oppgaven, da det kun er aksjeerverv i disse virksomhetene som er underlagt reglene om tilbudsplikt i vphl. kapittel 6. Med «regulert marked» etter vphl. § 6-1 menes Oslo Børs eller Oslo Axess. Vårt fokus vil ligge på selskaper notert på hovedlisten, da det er svært få selskaper på Oslo Axess og heller ingen positiv utvikling. Dette ble vi gjort oppmerksom på gjennom e-post korrespondanse med Arne Tjaum den 07.01.2021.

Vi er likevel inne på Euronext Growth, til tross for at dette er en multilateral trading fasilitet (MTF) og derav ikke et “regulert marked”, i et forsøk på å besvare hvorvidt våre funn og konklusjon også er relevant for selskaper her, nå eller i fremtiden.

Videre avgrenses det mot en rekke bestemmelser i vphl. kapittel 6. Denne oppgaven vil ikke gi en uttømmende gjennomgang av alle bestemmelser i kapitlet, men fokuserer heller på de aspektene som er relevante for vår problemstilling. Eksempler på bestemmelser som særlig berøres er vphl. § 6-1 om tilbudsplikt ved aksjeerverv, § 6-2 om unntak for visse typer erverv, § 6-3 om unntak for visse institusjoner, § 6-5 om konsolidering, § 6-10 fjerde ledd om tilbudsprisen og § 6-11 om tilbudsperioden. Dermed vil det være flere bestemmelser som ikke gjøres rede for, som for eksempel vphl. § 6-13 om krav til tilbudsdokumentet, § 6-14 om godkjenning og offentliggjøring av tilbudet og § 6-16 om selskapets uttalelse om tilbudet. Dette er ikke en uttømmende liste over paragrafer som ikke berøres, men noen utvalgte eksempler. Dessuten er oppgaven geografisk avgrenset, og gjelder kun det norske markedet for børsnoterte selskaper.

Det er gjennom intervjuene gjort interessante funn som ikke vil undersøkes nærmere av hensyn til oppgavens omfang. Dette omhandler i all hovedsak funn tilknyttet tilbudsperioden i vphl. § 6-11, tilbyders uttalelsesfrihet etter fremmet bud samt noen spesialregler knyttet til børsnoterte selskaper med >10 prosent amerikanske aksjonærer. Oppgaven vår er derfor ikke uttømmende i forhold til

vurderingen av regelverkets fornuftighet. Dette er for øvrig momenter som kan være interessante for videre forskning ([punkt 8.3](#))

Del I: Metode

2.0 Forskningsprosessen og metode

2.1 Metodisk tilnærming

Dette kapittelet vil presentere de ulike metodiske verktøyene oppgaven tar i bruk, samt gjøre rede for hvorfor disse verktøyene er hensiktsmessige for vår oppgave.

2.2 Induktiv og deduktiv tilnærming

Hovedforskjellen mellom et induktivt og deduktivt resonnement er at den induktive metoden tar sikte på å utvikle en teori, hvorledes den deduktive metoden tar sikte på å teste en eksisterende teori. En induktiv tilnærming omhandler overgangen fra empiri til teori, hvilket betyr at hypoteser og teorier utformes basert på analysen og observasjoner. En deduktiv tilnærming tar utgangspunkt i teori, for så å utarbeide forskningsspørsmål eller hypoteser. Det ovennevnte medfører en overgang fra det generelle til det spesielle.¹¹ Vår oppgave består i all hovedsak av en teoridel som tar utgangspunkt i tidligere litteratur. Tilnærmingen er derfor hovedsakelig deduktiv.

2.3 Kvantitativ og kvalitativ metode

Generelt sett skiller man mellom to forskningsmetoder, nemlig kvantitativ og kvalitativ metode. Hvilken av disse metodene man anvender vil bero på problemstillingens art og oppgavens formål. Kvalitativ metode benyttes dersom dataen som samles inn ikke kan kvantifiseres i absolutte tallstørrelser. Kvalitativt data, som for eksempel intervjuer, observasjoner eller sekundærlitteratur, gir mulighet til å gå i dybden på et mindretall av forskningsobjekter, med den hensikt å utforme et mer helhetlig bilde av det berørte stoffet. Kvantitativ metode praktiseres ved bruk av kvantifiserbare størrelser og relaterer seg typisk til data som kan systematiseres i figurer/tabeller. Kvantitativ metode benyttes gjerne for å

¹¹ (Saunders et al., 2012)

illustrere trender, utvikling og hyppighet. Kvalitativ og kvantitativ metode er ulike, avhengig av hvordan data registreres og analyseres.¹² Under følger figur 3, hvor vi fremstiller vår kvalitative metode og dens formål.

Metode	Formål
Teorigjennomgang (kvalitativ)	Inngående gjennomgang av litteratur om tilbudsplikt, samt hvorfor oppkjøp og restruktureringer av selskaper er viktig i et samfunnsøkonomisk perspektiv
Intervju (kvalitativ)	Vi bruker intervjuer for å samle inn primærdata. Målet med dette er å bedre forståelsen for markedsaktørens tilnærming til oppkjøp og restruktureringer i børsnoterte selskaper. Det gir oss også et verdifullt innsyn i deres praktiske erfaringer. Våre intervjuer åpner for diskusjon om regelverket om tilbudsplikt

Figur 3: Forskingsmetode og formål

2.4 Forskningsprosessen

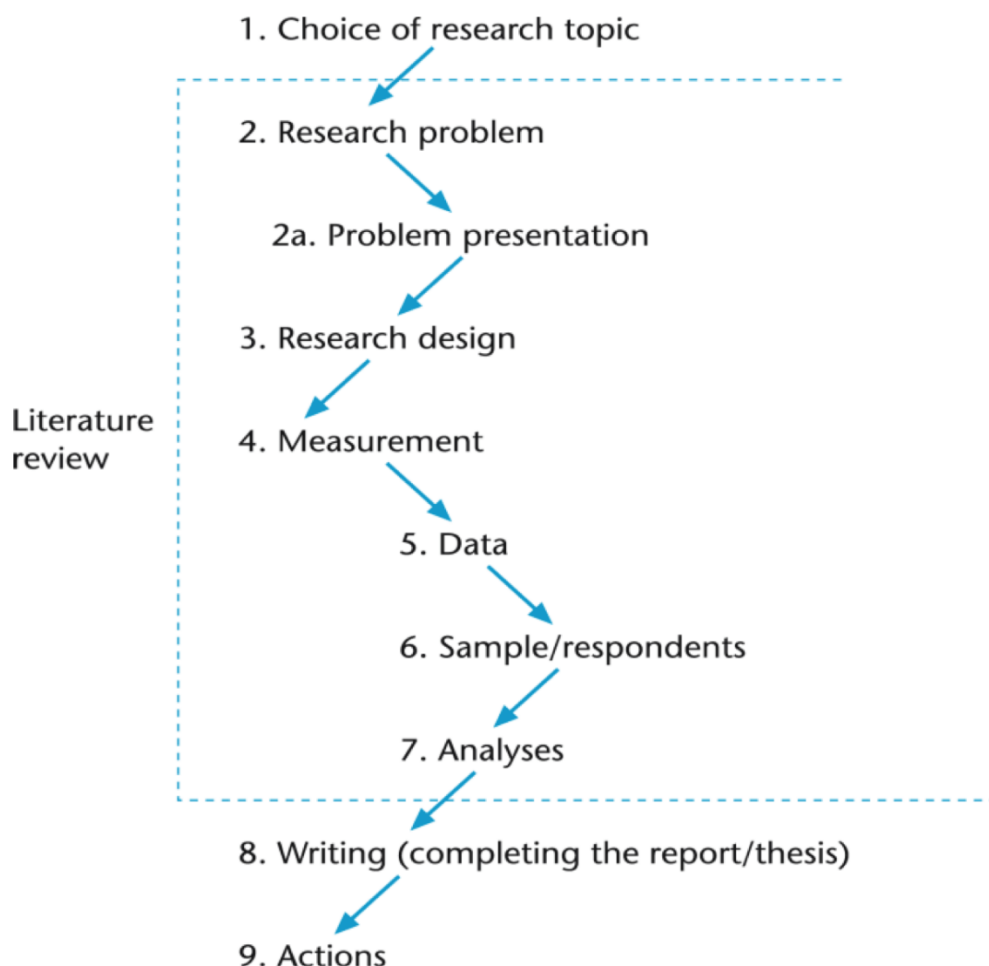
Forskningsprosessen baserer seg på kvalitative undersøkelser i kombinasjon med juridisk metode. Her vil rettsdogmatikk gjøre seg gjeldene; det vil si at oppgaven samler inn, bearbeider, systematiserer og presenterer rettsstoff knyttet opp mot vår problemstilling.¹³ For å kunne presentere rettsstoffet har vi innhentet oversikt over relevante rettskildefaktorer, som i all hovedsak utgjør lovtekster, forarbeider, rettspraksis (dommer på rettsområdet), juridisk litteratur samt reelle hensyn. De kvalitative undersøkelsene omhandler datainnsamling gjennom intervjuer/samtaler

¹² (Saunders et al., 2012)

¹³ (Kjønstad, 2013)

med aktører i næringslivet som har lang erfaring med virksomhetsoverdragelser og restruktureringer. Mer om dette kommer under [punkt 3](#) om empirisk metode.

Figur 4 nedenfor viser den forskningsmessige tilnærmingen for undersøkelsen denne oppgaven tar for seg. Figuren er hentet fra Ghauri og Grønhaug (2010), og viser kortfattet og presist den fremgangsmåten vi har for vår forskningsprosess:



Figur 4: Forskningsprosessen

2.5 Forskningsdesign

Kvalitativ forskningsmetode kan utformes på følgende måter; utforskende, beskrivende og/eller forklarende. Formålet med oppgaven er å utforske hvordan markedet vurderer og forholder seg til reglene om tilbudsplikt med tilhørende bestemmelser i vphl. kapittel 6, og på bakgrunn av dette anser vi den utforskende metode å være mest hensiktsmessig. Nevnte metode anses fordelaktig fordi den

fremstår fleksibel, for eksempel dersom ny informasjon avdekkes underveis, så kan vi justere for dette. Det utforskende studiet har innledningsvis et bredt fokus som etter hvert konsentreres og innsnevres. De øvrige metodene, beskrivende og forklarende, anvendes til å gjøre rede for funn samtidig som det muliggjør en evaluering av disse. Dette kan danne grunnlag for å generalisere, men intervjuene er basert på markedsaktørenes subjektive oppfatninger og vil ikke nødvendigvis være tilstrekkelig.¹⁴

2.6 Primær - og sekundærdata

Innsamling av data kan gjennomføres på to ulike måter, enten ved bruk av primær- eller sekundærdata. Data man samler inn selv kalles primærdata, men man kan også bruke data samlet inn av andre, også kalt sekundærdata. Vi gjennomfører semistrukturerte dybdeintervjuer med aktører fra næringslivet, og dette utgjør dermed innhenting av primærdata. Denne måten å strukturere intervjuene på innebærer at spørsmålene er forberedt på forhånd, men ikke standardiserte. Dette gir oss muligheten til å stille tilleggsspørsmål og åpne for utdypende forklaringer dersom vi finner dette hensiktsmessig underveis i intervjuet. Gode forberedelser gjør det mulig å være fleksibel og tilpasse seg de forskjellige intervjuobjektene. Fremgangsmåten sannsynliggjør at dataene blir mer detaljert.¹⁵

Vi har vært i samtaler med aktører i næringslivet som har lang erfaring med virksomhetsoverdragelser og restruktureringer, og som kjenner M&A markedet i Norge svært godt. Under [punkt 3](#) om metode redegjør vi nærmere for hvilke personer vi har intervjuet i forbindelse med forskningen vår. Selve intervjuene har vært gjennomført mellom oss og intervjuobjektet (en-til-en). Intervjuobjektene har alle til felles at de er forretningsadvokater/investeringsrådgivere med ekspertise innen oppkjøp og/eller restruktureringer, og intervjuene er forberedt likt til hvert enkelt intervjuobjekt. Vi har hele veien hatt en intensjon om å snakke med flere aktører fra næringslivet for å få innsikt i ulike synspunkter og innfallsvinkler. Intervjuene har vært gjennomført digitalt via Zoom eller Teams som følge av Covid-19 pandemien.

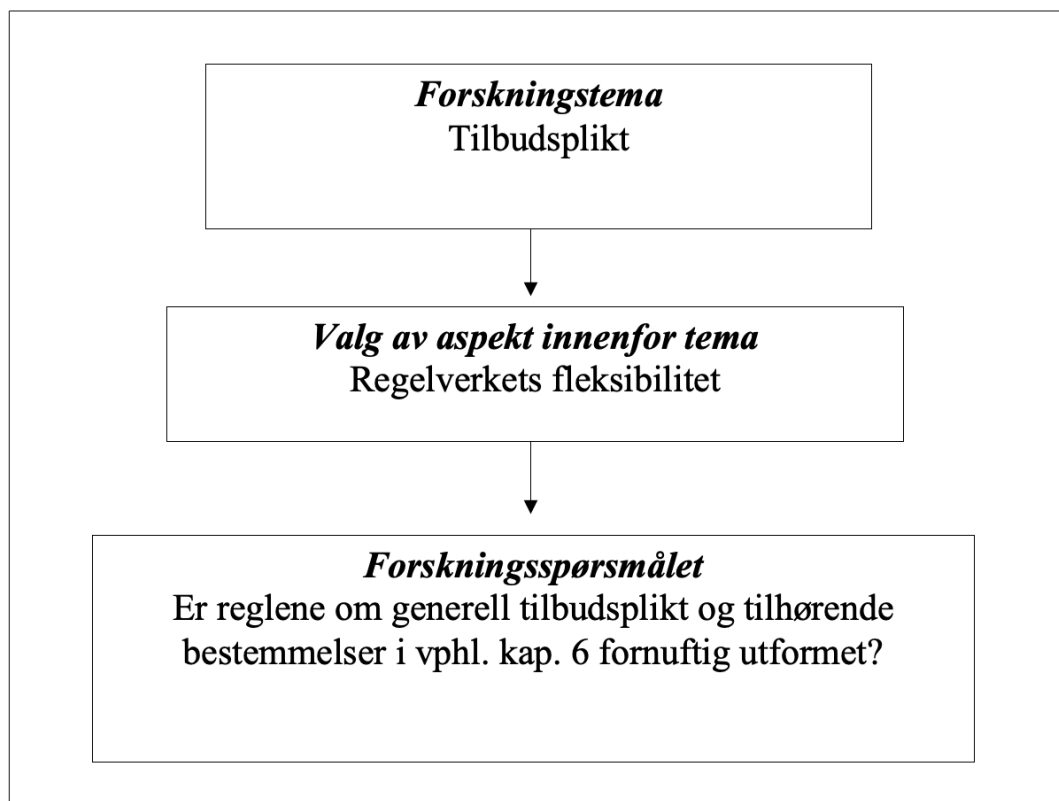
¹⁴ (Saunders, et al., 2012)

¹⁵ (Saunders, et al., 2012)

Videre har vi ved selekteringen av intervjuobjektene lagt vekt på faglig kompetanse og nåværende/tidligere arbeidserfaring, for å forsikre oss om at de vi intervjuer kan bidra til vår analyse og diskusjon av empiri mot teori. Sekundærdata brukes for å identifisere sammenhenger mellom det som fremkommer av primærdata fra intervjuene og det som er forsket på tidligere.

2.7 Problemstilling

Oppgavens problemstilling er nå gjort rede for. Videre spesifiseres problemstillingen med utgangspunkt i vårt tema, nemlig tilbudsplikt. Dette kan fremstilles ved bruk av en figur gjengitt av Bryman og Bell (2011)¹⁶, som vi har utformet spesielt for vår forskning:



Figur 5: Stegvis valg av forskningsspørsmål

¹⁶ (Bryman og Bell, 2011)

3.0 Empirisk metode

I denne delen av oppgaven gjøres det rede for den empiriske metoden som er benyttet, både hvordan dataen er samlet inn, bearbeidet, analysert og tolket. Vi har også foretatt en vurdering av den innsamlede dataens reliabilitet og validitet. Empiri betyr «erfaringslære» og bygger på eksperimenter og erfaring.¹⁷ Vår primære tilegnelsesmetode for innsamling av data består av kvalitative intervjuer, nærmere referert til som dybdeintervjuer av enkeltpersoner. Dette betegnes som respondentintervjuer hvor intervjuobjektene selv har erfaringer med fenomenet/temaet vi undersøker, og vil i det videre omtales utelukkende som “intervjuer”. Fremgangsmåten vår vil presenteres i det følgende kapittel.

3.1 Innsamling av data

Ved innsamling av data gjennom de foretatte intervjuene har vi avsatt rikelig med tid for å besørge at intervjuene er strukturert på en hensiktsmessig måte, og at spørsmålsformuleringene er presise og klare. Dette er gjort for å sikre dataenes kvalitet. Problemstillingen vi søker å besvare er lite behandlet i faglitteraturen, og innsamlingen av den kvalitative dataen har derfor vært en betydelig del av oppgaven.

3.2 Intervjuobjektene

Vårt valg av intervjuobjekter er hovedsakelig begrunnet i deres faglige ekspertise og erfaring innen feltet vi undersøker. Vi ønsket i den forbindelse å intervju aktører med erfaring fra den juridiske, finansielle og industrielle siden av spekteret. Høsten 2020 hadde vi et kurs om oppkjøp og fusjoner (GRA 6291) hvor våre to første intervjuobjekter ble invitert inn som eksterne foredragsholdere. Dette var således et naturlig utgangspunkt for intervjuutvalget vårt. Derfra har vi, gjennom en kombinasjon av henvisninger og eget initiativ, funnet ytterligere tre erfarne aktører som med glede har gitt sitt bidrag til oppgaven. Det totale antall intervjuobjekter endte dermed på fem, noe vi anser å være et representativt utvalg for markedets syn på tematikken. Felles for intervjuobjektene er at alle har inngående kunnskap i transaksjonsprosesser i selskaper notert på både regulerte- og uregulerte markeder.

¹⁷ (NDLA, 2018)

Korrespondanse med intervjuobjektene foregikk over e-post i god tid før gjennomføringen av intervjuene.

På grunn av Covid-19 situasjonen ble intervjuene som nevnt avtalt avholdt over enten Teams eller Zoom. Dette fungerte godt og har etter vårt syn ikke påvirket dataens kvalitet. Alle intervjuobjektene stilte seg positive til både valg av tema og til å bidra til oppgaven. Vårt overordnede mål var å fortsette med intervjuer så lenge vi fikk ny informasjon og med hensyn til metningspunktet.¹⁸ Intervjuobjektene stilte seg alle positive til å avholde flere intervjuer ved behov. Under følger en oversikt over intervjuobjektene våre med en tilhørende introduksjon:

Arne Tjaum: Dr. juris og partner i Advokatfirmaet BÅHR. Tjaum har betydelig erfaring innen børstransaksjoner, både når det gjelder oppkjøp, fusjoner og egenkapitaltransaksjoner. Han opptrer regelmessig for børsnoterte selskaper og investorer i selskapsrettslige spørsmål, inkludert eierstyring, verdipapirrett og børsreguleringer. Tjaum har lang erfaring med stridsspørsmål knyttet til børsrett, selskapsrett og kontraktsrett. Tjaum er også en generell finansrettssekspert, har en juridisk doktorgrad i finansielle derivater og har fungert som kurskoordinator ved Universitetet i Oslo (UiO) i flere år. Tjaum representerte blant annet John Fredriksen mot Oslo Børs og Finansdepartementet på vegne av [Seadrill](#) i 2007.

Karl Otto Tvester: Advokat i Advokatfirmaet Skagastøl DA og tidligere konserndirektør i Strategy, Development & New Growth Areas i Orkla ASA. Tvester har hatt en sentral rolle i Orklas visjon om å styrke og akselerere utviklingen i selskapet gjennom nye selskapsinitiativer og vekstplattformer samt justering av Orklas eksisterende selskapsportefølje. Tvester har i tillegg vært ansvarlig for selskapets juridiske interesser og M&A. Tvester har mange års erfaring fra strategi- og strukturelle vurderinger i forbindelse med M&A-prosesser, og kjenner regelverket godt.

Jo Isaksen: Managing Director ved DnBs Investment Banking Divisjon i Oslo og del av det globale teamet for Investment Banking. Isaksen leder M&A og private equity teamet i DnB. Dette er et team dedikert til å øke fokuset på PE-klienter.

¹⁸ (Christoffersen et al., 2011)

Videre har Isaksen over 15 års erfaring fra DnB Markets, SEB og konsulentbransjen, og har deltatt i mer enn 10 offentlige tilbud.

Dag-Erik Rasmussen: Dag Erik Rasmussen er partner i et av Norges ledende og mest internasjonale forretningsadvokatfirmaer, Wikborg Rein, og leder av firmaets fagområde for kapitalmarkeder. Rasmussen arbeider i hovedsak med transaksjoner og løpende rådgivning knyttet til børsnoterte selskaper for selskapene, tilretteleggerne og investorer. Han foreleser også innen selskapsrett samt børs- og verdipapirrett. Rasmussen har styreefaring fra børsnoterte selskap og fra investeringsselskaper, og er i dag styremedlem i Oslo Børs ASA. Rasmussen har blant annet vært involvert som juridisk rådgiver i den nylige budkrigen om Entra ASA for selskapet.

Bjørn Løvenskiold: Bjørn startet i Arctic Securities i 2007 og er i dag Head of Corporate Finance. Tidligere jobbet Løvenskiold i SEB Enskilda hvor han hadde diverse stillinger innen Corporate Finance i London og Oslo (1994-2007). Løvenskiold startet sin karriere i Ernst & Young i USA (1991-1993), og har en BSc i Business Administration fra Universität Mannheim/the University of Southern California og en MBA fra Warwick Business School.

3.3 Intervjuguide

I forberedelsene til intervjuene utarbeidet vi en guide ([se vedlegg 1](#)) vi brukte til den videre gjennomføringen. Denne besto av praktiske og teoretiske spørsmål tilknyttet hovedtemaet problemstillingen vår bygger på. Hovedtemaet vårt er tilbudspliktreglene og tilhørende bestemmelser for børsnoterte selskaper i Norge, og spørsmålene ble således utarbeidet rundt regelverket, både fra et finansielt, juridisk og industrielt perspektiv. Vi fattet også underveis en interesse for Euronext Growth (redegjort for i [punkt 4.14](#)) som en “ikke regulert” markedsplass og Axactor-saken (som redegjøres for i [punkt 4.7.6](#)) og dette ble således sekundære tematikker i vår intervjuguide, men likevel relevant for hovedtemaet vårt.

Oppbygningen og rekkefølgen av spørsmålene er basert på den teoretiske gjennomgangen av temaet i Del II [punkt 4](#) og videre. Strukturelt falt valget på en semistrukturert tilnærming. Vi ønsket i utgangspunktet at spørsmålene skulle følge en naturlig oppbygning, hvor vi først gjennomgikk markedsaktørens

erfaringsbaserte opplevelser med regelverket samt andre praktiske erfaringer, før vi beveget oss over til reglens teoretiske betydning og intervjuobjektens syn på dette. Avslutningsvis tok vi for oss de sekundære temaene nevnt ovenfor. Likevel så vi viktigheten av å kunne forandre rekkefølgen på spørsmålene og supplere med eventuelle tilleggsspørsmål underveis. Dette ga intervjuobjektene spillerom til å tilføye og utdype informasjon vi opprinnelig ikke hadde inkludert i guiden, men som viste seg verdifulle i våre analyser. Resultatet hadde dermed en likevekt mellom standardisering og fleksibilitet og opplevdes som en hensiktsmessig tilnærming.¹⁹

Intervjuguiden ble utformet på et generelt grunnlag, hvor de samme spørsmålene gikk igjen hos alle intervjuobjektene. Dette bidro til å danne et sammenlignbart grunnlag mellom de respektive intervjuobjektens svar. Selv om intervjuobjektene våre har ulik bakgrunn og ekspertise har de også omfattende kunnskap om alle aspektene vi ønsket å dekke. Basert på dette gjorde vi et bevisst valg i å ikke skille mellom de finansielle, juridiske og industrielle betraktningene i utarbeidelsen av spørsmålene, men heller la intervjuobjektene fokusere på det de selv mente var relevant å diskutere. Vi ønsket at spørsmålene skulle falle naturlig i grensesnittet mellom fagområdene, slik at intervjuene fikk den tilsiktede flyten vi på forhånd ønsket å oppnå.

På bakgrunn av at vi avtalte flere intervjurunder med de to første intervjuobjektene, Arne Tjaum og Karl Otto Tveter, ble spørsmålene våre naturligvis videreført og bygget på i senere intervjurunder. Når vi avholdt det innledende intervjuet med Tjaum den 2. februar 2021 hadde vi et ønske om å besvare hvorvidt reglene om pliktig tilbud bidrar til markedseffisiens eller ikke, og om det finnes en målbar samfunnsgevinst eller tap som følge av det. Etter Tjaums uttalelser endret vi problemstillingens innfallsvinkel, men spørsmålene vi tok i bruk så seg likevel aktuelle og medførte ingen endringer av rammeverket vi benyttet. I det videre og med de 3 sistnevnte intervjuobjektene brukte vi en kombinasjon av spørsmålene vi hadde dekket i de innledende intervjurundene/samtalene med Arne Tjaum og Karl Otto Tveter for å besørge at vi fikk dekket det samme omfanget med alle

¹⁹ (Christoffersen et al., 2011)

intervjuobjektene. Intervjuguiden ble for øvrig utarbeidet på et selvstendig grunnlag og med en underveisvurdering av veileder.

I intervjuguiden skilte vi mellom nøkkelspørsmål, tilleggsspørsmål og stikkord. Hensikten med dette var å sette klare rammer for hva vi vurderte som essensielt og få besvart, samtidig som vi hadde utarbeidet støttemateriell for reflekterte oppfølgingsspørsmål og betraktninger. På bakgrunn av intervjuobjektene omfattende kunnskap innen emnet vårt ønsket vi å åpne for ytterligere kommentarer eller betraktninger mot slutten av hvert intervju. Dette erfarte vi å være en verdifull strategi som tillot intervjuobjektene å uttale seg på andre områder som kunne være aktuelle for oppgaven vår.

Vi ønsket at intervjuobjektene satt igjen med et inntrykk av at intervjuene var godt strukturert og foretatt på ryddig vis. Siden vi var to som avholdt intervjuene sørget vi for å ha klare rolleinndelinger på forhånd av intervjuene. En av oss hadde det overordnede ansvaret for å stille spørsmålene vi hadde forberedt i intervjuguiden, mens den andres ansvar var å presentere rammeverket for intervjuet, ta notater og komme med innspill og tilleggsspørsmål.

3.4 Gjennomføring av intervjuene

I god tid før intervjuene ble avholdt fikk intervjuobjektene informasjon om oppgavens problemstilling og hva det var vi ønsket å undersøke i løpet av intervjuene. Dette ble gjort gjennom utsendelse av et *rammeverk for intervjuprosessen* ([se vedlegg 2](#)). På bakgrunn av intervjuobjektene lange yrkeserfaring anså vi det hensiktsmessig å informere om dette på forhånd, slik at de kunne gjøre seg opp noen tanker og vise til relevante eksempler fra egen erfaring.

Vi ønsket likevel å skape en viss variasjon i sammenlikningen av intervjuobjektene svar, og valgte derfor å ikke gi noen av intervjuobjektene innsyn i intervjuguiden på forhånd. Dette bidro til at intervjuobjektene svar i stor grad baserte seg på hva de selv mente, rent intuitivt, var viktigst og få frem. For å kvalitetssikre dataene vi innhentet anså vi det hensiktsmessig og ta opptak av intervjuene. Dette ble klarert med intervjuobjektene på forhånd, og det ble også informert om at opptakene ville slettes etter at oppgaven er ferdig skrevet, senest 1. juli 2021. Vi forhørte oss også med intervjuobjektene om vi kunne benytte deres fulle navn og nåværende stilling

i oppgaven eller om de ønsket å anonymiseres, noe vi fikk grønt lys av fra alle intervjuobjektene til å gjøre.

3.5 Analyse av data

Hovedformålet med analysen av det innsamlede materialet var å besvare problemstillingen vår. For å kunne gjøre dette på en effektiv måte begynte vi først med å identifisere hva intervjuobjektene svar hadde til felles, og hvor de skilte seg. Vi trakk ut viktige sitater, betraktninger og saker intervjuobjektene viste til fra egne erfaringer i næringslivet. Primærdata som vi samlet inn under intervjuene ble således brukt til å støtte opp under den tilgjengelige sekundærdata vi har brukt løpende gjennom oppgaven. Et sentralt moment i vår problemstilling omhandler regelverkets praktiske betydning. Det var derfor viktig for oss å ha grunnlag for å bedømme om funnene våre i den teoretiske gjennomgangen av stoffet hadde relevans for den virkelige verden, og analysen av de avholdte intervjuene sto sentralt i å bekrefte eller avkrefte dette.

Alle de foretatte intervjuene ble transkribert mens intervjuene pågikk og ble rettskrevet i etterkant. Den muntlige fremtoningen intervjuene bærer preg av ble opprettholdt i sin helhet for å besørge at konteksten og ordlyden av det som ble presentert ikke kunne mistolkes. Denne tilnærmingen gjorde det enkelt og oversiktlig og systematisk plassere dataene innenfor deres respektive tema, og bidro til at vi kunne gå metodisk til verks med analysene. Vi ble raskt oppmerksom på ord eller uttrykk som gikk igjen både flere ganger i løpet av et intervju og på tvers av intervjuene og vi kunne sile ut den informasjonen vi fant overflødig.²⁰ Vi kvalitetssikret også alle funnene vi gjorde i analysen ved å gjennomgå intervjumaterialet, både skriftlig og muntlig, flere ganger.

Når vi var trygge på at vi hadde alle intervjuene i ferdig transkribert utgave, plasserte vi den innsamlede dataen inn under hvert tilhørende tema vi hadde utarbeidet i intervjuguiden. Dette bidro til å synliggjøre hvordan intervjuobjektene hadde vektet spørsmålene våre og hvilke spørsmål de selv mente var gjenstand for ytterligere betraktninger. Spørsmålene ble formulert likt til intervjuobjektene, og vi ønsket at de skulle være knyttet opp mot problemstillingen vår og av en presis

²⁰ (Nilssen, 2012)

natur.²¹ Dette ga oss klare indikasjoner på hvilke betraktninger næringslivsaktørene typisk synes er viktige og hvilke som forblir teoretiske. Mønsteret vi avdekket under intervjurundene gjorde oss trygge på at vi hadde nådd metningspunktet innenfor temaene i intervjuguiden.²² Vi foretok således en løpende vurdering på hvorvidt det var behov for flere intervjuobjekter eller intervjurunder.

3.6 Evaluering av datamaterialet

I boken «Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag» av Asbjørn Johannessen, Line Christoffersen og Per Arne Tufte fremkommer det at analysene av den kvalitative dataen må vurderes i lys av dens reliabilitet og validitet. Momentene trekkes frem som helt sentrale vurderinger av kvalitetssikringen og gyldigheten av datamaterialet, slik at funnene trygt kan brukes som grunnlag for de funn vi gjør i oppgaven.

3.6.1 Reliabilitet

I reliabilitet ligger det en vurdering av hvorvidt forskningen er pålitelig og nøyaktig, og er således et moment av vesentlig betydning.²³ Dataene vi samlet inn og brukte i den videre analysen kan tenkes påvirket av flere ulike faktorer, herunder konteksten av intervjuene, settingen, tekniske vanskeligheter, tidspunkt for når intervjuene var avholdt, intervjuobjektens egne tolkninger, misforståelse av ordlyd eller av selve spørsmålet. For å adressere dette har vi fokusert på skjevheter som har kunnet oppstå i hvert enkelt intervju. I og med at alle intervjuene ble avholdt elektronisk støtte vi på noe problematikk vedrørende særlig overholdelse av tid. Aktørene vi intervjuet har dessuten hatt mye å gjøre i jobbsammenheng på grunn av høy aktivitet innen området de jobber i til daglig. Dette medførte også at det oppsto uforutsette hendelser hvor opprinnelig avsatt tid ikke ble overholdt. Vi sørget imidlertid for å enten avtale et nytt tidspunkt for et etterfølgende intervju eller og få det vi eventuelt ikke rakk oversendt skriftlig. Vi anser dermed ikke denne problematikken som skadende for oppgavens reliabilitet.

²¹ (Postholm, 2010)

²² (Christoffersen et al., 2011)

²³ (Christoffersen et al., 2011)

Videre ønsket vi i størst mulig grad å holde oss unna ledende spørsmål, da dette tenkelig kan påvirke intervjuobjektene svar i den retning vi selv ønsker. De få gangene spørsmålene våre var formulert ledende var dette med bakgrunn i at det var noe spesifikt vi ønsket en uttalelse om. Vi opplevde imidlertid at mange av intervjuobjektene berørte de spørsmålene vi anser ledende før de faktisk ble stilt, og at dette således derfor ikke kan sies å ha påvirket intervjuobjektene svar.

Videre la vi opp til at intervjuobjektene selv kunne trekke inn relevant erfaring fra egen karriere. Vi ønsket ikke å aktivt legge opp til diskusjon av spesifikke saker vi på forhånd var kjent med at noen av intervjuobjektene hadde inngående kjennskap til. Dette var på bakgrunn av at det kunne resultere i en feilaktig og subjektiv fremstilling. Likevel var det naturlig for alle intervjuobjektene å trekke inn praksis de selv har vært med på eller er kjent med, og det foreligger av den grunn ingen garanti for at svarene avgitt er korrekte.²⁴ Dette bunner ut i at det er en risiko for at intervjuobjektene har til intensjon å stille seg selv eller selskapet de jobber/har jobbet i et godt lys. Vi opplevde at majoriteten av sakene det ble referert til kun ble berørt på et overordnet nivå, og at vi således kunne bekrefte eller avkrefte informasjonen i ettertid basert på tilgjengelig informasjon. Vi var likevel oppmerksomme på dette for å i størst mulig grad redusere faren for at oppgavens reliabilitet skulle svekkes.

Intervjuguiden var utformet etter temaer som ble presentert før hvert intervju ble påbegynt. På denne måten sørget vi for at alle intervjuobjektene var kjent med den klare strukturen i intervjuet, som således bidro til å øke oppgavens reliabilitet.²⁵ Den etterfølgende transkriberingen, som hadde et uttrykkelig fokus på å være ordrett, eliminerte også faren for personlig tolkning eller misforståelser av konteksten svaret ble avgitt i.

3.6.2 Validitet

I validitet ligger det en vurdering av hvorvidt fremgangsmåtene vi har tatt i bruk, og funnene vi har gjort, reflekterer formålet med oppgaven på en egnet måte. Oppgaven vår er av særskilt praktisk art og det vil derfor også følgelig måtte

²⁴ (Saunders et al., 2012)

²⁵ (Saunders et al., 2012)

vurderes hvilken overføringsverdi arbeidet vårt har til virkeligheten. For å gjøre rede for oppgavens validitet må vi vurdere oppgavens kvalitet i lys av metoden vi har brukt for datainnhenting gjennom intervjurundene og den etterfølgende analysen av det transkriberte materialet.²⁶

Alle intervjuobjektene har bred yrkeserfaring innen området vi undersøker, men med noe ulik spiss- og tyngdekompetanse. Dette medførte at deres tilnærminger og synspunkter på spørsmålene våre rundt reglene om generell tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 6 i oppkjøps- og restruktureringssituasjoner var av varierende art og ulikt vektlagt. At intervjuobjektene også har forskjellig bakgrunn var tydelig gjennom ulikheter i språk- og terminologi bruk. For å sikre dataenes validitet sendte vi derfor alle intervjuobjektene deres respektive sitater vi ønsket å benytte med tilhørende avklaringsspørsmål der dette var nødvendig. Dette sørget for at vi fikk verifisert innholdet samtidig som at vi også åpnet for endringer og/eller reserveringer. Ved å begrense eventuelle misforståelser til et minimum økte vi oppgavens validitet.²⁷

Del II: Gjennomgang av relevant teori

4.0 Teori

4.1 Innledende om pliktig tilbud ved oppkjøp og dens historie

Et pliktig overtakelsestilbud er en generell henvendelse til et selskaps aksjonærer med tilbud om kjøp av alle selskapets aksjer. Det tidligste forsøket på regulering av overtakelsestilbud i Norge stammer fra 1980, hvor det ble utarbeidet veiledende normer for overtakelsestilbud og oppkjøp av *Norsk Finansanalytikers Forening*. Veiledningen fastsatte en form for tilbudsplikt i de tilfeller en aksjonær direkte eller indirekte fikk absolutt kontroll i et selskap og hvor selskapet på grunn av dette endret karakter. Formell negativ kontroll utløste med andre ord på daværende tidspunkt ingen generell plikt til å fremme et tilbud på alle øvrige aksjer.

²⁶ (Christoffersen et al., 2011)

²⁷ (Postholm, 2010)

I dag er reglene om pliktige tilbud regulert i Lov om verdipapirhandel (“verdipapirhandelloven”) av 2007 kapittel 6. Tilbudsplikten ble først hjemlet i lovverket i 1984 da børsreglementet, med hjemmel i børsloven av 19. juni 1931 nr. 19 § 12 A, og ble supplert med regler i § 6 om “overtakelsestilbud, oppkjøp m.v.”. Dette regelverket rettet seg dog bare mot det overdragende selskapet i en oppkjøpssituasjon og til fondsmeglere. I NOU 1985:33 side 8 ble dette regelverket kritisert for å være lite tilfredsstillende, med særlig grunn i at hjemmelsgrunnlaget var utilstrekkelig. Bestemmelsen ble likevel videreført i børsforskriftens kapittel 1 § 6 i et begrenset tidsrom, med hjemmel i den nye børsloven av 1988 § 4-9 annet ledd.

Børsloven av 1988 sin tilhørende forskrift § 6 nr. 3 inneholdt en bestemmelse om “begrenset tilbudspликт”. Denne var dog noe uklar, og ga ingen generell tilbudspликт ved et majoritetsserverv, men omhandlet kun de tilfeller der et kjøpstilbud ble gitt til en eller flere aksjonærer etter direkte forhandlinger med et selskaps styrende organer. I så tilfelle skulle tilsvarende tilbud gis til alle øvrige aksjonærer. Etter klagesakene Viking/Askim fra 1986 og 1987 samt Investa/Realia fra 1988 oppsto det et behov for å fastsette et nærmere innhold av børsforskriftens begrensede tilbudspликт. Behandlingen av sakene viste også et behov for ytterligere avklaring på området. Dette utspilte seg i en tid hvor børsen opplevde økt aktivitet, og sikring av aksjonærenes interesser ved selskapsovertakelser så seg særlig aktuelt å tydelig regulere gjennom regler om tilbudspликт. Forarbeidene til børsloven av 1988 drøftet riktignok behovet for regler om overtakelsestilbud og hvorvidt disse burde vært inntatt i den nye loven. Departementet påpekte at reglene burde gis en generell utforming og at de således naturlig burde føyes inn i verdipapirhandelloven. Dette var sammenfallende med et ønske om å inkorporere de vesentligste regler om verdipapiriromsetning i verdipapirhandelloven.

Dette førte til at det i Norge først ble utformet regler om generell tilbudspликт i verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr. 61 §§ 5A til 5C, som avløste midlertidig lov av 14. august 1918 nr. 5 om fonds- og aksjemeglere. Innføringen av tilbudsplikten i verdipapirhandelloven skjedde gjennom endringsloven av 16. juni 1989 nr. 51 med ikrafttredelsesdato 6. april 1990. Loven erstattet daværende regulering i børsforskriften og var ledd i et større arbeid mot å sikre et mer effektivt,

ordnet og betryggende verdipapirmarked for selskapsovertakelser. Denne gjaldt ved erverv av aksjer eller direkte forhandlinger med et selskaps styrende organer, uavhengig av om målselskapet var notert eller ikke. Ordlyden i nåværende bestemmelse om tilbudsplikten i vphl. § 6-1 følger av ovennevnte endringslov, men var satt med en grense på 45 prosent, mot dagens 1/3. Ved vedtakelse av den forrige gjeldende verdipapirhandellov av 19. juni 1997 nr. 79 ble terskelen for når tilbudsplikten inntreer senket til 40 prosent.

Flere høringsinstanser foreslo på daværende tidspunkt å sette grensen lavere, til rundt 33 prosent. Dette var sammenfallende med Norges Bank sine uttalelser, som også anbefalte en grense på 1/3 av stemmene i selskapet, da dette gir formell negativ kontroll med et selskap og i praksis kontroll i de fleste tilfeller. En økning i forvalterregistrerte kontoer, utenlandske eiere og selskapets avskårede adgang fra å stemme for egne aksjer (som kan utgjøre opptil 10 prosent) ble trukket frem som sentrale argumenter for hvorfor grensen burde senkes, da disse momentene særlig hadde innvirkning på utfallet av en generalforsamling.

I 2004 ble Europaparlamentets- og Rådsdirektiv 2004/25 EF om overtakelsestilbud (takeover bids) gjennomført i norsk rett. Direktivets art. 5 (1) sier at tilbudsplikt inntreer gjennom erverv av aksjer som gir vedkommende «a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company». Direktivet oppstiller ingen terskel for når tilbudsplikten skal inntre, men legger opp til at terskelen, og hvilke kalkulasjoner som skal legges til grunn, må bero på medlemsstatenes egen vurdering. Den tidligere grensen på 40 prosent ville med andre ord ikke vært i strid med direktivet, men ble likevel endret med basis i blant annet de ovennevnte hensyn.

Nåværende terskel for utløsning av tilbudsplikt er satt til erverv av mer enn 1/3 av de stemmeberettigede aksjene i et notert selskap, jf. vphl. § 6-1 første ledd. Dette innebærer at enhver som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Terskelen for gjentatt tilbudsplikt følger av vphl. § 6-6 første ledd, annet punktum og gjelder ved erverv av 40- og 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet.

Reguleringen av tilbudsplikt er streng, og innebærer blant annet at tilbudet skal være ubetinget og at alle aksjeeiere skal likebehandles. Det oppstilles videre et krav om hva tilbudsprisen skal være i vphl. § 6-10 fjerde ledd, første punktum. Hva tilbudsprisen ender opp med å være vil følgelig ha stor innvirkning på hva tilbyder ender opp med å måtte betale i vederlag. Det kan eksempelvis vises til [LB-2008-27119](#) om tilbudsplikt som ble ilagt SeaDrill Limited på grunnlag av konsolidering og den etterfølgende korrigerende av tilbudsprisen SeaDrill Limited måtte tilby. Korrigeringen medførte en ekstra kostnad på om lag en milliard kroner.²⁸ Selv om denne saken omhandler noe andre forhold enn vi tilsikter å undersøke, vil den utdypes nærmere i punkt [4.8.1](#) for å understreke de ytterste konsekvensene av regelverket slik det i dag er utformet.

Det er to fundamentalt forskjellige tilnærminger i reguleringen av “private sale of control” transaksjoner. For det første kan de behandles som et hvilket som helst annet salg, hvor selger tildeles hele kjøpesummen betalt av kjøper. Alternativt kan lovverket pålegge transaksjonen et element av deling. Dette tvinger partene til å la de øvrige aksjonærene delta i handelen og således ta del i kontrollpremien. Dette konseptet er mest relevant i form av den såkalte *mandatory bid rule (MBR)* eller reglene om pliktig tilbud slik vi kjenner det i norsk rett. Den førstnevnte er ofte referert til som markedsregelen, og kjennetegnes av dens deregulerende natur. Dette konseptet er utgangspunktet for “private sale of control” transaksjoner i USA.²⁹ Likevel eksisterer regler om generell tilbudsplikt i de aller fleste etablerte økonomier i dag, både innenfor EU/EØS og utenfor, og dette er følgelig på bakgrunn av en rekke legislative hensyn som tilstrebes ivarettatt. Dette kommer vi tilbake til i [punkt 4.4](#).

4.2 Tilbudspliktreglenes betydning - et banalt eksempel

Naturligvis vil tilbudspliktens betydning primært bero på transaksjonens størrelse. Jo høyere markedsverdien av selskapets utestående aksjer er, jo dyrere vil transaksjonen være. Regelen om fastsettelse av tilbudsprisen, regulert i vphl. § 6-10 fjerde ledd, tar i tillegg utgangspunkt i et historisk perspektiv på «det høyeste

²⁸ (Ravnaas, 2007)

²⁹ (Schuster, 2013)

vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte». At aksjemarkedet svinger over tid er ingen hemmelighet, og vil følgelig være av vesentlig betydning for tilbudet som må fremsettes. Enkelte aksjer vil i tillegg svinge mer enn det Oslo Børs generelt gjør. Disse omtales gjerne som «volatile» aksjer hvor selskapet typisk har egenskaper som for eksempel lav egenkapital og høy gjeld. Aksjemarkedet er først og fremst drevet av forventninger. Dette er ingen eksakt vitenskap, og uforutsette hendelser og psykologi kan bidra til å skape uro og dermed risiko i markedet. Børskursen danner med andre ord ikke nødvendigvis et representativt bilde av aksjens virkelige verdi. Dette er momenter som kan slå uheldig ut for tilbyderer.

Ser vi på for eksempel Borr Drilling (ticker «BORR»)³⁰ på Oslo Børs, et Bermuda-basert riggselskap, hadde aksjen en børskurs på $\approx 75-76,-$ ved inngangen til 2020. I midten av mars, tre og en halv måned etterpå, nådde aksjen bunn og hadde en børskurs på $\approx 3,-$, en nedgang på ca. 96 prosent. Dagens børskurs er på ca. $8,4,-$ (mai/juni 2021). Skulle en aksjonær overstige terskelen for tilbudsplikt fastsatt i vphl. § 6-1 første ledd i mars 2020 ville tilbudsprisen trolig betydd en betydelig kontrollpremie på daværende børskurs. Det kan selvfølgelig argumenteres for at ingen ville tråkket i salaten og ved et uhell overstige terskelen, men hovedpoenget er at regelen bidrar til at mulig egnede aktører ikke ønsker å kjøpe seg opp ytterligere i selskapet og at det derav går verdi tapt. Det er i tillegg eksempler på, som vi belyser gjennom oppgaven, at det ikke nødvendigvis er uproblematisk å forholde seg til tilbudspliktens rekkevidde, og at plikten således kan utløses uten at det har vært tilsiktet. Vil ikke et økonomisk effektivt marked tilsi at oppkjøper skal kunne betale det vedkommende selv mener selskapet er verdt?

Sentrale forutsetninger for et velfungerende marked er at alle markedsdeltakere har tilgang på lik informasjon, og dette er følgelig også grunnen til at det eksisterer strenge regler om innsideinformasjon og håndteringen av denne, hvor brudd kan medføre bøter eller fengsel på inntil 6 år, jf. vphl. § 21-15 jf. MAR art. 14 bokstav a og b. Tilgang på lik informasjon på det finansielle marked legger grunnlaget for korrekt prising av de finansielle instrumenter. All tilgjengelig informasjon vil i teorien alltid være priset inn i kursen på en aksje og danne grunnlaget for vederlaget

³⁰ (Oslo Børs, 2021)

som bytter hender ved en handel. Reglene om tilbudsprisen ved pliktig tilbud, som opererer etter et nevnt retrospektivt utgangspunkt, vil således kunne medføre at tilbyder må fremme et tilbud med en pris som er utdatert etter dagens tilgjengelige informasjon. Tilbyder vil derfor risikere å måtte betale en pris som reflekterer markedets syn på det aktuelle instrumentet i inntil 6 måneder tilbake i tid.

Beslutningen vil uavhengig av reglene ligge hos de eksisterende eierne i hvorvidt de ønsker å akseptere tilbudet eller ikke. Likevel er det lite som tilsier at aksjonærene i eksempelvis Borr Drilling ikke ville akseptert et tilbud som er ≈ 2400 prosent ($\approx 3,- \approx 75,-$) høyere enn nåværende børskurs. Dette er en problematikk vi ønsker å komme til kjernen i.

Det ovennevnte eksempelet kan også problematiseres i en oppkapitaliseringssammenheng. Dersom selskapet har behov for kapital, og den eneste løsningen er at en majoritetseier deltar i en emisjon (med mer enn pro-rata) og således utløser tilbudsplikt, vil aksjonæren i dette tilfellet måtte fremme et pliktig tilbud på alle de øvrige aksjene i selskapet til en gunstig høy pris. Dette er følgelig gitt at det har forekommet erverv i løpet av de siste 6 månedene til en høyere kurs enn den nåværende, og som således vil være grunnlaget for tilbudsprisen. Oppkapitalisering redegjøres for i nærmere detalj senere i oppgaven.

4.3 Kontrollpremie

Kontrollpremie er et viktig begrep i oppkjøpssammenheng. Vi innledet oppgaven med en simpel definisjon, men det vil være hensiktsmessig å gå nærmere inn på hva kontrollpremien betyr, og hvilken betydning det har for partene i en transaksjon. En investor som prøver å kjøpe opp kontrollerende aksjer i et selskap vil være villige til å betale mer enn andelene er verdt ifølge markedskursen.³¹

Generalforsamlingen utgjør selskapets øverste myndighet jf. asl. /asal. § 5-1 første ledd, og muligheten for kontroll på selskapets generalforsamling har en økonomisk verdi.³² Hvis det for eksempel er uenighet om hvordan selskapets ressurser kan utnyttes best mulig, er det bare aksjonæren som kontrollerer selskapet som garantert får viljen sin, og på den måten kan tjene penger på verdien av den informasjonen

³¹ (Binder Dijker Otte, 2016)

³² (Netinbag, u.å.)

vedkommende har anskaffet seg.³³ Det er derfor utvilsomt at kontroll på generalforsamling har en økonomisk verdi, og det er nettopp denne verdien som kalles kontrollpremie. Aksjonærer som er klar over kontrollpremien kan utnytte sin posisjon slik at de får en mer gunstig pris for aksjene sine i et overtakelsesforsøk.³⁴

Empiriske undersøkelser har forsøkt å kartlegge hva som betales i kontrollpremie ved virksomhetsoverdragelse. En anerkjent undersøkelse som ble publisert i 2001 av de amerikanske akademikerne Paul Hanouna, Atulya Sarin og Alan C. Shapiro, anslår at kontrollpremien ofte ligger på rundt 20-30 prosent av aksjens noterte kurs fire uker før oppkjøpet ble offentliggjort i markedet.³⁵ Undersøkelsen tok for seg oppkjøpspremier for omkring 9500 selskaper i perioden 1986–2000, og skilte mellom majoritetsoppkjøp av mindre enn 30 prosent av aksjene, og majoritetsoppkjøp av over 50 prosent av aksjene.³⁶

4.4 Legislative hensyn bak reglene om tilbudsplikt

Videre tar oppgaven sikte på å gjøre rede for de sentrale hensyn regelverket om tilbudsplikt har som formål å ivareta. Selv om tilbudsplikten kan virke strengt inngripende i en transaksjon knyttet til en virksomhetsoverdragelse, er hensynene viktige for kapitalmarkedet og selskapsretten for øvrig. Det er viktig å presisere at reglene om tilbudsplikt ved oppkjøp aldri har hatt som siktemål å vanskeliggjøre virksomhetsoverdragelser.³⁷

Det første fundamentale argumentet til fordel for tilbudsplikt er retten til å selge seg ut av et selskap hvor det skjer et kontrollskifte. Etter at den tilbudspliktige har passert grensen for tilbudsplikt vil typisk de resterende aksjonærene i selskapet være minoritetsaksjonærer, og det er altså disse aksjonærene som har juridisk rett til å selge sine aksjer ved kontrollskifte. Dette kalles gjerne for minoritetsaksjonærenes “exit-mulighet”.³⁸ For øvrig vil ikke andre interessenter

³³ (Skog, 1997)

³⁴ (Netinbag, u.å.)

³⁵ (Hanouna et al., 2001)

³⁶ (Hanouna et al., 2001)

³⁷ (Tjaum, 2014, s. 14)

³⁸ (Tjaum, 2014, s. 15)

tilknyttet selskapet som berøres av kontrollskifte, som for eksempel kreditorer, vernes av reglene om tilbudsplikt. Dette faller utenfor tilbudspliktreglernes formål.³⁹

Videre vil det ved oppkjøp av et selskap typisk være en ny kontrollerende aksjonær som tar over kontrollen på virksomhetens generalforsamling. Dette gjør at vedkommende kan stake ut en ny strategisk retning for selskapet; med potensielle nye forretningsplaner, nytt styre eller andre inngripende endringer. Minoritetsaksjonærene i selskapet vil i en slik situasjon kunne være uten noen særlig mulighet til å kunne utøve innflytelse ved anvendelse av sine stemmerettigheter. Dette er viktige momenter som taler for at minoritetsaksjonærene skal ha en lovpålagt rett til å selge seg ut ved et kontrollskifte.

Det vil også kunne få konsekvenser for aksjens likviditet dersom selskapet får én kontrollerende eier. Svekket likviditet resulterer i en aksje som er vanskeligere å omsette i markedet, som igjen vil redusere aksjens verdi. I en slik situasjon er det tiltenkt at det er en lovgiveroppgave å sørge for at minoritetsaksjonærene som ikke ønsker å være med videre skal ha rett til å selge sine eierandeler i det aktuelle selskapet.⁴⁰ I bunn og grunn sikrer regelverket at selskapets øvrige aksjonærer skal ha mulighet til å velge en av følgende muligheter: i) forbli aksjeeier i selskapet sammen med den nye dominerende aksjeeieren, eller ii) å selge sine eierandeler i selskapet når et kontrollskifte inntreffer.

Det andre sentrale argumentet til fordel for tilbudsplikt er kravet om at alle aksjonærer i selskapet skal behandles likt.⁴¹ Dette henger naturligvis tett sammen med det grunnleggende likebehandlingsprinsippet i selskapsretten. Det kommer frem i blant annet asl. /asal. § 4-1 at alle aksjer skal gi lik rett i selskapet. Likebehandlingsprinsippet bygger på en nødvendig forventning om å bli behandlet likt. Dette legger til grunn at alle har like rettigheter, like plikter og at man kan ha samme forventninger som andre aksjonærene i samme situasjon som en selv. Det kan gjøre seg gjeldene ved rett til utbytte, stemmerettigheter på generalforsamling

³⁹ (Tjaum, 2014, s. 16)

⁴⁰ (Tjaum, 2014, s. 17)

⁴¹ (Tjaum, 2014, s. 18)

eller tilgang på selskapsrelevant informasjon. Likebehandling handler dypest sett om rettferdighet. Det er en helt fundamental menneskelig forventning, og et viktig prinsipp i selskapsretten. Likebehandling er tiltenkt å sikres gjennom regelverket om tilbudsplikt ved at alle aksjonærer i et selskap der det skjer et kontrollskifte skal få muligheten til å dele enhver kontrollpremie som betales. Dette kommer også frem i vphl. § 6-10 siste ledd, som sier følgende: “Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud”.

En oppkjøper vil naturligvis henvende seg til eierne av de større aksjepostene når vedkommende har som formål å overta kontrollen over selskapet, og kontroll har som tidligere nevnt en økonomisk verdi. Praktisk gjennomføres likebehandling av minoritetsaksjonærene ved å kreve at den som anskaffer nok aksjer til og få kontroll over selskapet, skal tilby andre aksjonærer samme pris som vedkommende betalte for aksjene i kontrollblokken.⁴² Dette er regulert i vphl. § 6-10 fjerde og femte ledd.

Avslutningsvis er det verdt å nevne at reglene om tilbudsplikt ved oppkjøp vil kunne føre til at hastigheten i en virksomhetsoverdragelse nedjusteres, hovedsakelig fordi reglene inneholder minstekrav til akseptfristens lengde, jf. vphl. § 6-11. Lovgiver har lagt vekt på at nevnte effekt på oppkjøp er gunstig for partene i transaksjonen. Dette fordi det gir målselskapet og dets aksjonærer tiltrengt tid til å gjennomføre nødvendige analyser og vurderinger, som for eksempel finansiell og juridisk due diligence. I tillegg har det vært nevnt at reglene om tilbudsplikt ved oppkjøp forhindrer useriøse virksomhetsoverdragelser.⁴³

4.5 Forutsigbarhet

Forutsigbarhet er også et viktig hensyn å trekke frem vedrørende reglenes formål. Faste regler skaper forutsigbarhet for markedsaktørene, og er særlig viktig i forbindelse med prising av aksjer. Fraværet av dette kan gi utfordringer for prisdannelsen i aksjemarkedet. Forutsigbarhet er dessuten et tungtveiende hensyn i harmoniseringen av regler i EU/EØS-samarbeidet, eksempelvis gjennom markedsmissbruksforordningen (MAR) og Europaparlamentets- og Rådsdirektiv

⁴² (Tjaum, 2014, s. 19)

⁴³ (Tjaum, 2014, s. 20)

2004/25 EF om overtakelsestilbud (takeover bids). Regelverket fastsetter med andre ord klare retningslinjer for markedsaktørene å forholde seg til.

Med dette som utgangspunkt er det interessant å se til strukturen av eiere på Oslo Børs. I intervjuet med Karl Otto Tveter den 18. februar 2020 uttalte han at om lag 40 prosent av verdiene på Oslo Børs eies av utenlandske aksjonærer, og resterende 60 prosent er delt mellom kommunene i Norge og øvrige norske investorer. Med et så stort tilfelle av utenlandske aksjonærer er det sentralt med et gjenkjennbart regelverk, slik at Norge ikke blir et “annerledesland”. I den forbindelse er forutsigbarhet, trygghet og sikkerhet i prosessene et vesentlig poeng med regelverket.

4.6 Tilbudsprisen ved oppkjøp

Før et oppkjøp kan gjennomføres, må oppkjøper gjøre en økonomisk vurdering av lønnsomheten ved transaksjonen. Et sentralt moment i denne vurderingen vil følgelig være selve tilbudsprisen. Hvor mye oppkjøper må betale i det totale vederlaget vil i all hovedsak basere seg på prisen på den enkelte aksje. På motsatt side av den potensielle oppkjøpstransaksjonen står aksjeeierne i målselskapet, som på sin side vil foreta en vurdering basert på den avkastning de kan få ved salg av sine eierandeler. På bakgrunn av nevnte momenter er det særdeles viktig med klare og forutsigbare regler om tilbudspris. Slik regelverket fremstår i dag kan det diskuteres om dette er tilfellet, blant annet på grunn av kortfattede forarbeider, lite rettspraksis på området samt mangel på grundige analyser av den juridiske litteraturen.

Hovedregelen vedrørende tilbudspris er regulert i vphl. § 6-10 fjerde ledd første punktum. Her kommer det frem at prisen skal være minimum like høy som det høyeste vederlaget tilbyder har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom tilbyder har betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden, så anses nytt tilbud for å være fremsatt hvor tilbudsprisen svarer til det høyere vederlag, jf. vphl. § 6-10 femte ledd første punktum. Med andre ord oppstiller lovgivningen to forskjellige regler for fastsettelse av tilbudspris.

Fastsettelse av tilbudsprisen har særlig vært et omdiskutert moment for tilbudsplikten betydning. Tilbudet skal som tidligere nevnt fremsettes til alle øvrige aksjonærer i selskapet til en pris som minst er like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, med mindre markedskursen når plikten inntreer er høyere enn dette. Reglene om tilbudsprisen er bakgrunnen for at tilbudsplikten ofte omtales som en «equal opportunity rule», fordi tilbyderer plikter å likebehandle alle aksjonærene i prisen som tilbys. Dersom tilbyderer har betalt en pris omtalt som *X* for en aksjepost fra en kontrollerende aksjonær, vil alle øvrige aksjonærer således ha en lovfestet rett til å motta tilsvarende pris. Reelt sett er dette sammenfallende med at premien den kontrollerende aksjonæren mottar også må deles med de øvrige aksjonærene.

For øvrig skal tilbyderer også utarbeide et tilbudsdokument etter reglene i vphl. § 6-13. I nevnte dokument skal det blant annet angis hva tilbudsprisen er, og hvilken metode som er anvendt for å fastsette tilbudsprisen, jf. vphl. § 6-13 første og andre ledd. Tilbudsdokumentet må godkjennes av tilbudsmyndigheten i forkant av fremsettelse eller offentliggjøring jf. vphl. § 6-14 første ledd. Vedtak fra tilbudsmyndigheten om godkjennelse eller nektelse av dette kan påklages til Børsklagenemnden jf. børsloven § 41. Både Børsklagenemnden og tilbudsmyndigheten kan omgjøre sine vedtak jf. forvaltningsloven § 35. Videre kan nemndas vedtak også bringes inn for ordinær domstol.

4.7 Noen typiske eksempler på oppkjøpssituasjoner

4.7.1 Tilbudsplikt etter frivillig tilbud

Ofte vil en oppkjøper være interessert i fullstendig eierskap i selskapet, det vil si 100 prosent eierandel. Dette vil i praksis typisk være snakk om en industriell oppkjøper som søker integrasjon med målselskapet. I det norske markedet er Orkla et godt eksempel på en slik oppkjøper. Alternativt kan det være snakk om «private equity»-aktører som kjøper opp børsnoterte selskaper. Private equity aktører skaper verdi ved å ta selskaper av børs, omstrukturere selskapet slik at det kan generere større økonomisk avkastning, for så å enten selge selskapet som en privat enhet eller gjennom en «exit» ved notering av selskapet på børs igjen.

I nevnte oppkjøpssituasjoner er fremsettelse av et frivillig tilbud normalt, det vil si kjøp av alle aksjene eller alle aksjer med stemmerett i målselskapet. Den vanligste fremgangsmåten vil da være å fremsette et tilbud som er betinget av en betydelig akseptgrad, gjerne 90 prosent. Dette tillater tvangsløsning av de resterende aksjonærene jf. vphl. § 6-22 første ledd jf. asl. /asal. § 4-25. Dersom betingelsene i tilbudet oppfylles eller frafaller, og tilbyder på dette tidspunktet eier mer enn 1/3 av de stemmeberettigede aksjene i selskapet, vil tilbudsplikten inntre. Ved oppfyllelse av betingelse på 90 prosent vil man imidlertid kunne gå veien utenom et pliktig tilbud dersom nærmere vilkår er oppfylt, jf. vphl. § 6-22 tredje ledd nummer 1 til 3. Et «vellykket oppkjøp» vil normalt sett ende med tvungen overføring eller 100 prosent eierskap gjennom det frivillige/pliktige tilbudet, og deretter strykning av målselskapet fra børs.

Det hender dog at det er tilfeller hvor tilbyder slår seg til ro med en eierpost under den typiske betingelsen på 90 prosent, for så og enten jobbe seg videre oppover over tid eller å forbli aksjonær med den posten som er anskaffet. Dette vil imidlertid ikke være å betegne som en “vellykket takeover”⁴⁴, og vil typisk være relatert til hvorvidt oppkjøpet er å anse som vennlig- eller ondsinnet av målselskapet. Dette kommer vi tilbake til i Del III av oppgaven.

4.7.2 Tilbudsplikt uten forutgående frivillig tilbud

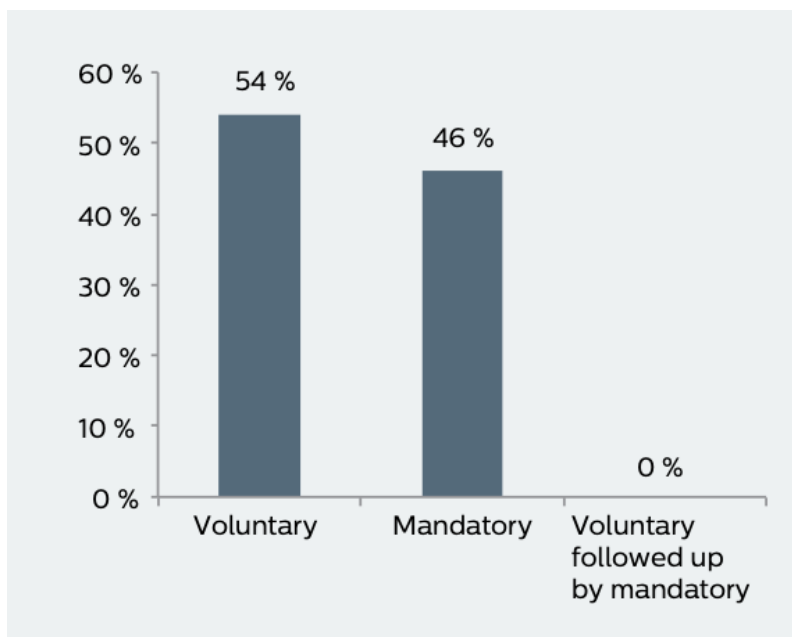
Tilbudsplikt kan også gjøre seg gjeldende uten at oppkjøper har fremsatt et frivillig tilbud med betingelser. I slike tilfeller inntreffer gjerne tilbudsplikten etter at tilbyder har ervervet mer enn 1/3 av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet over en relativt kort tidsperiode, typisk noen få virkedager. Det kan dreie seg om en større kontrollpost eller flere mindre poster som gir kontroll. Dette kalles gjerne et bloc-kjøp.

I enkelte tilfeller vil tilbudsplikt inntre etter at oppkjøper gradvis har anskaffet eierandeler som utgjør mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap over en lengre periode, i eller utenfor markedet. Dette kalles gjerne et gradvis oppkjøp. Gradvis oppkjøp av aksjer kan skje helt frem til tilbudspliktsgrensen er nådd, men det kan

⁴⁴ (Bjørn Løvenskiold, 26.05.2021)

også forekomme tilfeller hvor tilbyder legger seg rett under 1/3-terskelen, for så å vente seks måneder før vedkommende gjennomfører kjøpet som gjør at tilbudsplikten inntreffer. Ved aksjekjøp i det regulerte markedet blir det ikke betalt noen kontrollpremie, kun markedspris. Pliktig tilbud etter bloc-kjøp eller gradvis kjøp ender som oftest ikke med 100 prosent eierskap, typisk fordi tilbudsprisen er for lav.

Under følger en figur som viser oversikt over andelen frivillige og pliktige tilbud som har vært fremsatt i 2020 på Oslo Børs.



Figur 6: Andel frivillige og pliktige tilbud (2019)

4.7.3 Tilbudsplikt ved oppkapitalisering/konvertering av gjeld til egenkapital

Oppkapitalisering er en helt annen transaksjonstype til sammenligning med tradisjonelle oppkjøp. Tilbudsplikt ved oppkapitalisering forekommer normalt sett i tilfeller hvor et børsnotert selskap er i økonomiske vanskeligheter og av den grunn trenger tilført frisk kapital, typisk fra en allerede eksisterende aksjonær i selskapet.⁴⁵

Det kan også være tale om en konvertering av gjeld til egenkapital, eller en kombinasjon av disse, slik nevnt i [punkt 1.2.3](#). Det kan likevel også være vidt andre årsaker til at selskaper oppkapitaliseres, noe vi redegjør ytterligere for i Del III [punkt 6.1.2](#).

⁴⁵ (PricewaterhouseCoopers, 2021)

Oppkapitaliseringer er særlig aktuelt i disse tider ettersom den globale Covid-19 pandemien herjer økonomien og skaper finansielle utfordringer for mange selskaper.⁴⁶ Dersom en virksomhet er på randen av konkurs, og derfor ikke har mulighet til å skaffe kapital gjennom andre kilder, kan en kriseemisjon eller gjeldskonvertering være eneste tilgjengelige utvei. Ved oppkapitaliseringer vil selskapet normalt utstede nye aksjer i en rettet emisjon etter reglene i asal. kapittel 10. Ved konvertering av kreditorers gjeld til egenkapital i selskapet vil det følgelig også måtte utstedes nye aksjer, som resulterer i at eksisterende aksjonærer ofte blir betydelig utvannet. Ved konvertering av gjeld til egenkapital bortfaller (eller reduseres) selskapets låneforpliktelser i bytte mot at kreditor mottar aksjer til en gitt konverteringskurs. Dette kan være et nyttig virkemiddel når et selskap står i umiddelbar fare for å misligholde sine låneforpliktelser.

Dette kan kombineres med et GF-vedtak om nedsettelse av aksjekapitalen. Nedsettelse av aksjekapitalen vil dog med hensyn til oppgavens omfang ikke drøftes ytterligere.

4.7.4 Aksjeemisjoner

Det finnes to ulike typer aksjeemisjoner, nemlig fortrinnsrettsemisjon og rettet emisjon. Aksjelovens grunnprinsipp er likebehandling av selskapets aksjonærer, og gjelder følgelig også ved emisjoner. Aksjelovens hovedregel er derfor fortrinnsrettsemisjoner⁴⁷, hvor de eksisterende aksjonærene får en fortrinnsrett til å tegne seg i emisjonen. I den grad aksjonærene tegner seg fullt ut vil de unngå utvanning av sine eierandeler. Dette reguleres i asal. § 10-4.

Dog vil selskaper som befinner seg i økonomiske vanskeligheter trenge kapital raskt, og fortrinnsrettsemisjoner er ofte tidkrevende og lite egnede i slike tilfeller. I denne type situasjon kan det være nødvendig å gjennomføre en rettet emisjon. Aksjelovene legger opp til at selskaper om nødvendig kan gjøre en slik rettet emisjon, jf. asal. § 10-5. Disposisjonen krever flertall som for vedtektsendringer jf. asal. § 5-18 første ledd. Dette medfører imidlertid en

⁴⁶ (NRK, u.å.)

⁴⁷ (PWC, 2019)

forskjellsbehandling av mange av selskapets eksisterende aksjonærer, da de som ikke får tilbudet om tegning vil vannes ut. En rettet emisjon må følgelig begrunnes med at selskapet har saklig grunn til forskjellsbehandling. Kravet til saklig grunn vil være ytterligere skjerpet ved transaksjoner der aksjonærenes reelle aksjeverdi kan gå tapt som følge av passivitet. Dette er vanlig ved omfattende rettede emisjoner, som typisk medfører betydelig utvanning av aksjonærer som ikke deltar, og som gjennomføres til en fordelaktig tegningskurs.

Rettede emisjoner må ses i sammenheng med reglene om generalforsamlingen og styrets myndighetsmisbruk etter generalklausulene i henholdsvis asl. /asal. §§ 5-21 og 6-28. Disse bestemmelsene fremmer forbud mot beslutninger som er “egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning”. Nettopp derfor er det svært viktig at selskapet gjør en grundig vurdering av hvorvidt det foreligger “saklig grunn” før de treffer beslutning om rettet emisjon. Det bør også gjennomføres en reparasjonsemisjon i etterkant av en rettet emisjon. Formålet med en reparasjonsemisjon er ikke primært å innhente kapital, men å etterkomme likebehandlingsprinsippet.

Det er for øvrig relevant å trekke inn at det hører inn under styrets oppgaver å redegjøre for saklighetskravet. Styret må i sin påkrevde redegjørelse begrunne sakligheten for forskjellsbehandlingen jf. asal. § 10-3 tredje ledd. I saklighetsvurderingen må det foretas en skjønnsmessig redegjørelse som er forankret i en selskapsrettslig begrunnelse. Det er tre krav som må oppfylles for at forskjellsbehandlingen kan aksepteres, nemlig saklighetskravet, forholdsmessighetskravet og saksbehandlingskravet. Av hensyn til oppgavens hovedtema og omfang vil det ikke gjøre nærmere rede for disse kravene.

4.7.5 Videre om tilbudsplikt ved oppkapitalisering

Det er i oppkapitaliseringssituasjoner det kan oppstå tilfeller som forårsaker at regelverket om tilbudsplikt i stor grad kan virke mot sin hensikt. For å illustrere ved bruk av et eksempel kan man se for seg at investoren som ønsker å tegne aksjer i den rettede emisjonen har kjøpt aksjer for en langt høyere pris en eller flere ganger i løpet av de siste seks månedene i forhold til hva vedkommende er villig til å betale per aksje ved utløsning av tilbudsplikt i en kriseemisjon i dag. Reglene om

tilbudspått, mer spesifikt reglene om tilbudsprisen, gjør at investoren må vente med å gjennomføre handelen og således hindres i å redde selskapet fra potensiell konkurs. Dette vil igjen ramme minoritetsaksjonærene i selskapet som regelverket er skapt for å beskytte, for ikke å snakke om de negative konsekvensene en konkurs medfører fra et samfunnsøkonomisk perspektiv.

Situasjonen som er beskrevet ovenfor er naturligvis satt på spissen for å illustrere et eksempel, men det er likefullt en aktuell problemstilling som vil kunne gjøre seg gjeldende når regelverket er uten unntak. Ved endringslov 24. april 2020 nr. 32 ble Finansdepartementet imidlertid gitt hjemmel til å gi forskriftsregler om tilbudsprisen i pliktige tilbud, jf. omtale i Prop. 68 L (2019–2020). Departementet fastsatte 21. mai 2020 forskrift som i hovedsak samsvarer med høringsforslaget. Dette innebærer at tilbudsmyndigheten kan endre tilbudsprisen som følger av vphl. § 6-10 fjerde ledd første punktum, dersom tilbudspått utløses i forbindelse med tilførsel av frisk kapital til en virksomhet som har alvorlige økonomiske problemer. Dette er en «kan»-bestemmelse, og det er derfor overlatt til tilbudsmyndigheten å foreta en skjønnsmessig vurdering av hvorvidt justeringsmuligheten skal benyttes. Kjerneeksemplet på «tilførsel av egenkapital» er deltakelse i kriseemisjoner. Nevnte forskrift er for øvrig nærmere redegjort for under punkt [4.12](#).

Endringen gjennom forskriften er blitt kritisert av advokatselskapet BAHR. I en nyhetsartikkel BAHR har publisert fremheves det blant annet at en justering av tilbudsprisen ikke fjerner det forhold at et pliktig og ubetinget tilbud om kjøp av samtlige aksjer i det aktuelle selskapet må gis.⁴⁸ Om prisen er justert ned, kan det likevel være uaktuelt for en investor å utsette seg for en slik plikt, særlig i tider hvor uforutsigbarheten er større enn noen gang. Videre fremhever BAHR at dersom man virkelig skulle ha lagt til rette for å kunne tilføre egenkapital til selskaper i alvorlige finansielle vanskeligheter, ville det adekvate ha vært å utstyre tilbudsmyndigheten med kompetanse til å gi dispensasjon fra tilbudspåkten.⁴⁹ Hvordan et slikt «system» kunne vært utformet drøfter vi mot slutten av oppgaven.

⁴⁸ (BAHR, 2020)

⁴⁹ (BAHR, 2020)

4.7.6 Axactor-saken

Axactor-saken er et eksempel på et tilfelle hvor en emisjon utløste en plikt til å fremme et tilbud om kjøp av resterende aksjer i et børsnotert selskap. Axactor SE (heretter «Axactor») er en multinasjonal gjeldskjøper med hovedkontor i Stockholm og Oslo. Selskapet er notert på Oslo Børs. Den 9. desember 2020 rykket Axactor ut og meldte om en aksjeemisjon i flere steg, blant annet for å styrke selskapets egenkapitalsituasjon. Den nevnte aksjeemisjon medførte at det John Fredriksen-kontrollerte selskapet Geveran først mottok 50 millioner aksjer verdt 400 millioner kroner som oppgjør for kjøpet av de resterende 50 prosent av aksjene i Axactor Invest. Transaksjonen medførte at Axactors egenkapital ble styrket med 1,1 milliarder kroner, der 579 millioner ble knyttet til gevinst ved oppkjøpet av selskapet, mens den påfølgende egenkapitalutvidelsen utgjorde 534 millioner. Det var dette grepet som tvang frem et pliktig tilbud på alle de utestående aksjene i Axactor for Geveran.⁵⁰

Geveran la inn et bud på alle aksjene som ikke allerede var eid av selskapet i Axactor fredag 29. januar 2021. I tilbudet, som er datert til 28. januar, ble tilbudsprisen satt til 8 kroner pr. aksje. Dette er den samme prisen per aksje som i emisjonen (utstedelse av nye aksjer). Denne informasjonen fremgår av en børsmelding⁵¹ offentliggjort fredag 29. januar 2021. I børsmeldingen henvises det til meldingen fra 9. desember 2020 om at Axactor ville ta flere grep for å styrke den finansielle posisjonen til selskapet. Det inkluderte blant annet å utstede nye aksjer til Geveran Trading, en transaksjon som gjorde at John Fredriksens selskap ble eier av om lag 44,3 prosent av Axactor, og som følgelig derfor utløste tilbudsplikt. For øvrig var aksjekursen på Axactor-aksjen i overkant av 9 kroner på tidspunktet for tilbudet. Tilbudet ble godkjent av Oslo Børs og tilbudsperioden satt fra 29. januar til 26. februar 2021. Den 3. mars 2021 viser det seg at Geveran kun sikret seg nærmere 626.000 nye aksjer i Axactor⁵², hvilket betyr at selskapet har en total mengde utestående aksjer tilsvarende 185,4 millioner.⁵³ Dette er hovedsakelig en

⁵⁰ (Finborud, 2021)

⁵¹ (Oslonewsweb, 2021)

⁵² (Jacobsen, 2021)

⁵³ (Axactor Q4, 2020 s. 30)

konsekvens av at styret i Axactor innhentet råd fra en uavhengig tredjepart, KPMG, som frarådet aksjonærene i Axactor å godta budet på 8 kroner per aksje.⁵⁴

På bakgrunn av den informasjonen som kommer frem i Axactor-saken mener vi det er betimelig å stille følgende spørsmål: Er det effektivt at det Fredriksen-eide selskapet Geveran skal være pålagt å fremme et tilbud om kjøp av de resterende aksjene på 8 kroner per aksje, særlig når man tar kostnadene og tiden dette krever med i betraktning? Tilbudet kan utvilsomt ikke anses fordelaktig for minoritetsaksjonærene, da disse kan selge sine eierandeler i markedet for minimum 1 kroner mer per aksje. Minoritetsaksjonærer som faktisk endte opp med å godta tilbudet (disse utgjorde om lag 0,34 prosent av aksjekapitalen) fra Geveran, solgte sine aksjer for en lavere pris enn markedskursen, og følgelig gikk de glipp av en meravkastning på sin investering i selskapet. Det har kommet frem i media at enkelte småaksjonærer i Axactor var usikre på hvorvidt de i det hele tatt kunne avvise tilbudet fra Geveran.⁵⁵ Et av regelverkets viktigste formål er nettopp å beskytte minoritetsaksjonærene, og det kan argumenteres for at tilbudsmyndigheten burde besitte adekvat kompetanse til å kunne fravike reglene om tilbudsplikt i denne type situasjoner.

4.8 Konsolidering

Tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5. Dette gjelder når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet, jf. vphl § 6-1 sjette ledd. I vphl. § 6-5 første ledd om konsolidering regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5.

Vphl. § 2-5 oppstiller en ytterligere presisering av nærstående-begrepet, hvilket omhandler blant annet ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold, mindreårige barn til vedkommende selv, selskap innen samme konsern som vedkommende og noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av

⁵⁴ (Verietyinfo, 2020)

⁵⁵ (Verietyinfo, 2020)

rettigheter som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres. Dette omtales som konsolidering, og omhandler gruppering av aksjonærer fordi de har et samarbeid om å utøve sine aksjonærretter/stemmeretter. Dette er en presumsjonsregel hvor det antas og legges til grunn at noen er konsoliderte.⁵⁶ Tilbudsplikt inntreer for øvrig uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5.

Nærstående-forhold kan skapes på alternative måter etter de opplistede definisjonene i vphl. § 2-5, og vil på bakgrunn av oppgavens hovedtema og omgang ikke drøftes uttømmende. Samarbeidsklausulen som grunnlag for nærstående-forhold i vphl. § 2-5 første ledd nummer 5 vil likevel berøres da denne klausulen særlig har bidratt til tolkningsstrid. Etter klausulen regnes som nærstående “noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres”. Dette utgjør dermed grunnlag for konsolidering. Regulatorisk kan dette ha kryssende hensyn ved at det på den ene side er ønskelig med aktive aksjeeiere som sammen kommer frem til gode løsninger, mens dette på den andre side kan være grunnlag for konsolidering. Etter forarbeidene fremgår det at vurderingen av et “forpliktende samarbeid” primært omfatter langsiktige former for samarbeid som innebærer kontroll over selskapet.⁵⁷ I fortolkningen av gjeldende vphl. § 6-5 kan det etter uttalelser i forarbeidene legges til grunn at bestemmelsen har den konsekvens at prisen nærstående har betalt også vil ha relevans for tilbudsprisen tilbyder må betale.⁵⁸ Dette medfører en ytterligere usikkerhet ved konsolideringsreglene, som i tillegg faller utenfor lovens ordlyd.

Det er et sentralt moment at bedømmelsen av om det foreligger grunnlag for konsolidering i mange tilfeller vil kunne være svært vanskelig.⁵⁹ Av denne grunn er det nedfelt i gjeldende § 6-5 annet ledd at tilbudsmyndigheten skal avgjøre om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. En eventuell identifikasjon vil etter

⁵⁶ (Dag Erik Rasmussen, 12.05.2021)

⁵⁷ (Tjaum, 2014, s. 76) jf. (NOU: 1996:2 s. 115)

⁵⁸ (Tjaum, 2014, s. 89)

⁵⁹ (Tjaum, 2014, s. 91)

forarbeidene innebære at tilbudsplikten inntreffer fra tidspunktet tilbudsmyndigheten avgjør spørsmålet, og vil således kunne ha innvirkning på den relevante periode for fastsettelse av tilbudsprisen i vphl. § 6-10 fjerde ledd.⁶⁰ Dersom vedtak treffes må den tilbudspliktige straks gi melding til tilbudsmyndigheten om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas nedsalg, jf. vphl. § 6-8 første ledd, første og annet punktum. I egenskap av å være tilbudsmyndigheten vil Oslo Børs følgelig kunne gi en uttalelse om forhold tilknyttet konsolidering basert på det faktum som foreligger, men denne vil verken være bindende eller innebære at den tilbudspliktige fritas fra tilbudsplikten.

For å eksemplifisere hvilke konsekvenser usikkerheter rundt tilbudsplikt på grunnlag av konsolidering kan ha og har hatt anser vi det hensiktsmessig og kort gjøre rede for SeaDrill-saken, hvor blant annet Arne Tjaum var engasjert på vegne av Seadrill Limited (heretter «SeaDrill»). SeaDrill-saken var gjennom mange instanser og er en sak av komplisert natur. Saken reiste krevende rettsspørsmål som ble omstridt mellom de ulike instansene, og vil derfor av hensyn til oppgavens omfang kun berøres på overflaten. Det presiseres for sikkerhets skyld at Arne Tjaum ikke har vært delaktig i den kommende redegjørelsen.

4.8.1 SeaDrill-saken

SeaDrill-saken omhandlet tilbudsplikt på konsolidert grunnlag og ble avsagt i lagmannsretten i 2009.⁶¹ John Fredriksen-eide SeaDrill kjøpte frem til 2006 aksjer i Eastern Drilling, og eide på daværende tidspunkt ca. 39,4 prosent av aksjene i selskapet. Dette var rett under tilbudspliktgrensen som etter daværende terskel var 40 prosent. Et annet selskap, Ocean Rig, hadde også begynt å kjøpe seg opp i Eastern Drilling. Dette medførte at meglerhuset Carnegie også kjøpte aksjer i Eastern Drilling, opp til ca. 11 prosent av selskapet, og inngikk såkalte TRS (Total return swap) avtaler med Seadrill.

En TRS-avtale fungerer som et enkelt veddemål, hvor Seadrill i dette tilfellet ville måtte betale mellomlegget til Carnegie dersom aksjene falt i verdi, og på tilsvarende måte ville de få en gevinst dersom aksjene steg i forhold til en avtalt kurs (som

⁶⁰ (Tjaum, 2014, s. 91)

⁶¹ (Tjaum, 2014, s. 91)

baseres på kjøpsprisen Carnegie har betalt for aksjene). TRS-avtalene, som på daværende tidspunkt var et mindre avklart finansielt instrument enn det er i dag, ble anført som å kun være økonomisk motivert. Dette til tross for at aksjeposten Carnegie satt på var parkert og i realiteten tilhørende Seadrill. Oslo Børs mente derimot at disse avtalene hadde andre motiver, og konkluderte med at det forelå “et forpliktende samarbeid” med det formål å forhindre Ocean Rig i å få en kontrollerende eierposisjon i Eastern Drilling. Ocean Rig på sin side publiserte i en selskapsmelding at de ikke ville klare og nå 50 prosentgrensen, som ville gitt dem kontroll med Eastern Drilling, på bakgrunn av at det ikke var flere aksjer å oppdrive.⁶²

Dermed ble også Carnegies kjøpspris lagt til grunn for tilbudsprisen. Carnegie hadde kjøpt aksjer i flere omganger og til forskjellige priser, hvorav høyeste pris hadde vært 135,-. Dette var mot høyeste pris Seadrill hadde betalt på 92,-. Ekstraregningen som fulgte av at tilbudsprisen ble økt fra opprinnelige 92,- til 135,- medførte en betydelig tilleggs kostnad for Seadrill (om lag 1 milliard kroner).⁶³ Børsklagenemnden konkluderte ytterligere med at nedsalg, som normalt er et alternativ for å fritas for tilbudsplikten, ikke var mulig grunnet utløp av fire-ukers fristen etter vphl. § 6-9 første ledd.

På bakgrunn av dette ble det reist sivilt søksmål mot Oslo Børs, med påstand om at børsklagenemndens vedtak var ugyldig. Seadrill fikk ikke medhold i Borgarting lagmannsrett, og anket derfor saken til Høyesterett. Høyesterett besluttet å avvise anken.

Selv om SeaDrill-saken var komplisert og reise rettsspørsmål som tidligere ikke har blitt avklart i domstolene, var konsekvensene for Seadrill betydelige. Det kan legges til grunn at det for mange selskaper vil være en betydelig byrde å bli ilagt en ekstraregning på nærmere 1 milliard norske kroner. Mange ville trolig ikke hatt råd og i verste fall gått konkurs. Selv om det sjeldent dukker opp saker av dette omfanget er det tydelig at det kan oppstå krevende situasjoner, både for tilbyder, tilbudsmyndigheten og domstolene. Det kan derfor problematiseres hvorvidt

⁶² (Lydersen, 2007)

⁶³ (Dahl, 2006)

konsolideringsbestemmelsene er så forutberegnelige som de burde være, og om dette kunne vært løst på en mer fornuftig måte. Det kan legges til grunn at SeaDrill, hvis muligheten var der, ville tilstrebet og få en bindende avklaring på konsekvensene av sine initierte transaksjoner forut for gjennomførelsen. I så tilfelle kan det tenkes at saken aldri ville blitt en realitet.

4.9 Unntak fra tilbudsplikten

Etter verdipapirhandelloven oppstilles det visse unntak fra tilbudsplikten for enkelte typer erverv. Dette impliserer at lovgiver har sett et behov for muligheten til å fravike hovedregelen, og at det i visse tilfeller kan være belastende og/eller lite hensiktsmessig å pålegge tilbyder den overnevnte plikten. Det følger av vphl. § 6-2 første ledd nr. 1 til 3 at tilbudsplikt etter § 6-1 og § 6-6 ikke inntre ved erverv i form av arv eller gave, vederlag ved skifte eller vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

Slik nevnt i [punkt 4.8](#) om konsolidering gjelder tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. vphl. § 6-1 sjettede ledd første setning. Tilbudsmyndigheten kan likevel i særlige tilfeller også gjøre unntak for tilbudsplikt ved disse typer erverv, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd.

Lovgivers formål med unntakshjemmelene følger av NOU 2005:17 side 26-27, jf. Ot. Prp. Nr. 34 (2006-7) side 368, hvor det fremkommer at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessige omstruktureringer av selskaper, men at det likevel ikke må innebære en uthuling av tilbudsplikten. Tilbudsmyndigheten kan videre i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv etter vphl. § 6-2 første ledd nr. 1 til 3, jf. vphl. § 6-2 annet ledd, og er begrunnet i å hovedsakelig skulle kunne ramme omgåelsestilfeller, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.5.2.

Det er også gitt unntak fra tilbudsplikt for visse institusjoner i vphl. § 6-3. Bestemmelsen sier at tilbudsplikt ikke vil inntre når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement. Dette gjør seg gjeldende både i tilfeller der ervervet bringer finansinstitusjonen over terskelen på 1/3 i vphl. § 6-1 eller over tersklene for gjentatt tilbudsplikt i vphl. § 6-6. Finansinstitusjonen plikter å straks gi melding om slike erverv til

tilbudsmyndigheten, og tilbudsmyndigheten kan pålegge institusjonen plikt til å, innen en fastsatt frist, fremsette et pliktig tilbud eller å selge seg ned slik at plikten bortfaller. Tilbudsplikten gjelder heller ikke for Statens finansfond, jf. vphl. § 6-3 annet ledd.

Det ble nylig foretatt en restrukturering av det børsnoterte offshore- og subsea rederiet Siem Offshore ASA (heretter «Siem Offshore»), hvor aksjekapitalen ble nedskrevet til nærmest 0 og store deler av finansgjelden ble konvertert til aksjer. Det ble i tillegg tilført frisk aksjekapital ved en rettet emisjon med kontantinnskudd. I lys av restruktureringen av Siem Offshore kan tilbudspliktsregelverket problematiseres på visse punkter, og dette vil belyses i det følgende.

4.9.1 Siem Offshore-saken

Siem Offshore signerte nylig (mai 2021) en endelig restruktureringsavtale som det har vært arbeidet med i lang tid, hvorav nærmere 1/3 av selskapets totale gjeld ble konvertert til aksjer. Denne prosessen har pågått i over et år og er et resultat av et selskap med høy gjeldsgrad og et utfordrende offshoremarked med lite aktivitet.⁶⁴ Ved utløp av tredje kvartal (Q3) 2020 beløp netto rentebærende gjeld seg til totalt 920 millioner dollar, eller 7,8 milliarder NOK.

Restruktureringsavtalen innebærer blant annet at 269 millioner dollar av gjelden (tilsvarende 2,2 milliarder NOK) blir omgjort til egenkapital i selskapet. Konverteringen ble gjort til en kurs på 0,10 NOK per aksje, og førte til en betydelig utvanning av de eksisterende aksjonærene i selskapet.⁶⁵ Etter gjeldskonverteringen eier kreditorene rundt 96 prosent av selskapets utestående aksjer. Dette er et resultat av at det ble utstedt nærmere 23 milliarder nye aksjer mot konvertering av gjeld.

Siem Industries, kontrollert av Kristian Siem, eide nesten 84 prosent av aksjene i Siem Offshore og deler av gjelden (gjennom bl.a. obligasjonslån *SI0FF02*) før selskapet fullførte restruktureringsavtalen.⁶⁶ Det vil derfor i all hovedsak være Siem Industries som eier aksjene som ikke ble utstedt til kreditorene ved konverteringen (rundt 4 prosent av selskapets utestående aksjer). I tillegg utgjorde

⁶⁴ (Njøsen & Strandli, 2021)

⁶⁵ (Njøsen, 2021)

⁶⁶ (Njøsen & Strandli, 2021)

konverteringen av gjelden Siem Industries eide ca. 29,4 prosent av selskapets utestående aksjer, som således gjør selskapet til eier av om lag 33,6 prosent av Siem Offshore etter restruktureringen.⁶⁷ Restruktureringen innebærer i tillegg at forfallstidspunktene for deler av selskapets restgjeld forskyves fremover i tid. Dette er primært for å legge til rette for at likviditeten i selskapet skal kunne bedres, da avdragsbetjening er svært likviditetsbelastende. Det tillater også selskapet tilstrekkelig tid til å posisjonere seg for videre vekst og utvikling.⁶⁸

Av kreditorene som fikk gjelden sin konvertert til egenkapital innehar Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK), ved det heleide datterselskapet Støperigata Holding AS, den største posten. Selskapet fikk tildelt 7 774 316 076 aksjer i Siem Offshore, en beholdning som utgjør 32,54 prosent av selskapets totale utestående aksjer.⁶⁹ GIEK er dermed blant selskapets største aksjonærer. Dette betyr at GIEK dermed har posisjonert seg rett under terskelen for å måtte fremme et pliktig tilbud på alle selskapets aksjer, jf. vphl. § 6-1 første ledd. Den 26. mai 2021 ble det publisert flaggemelding om ervervet.⁷⁰

Etter dagens regelverk kan den overnevnte konverteringen problematiseres på to punkter. For det første kan det tenkes at tilbudspliktregelverket har vanskeliggjort restruktureringen Siem Offshore hadde behov for. Slik nevnt inntreer ikke tilbudsplikt «når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement.» jf. vphl. § 6-3 første ledd. Tilbudsmyndigheten kan likevel gi pålegg om at det skal fremsettes et tilbud etter en fastsatt frist. Oslo Børs sin praksis når det gjelder banker, er at de godtar at bankene normalt kan sitte på aksjeposten i inntil 2 år uten at det utløses tilbudsplikt. GIEK kan riktignok ikke sies å være et eget selskap, men en del av staten, og staten er følgelig ikke en finansinstitusjon. Dermed tilsier ordlyden i § 6-3 at GIEK faller utenfor denne unntaksbestemmelsen.

Det fremkommer likevel av GIEKs hjemmeside at de er «en profesjonell statlig finansinstitusjon»⁷¹. Det kan dermed tenkes at GIEK også i begrenset omfang vil

⁶⁷ (Mjaaland, 2021)

⁶⁸ (Njøsen, 2021)

⁶⁹ (Jacobsen, 2021)

⁷⁰ (Siem Offshore, 2021)

⁷¹ (GIEK, 2021)

være omfattet av unntaksbestemmelsen i vphl. § 6-3. Dette kan tenkelig ha vanskeliggjort restruktureringen i Siem Offshore, da GIEKs gjeldspost i utgangspunktet var stor nok til at en fullstendig konvertering ville være sammenfallende med at det forelå en risiko for å havne i en tilbudspliktig situasjon. På grunn av usikkerheter tilknyttet hvorvidt GIEK omfattes av unntaksbestemmelsen, kunne plikten i verste fall inntre umiddelbart. Dette må antas å være en risiko GIEK ikke ønsket å utsette seg for, og at det derfor ble utarbeidet alternative løsninger som ikke innebar en overskridelse av terskelen i vphl. §6-1 første ledd.

Videre kan det tenkes at dersom Siem Offshore ikke hadde fått gjennomslag for restruktureringsavtalen hos de øvrige kreditorene i selskapet, ville dette kunne hatt innvirkning på hvorvidt restruktureringen overhodet var gjennomførbar. Siden restruktureringen var en nødvendighet for å redde selskapet fra konkurs kunne dette i lengste utstrekning hatt katastrofale følger. På bakgrunn av at saken utspilte seg nylig er det begrenset med kilder å se til. Det kan likevel antas at løsningen partene måtte komme til innebar en vanskeliggjøring av en allerede utfordrende transaksjon, som ikke kan legges til grunn å være en anvendbar løsning i andre tilsvarende tilfeller.

For det andre kan det legges til grunn at GIEK ikke har interesse av å bli storaksjonær i selskapet. GIEK er som nevnt ikke en finansinstitusjon og yter ikke lån, men stiller garantier. Hvis et norsk verft for eksempel ønsker å eksportere skip til en utenlandsk reder vil GIEK stille garanti for det utenlandske rederiets låneopptak (normalt 70 prosent av låneopptaket). Dette er for å bedre det norske verftets konkurranseposisjon mot andre verft fra andre land. Når det utenlandske rederiet skal låne penger i markedet vil det følgelig være positivt å kunne vise til en GIEK garanti med tilnærmet ingen risiko (utstedt av den norske stat) for rentebetingelsene i banken det lånes penger i. Dersom rederiet ikke lengre klarer å betjene sine gjeldsforpliktelser, vil GIEK tre inn som garantist slik at banken får dekning for sitt ytte lån. Av den grunn blir GIEK, som implisitt er staten, en kreditor. I restruktureringen av Siem Offshore var GIEK og SR-banken blant de store institusjonene som ble berørt av konverteringen.

Disse har følgelig ikke et ønske om å bli storaksjonærer i Siem Offshore. Det er naturlig nok store forskjeller på et direkte engasjement i et selskap gjennom aksjer og på et engasjement som kreditor. På den ene side endres den økonomiske eksponeringen ved at avkastningen går fra å være rentebetalinger til å bli utbytte eller verdistigning i aksjen. Avkastningen går derfor fra å være fast (i gjeldsperioden) til å bli variabel, da den avhenger av selskapets prestasjoner og fortjeneste. Dette endrer risikobildet knyttet til investeringen. Risikoen kursbildet utgjør vil også ha implikasjoner på hva GIEK eventuelt ville fått solgt aksjeposten (som overstiger tilbudspliktgrensen) for, dersom dette skulle være aktuelt for å unngå tilbudsplikten.

En mer sentral differanse mellom de to eierformene er at en kreditor i utgangspunktet kun besitter et dokument som verifiserer at det er ytt et lån og at det skyldes penger som skal tilbakebetales i gitte intervaller etter gitte rentebetingelser før hovedstolen forfaller. Som aksjonær derimot tar man del i selskapets egenkapital og innehar en posisjon som faktisk deleier av selskapet. Dette innebærer at man har anledning til å utøve stemmeretten sin på generalforsamlinger, og kan derfor være delaktig i avgjørelsen av diverse selskapsbeslutninger. Dette betyr følgelig at man må forholde seg til eierskapet sitt på en vidt forskjellig måte enn som kreditor.

GIEK har også tidligere gått fra å være lånegarantist til eier i andre shippingselskaper som følge av restruktureringsprosesser. Eksempler på dette er Farstad Shipping og Havila Shipping.⁷² Selv om eierskapet er en «siste utvei», og i utgangspunktet ment å være midlertidig, kan det problematiseres hvorvidt det er hensiktsmessig at GIEK sitter på betydelige aksjeposter i mange selskaper. Dette kan ses særlig i lys av deres primærvirke, som er å gi lånegarantier til selskaper for å utløse investeringer. Deres virke er således ikke å drive investeringer selv eller å monitorere eget engasjementet som deleier av ulike selskaper. Det vil også være andre forskjeller mellom aksjonærer og kreditorer når det gjelder prioritet og vern etter lov, men dette vil ikke drøftes ytterligere.

⁷² (Hovland, 2021)

Poenget med resonnetet over er at konverteringen av gjelden i Siem Offshore kan tenkes å ha plassert GIEK i en posisjon de ikke ønsker å være i, og heller ikke har forutsetninger for å lykkes i. Ved å i tillegg risikere å måtte fremme et pliktig tilbud på alle de øvrige aksjene i selskapet vil den overnevnte problematikken betydelig forsterkes. Vi har fått opplyst at det var en reell problemstilling at GIEK potensielt kunne utløse tilbudsplikt, men dette ble som nevnt adressert gjennom alternative løsninger. Dersom tilbudspliktsgrensen ville blitt overtrådt i denne saken, ville tolkningen av vphl. § 6-3 kunne blitt en aktuell problemstilling. Til tross for at tilbudsmyndigheten skulle vurdert dette på forhånd skapes det ytterligere usikkerheter rundt børsklagenemdens adgang til å oppheve eventuelt vedtak dersom dette skulle blitt påklaget.

De overnevnte problemstillingene mener vi gir grunnlag for å problematisere dagens regelverk.

4.9.2 Børsens tolkningspraksis

Børsens tolkningspraksis peker dit hen at overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper har vært unntatt reglene om tilbudsplikt. Forarbeidene peker på at temaet av skjønsmessig art vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller som ledd i en rekke transaksjoner som til sammen utgjør det.

For å eksemplifisere unntaksbestemmelsene og hvilke vurderinger tilbudsmyndigheten legger til grunn kan det sees til søknad om dispensasjon fra tilbudsplikt i Hexagon Composites ASA i 2014.

Børsen traff vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt med hjemmel i vphl. § 6-2 tredje ledd for Flakk Holding 1 AS sitt erverv av 39 115 988 aksjer i Hexagon Composites ASA gjennom fisjon fra Flakk Holding AS. Som en del av fisjonen vil også Flakk Holding 1 AS erverve 97,1 prosent av aksjene i Flakk Invest AS, som igjen eier 1 000 000 aksjer i Hexagon Composites ASA. Dispensasjonen som ble gitt ligger innenfor børsens dispensasjonsmyndighet.

I ovennevnte sak ble det også reist spørsmål om Oslo Børs' forståelse av reglene om etterfølgende erverv og gjentatt tilbudsplikt. I e-post til Advokatfirmaet Schjødt AS uttalte børsen seg om tolkningsspørsmålet, men på bakgrunn av Oslo Børs' begrensede myndighet kunne det ikke gis dispensasjon eller noen bindende

forhåndsuttalelse på hvordan aktørene hadde måttet forholde seg til tilbudsplikten dersom de foretok et etterfølgende erverv. Til tross for børsens uttalelser om spørsmålet kan dette likevel ikke sies å ha bidratt til noen endelig konklusjon. Det blir således opp til mottakeren å bestemme hvorvidt de tolker børsens uttalelser dit hen at det er overveiende sannsynlig at etterfølgende erverv vil utløse tilbudsplikt, eller ikke.

Dette bidrar etter vårt syn ikke til en betryggende grad av forutberegnelighet, og det fremstår paradoksalt at dette er tilfellet, gitt forutberegnelighetens verdi i norsk rett for øvrig. Uttalelsen er riktignok velvillig, men den er ikke bindende og medfører ikke at man kan påklage vedtaket til børsklagenemnden. Denne uforutsigbarheten anser vi å være en svakhet ved regelverket som på ingen måte gagnar noen. Et revidert regelverk med ytterligere adganger for endelige avklaringer forut for en handling vil ikke nødvendigvis svekke minoritetsaksjonærenes interesser, tvert imot kan det argumenteres for at dette også vil være i deres interesse. Dette drøftes ytterligere i [Del III: analyse og diskusjon](#).

Det følger videre en siste mulighet for å unntas tilbudsplikt etter loven. I dette ligger det at den som trigger tilbudsplikt har mulighet til å foreta et nedsalg. Nedsalget må utgjøre den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i § 6-1, eller de aksjer som er anskaffet ved et etterfølgende erverv etter § 6-6, jf. vphl § 6-8 første ledd jf. § 6-9 annet ledd. Dette skal meldes tilbudsmyndigheten straks, og salget må foretas innen 4 uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

Selv om loven oppstiller visse unntak for den generelle- og gjentatte tilbudsplikten, har tilbudsmyndigheten hjemmel i lov til å likevel skjønne over enkelttilfeller. Dette gjøres gjennom å enten vedta unntak fra tilbudsplikten ved konsolidering, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd eller ved å i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som i utgangspunktet er omfattet av unntaksreglene i § 6-2 første ledd nummer 1 til 3, jf. vphl. § 6-2 annet ledd. Dette åpner for at det kan være vanskelig å kjenne rekkevidden av disse bestemmelsene, og ble blant annet problematisert i Belships-saken. Her opphevet børsklagenemnden i sak 1/2019 Oslo Børs' vedtak om å ikke pålegge tilbudsplikt som følge av fusjon etter vphl. § 6-2 annet ledd, jf. § 6-2 første ledd nummer 3.

4.9.3 Belships-saken

Ved fremleggelse av Q4 resultat i 2017 opplyste Belships ASA (heretter «Belships») at deres største aksjonær (med 67,05 prosent av aksjene) Sonata hadde informert styret i Belships om at de vurderte sitt langsiktige eierskap i selskapet. I tråd med Sonata engasjerte Belships ABG Sundal Collier som finansiell rådgiver for å evaluere strategiske alternativer.

Kontrari (ved Advokatfirmaet Thommessen AS) sendte så en anmodning til Oslo Børs om en forhåndsuttalelse vedrørende tilbudsplikt i forbindelse med Kontraris kjøp av aksjer i Belships fra Sonata og etterfølgende fusjoner mellom datterselskaper av Kontrari og datterselskaper av Belships.

Samtidig annonserte AS Concensio, et heleid datterselskap av Tidships AS, et frivillig tilbud på alle utestående aksjer i Belships. Tilbudet ble ikke anbefalt av styret i Belships, og Sonata hadde også uttrykt at de ikke ville akseptere tilbudet. Tilbudet ble derfor ikke gjennomført.

I børsmelding den 6. juli 2018 annonserte styret i Belships at de hadde vurdert strategiske alternativer sammen med sin finansielle rådgiver ABG, og den planlagt transaksjonen mellom Kontrari og Sonata ble presentert. Transaksjonen besto av to steg og innebar at Kontrari skulle kjøpe 30,2 prosent av aksjene i Belships fra Sonata til en pris på NOK 7 kr per aksje (ca. 28 prosent over børskurs), og holdingselskapene i Lighthouse-konsernet (kontrollert av Kontrari) skulle fusjoneres inn i Belships-konsernet mot utstedelse av aksjer i Belships. Fusjonen skulle gjennomføres som en såkalt trekantfusjon, jf. asal. § 13-2 annet ledd. Det var enighet om bytteforholdet i fusjonen, som innebar at Kontrari ville eie 68,78 prosent av aksjene i Belships etter aksjekjøpet og fusjonen. Styret i Belships omtalte for øvrig fusjonen som kommersielt svært godt begrunnet med mulighet for en realisering av synergieffekter, samt at det ville legge til rette for videre vekst.

Forut for transaksjonen forsikret Kontrari seg gjennom prosessavtalen om at aksjekjøpet ikke ville finne sted uten at fusjonen også ble gjennomført. Dette tillot Kontrari og i realiteten forhåndssikre seg om at Sonata ville stemme gjennom fusjonen. Det rettslige spørsmålet var hvorvidt transaksjonen var strukturert med et formål om å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt. Oslo Børs kom

gjentatte ganger frem til at hensynene som medfører at fusjon er unntatt tilbudsplikt, ikke slo inn i dette tilfellet. Således var det ikke aktuelt å pålegge Kontrari tilbudsplikt etter bestemmelsen om “særlige tilfeller” i vphl. § 6-2 annet ledd. Børsklagenemnden anførte derimot, etter klage fra minoritetsaksjonærene i Belships, at “særlige forhold” foreligger der de sentrale forutsetningene som betinger unntak fra tilbudsplikten ikke kan anses for å være til stede. Formålet med transaksjonen vil således være av betydning, men børsklagenemnden fastslår at det likevel ikke vil være avgjørende hva som er det “sentrale elementet” i transaksjonen.

Det vil altså kunne pålegges tilbudsplikt dersom hensynene som begrunner fritaket i § 6-2 første ledd nummer 3 ikke er til stede, selv hvor fusjonen har en fremtredende kommersiell begrunnelse. Nemnden trekker særlig frem at det i transaksjoner mellom en kontrollerende aksjonær og fusjonspartneren (som inkluderer både avtaler om overdragelse av aksjer og forpliktelser om stemmegivning ved fusjon) må vurderes med særlig aktsomhet. Det ble vurdert at problemstillingen i saken var sammenhengen mellom aksjeervertet og fusjonen, samt det særlige vederlaget Sonata oppnådde ved aksjesalget. Denne merverdien Sonata realiserte kom ikke de øvrige aksjonærene til gode, og likebehandling av aksjonærene ble trukket frem som et tungtveiende hensyn. På bakgrunn av dette konkluderte børsklagenemnden at det forelå “særlige forhold” i saken, og at hensynet til minoritetsaksjonærene tilsa at Kontrari således måtte pålegges tilbudsplikt. Kontrari AS og Kontrazi AS bestred ikke vedtaket.

Selv om Belships-saken representerer den første gangen bestemmelsen om “særlige forhold” har blitt benyttet kan det stilles spørsmålstegn ved hensiktsmessigheten av saksgangen og forutberegneligheten for de involverte parter (som må antas å ha handlet i god tro).

Oslo Børs avga som nevnt først en forhåndsuttalelse etter anmodning fra Advokatfirmaet Thommessen AS den 19. juni 2018 hvor de vurderte at den forelagte transaksjonen ikke faller inn under “særlige tilfeller” i vphl. § 6-2 annet ledd, og at Kontrari AS og Kontrazi AS ikke kan pålegges tilbudsplikt i Belships som følge av fusjon etter vphl. § 6-2 første ledd nummer 3. Dette var forbeholdt at transaksjonen hadde som forutsetning at aksje- og allmennaksjelovens alminnelige

regler om fusjon ble fulgt. Etter brev av 8. august 2018 fra Arnzten de Besche Advokatfirma AS, med anmodning om fornyet vurdering av tilbudsplikt i forbindelse med transaksjonen, konkluderte Oslo Børs igjen at det ikke foreligger “et særlig tilfelle” og derfor ingen tilbudsplikt. Etter et nytt fremmet krav av Arnzten de Besche Advokatfirma AS (på vegne av Tidships AS) om pålegg av tilbudsplikt, konkluderte Oslo Børs for tredje gang den 21. desember 2018 med at det ikke kunne pålegges tilbudsplikt som følge av transaksjonen. Saken ble deretter klaget inn til børsklagenemnden i sak 1/2019 som den 28. februar 2019 vedtok å oppheve Oslo Børs’ vedtak av 21. desember 2018, og dermed pålegge Kontrari AS og Kontrazi AS tilbudsplikt i Belships ASA, jf. vphl. § 6-2 annet ledd, jf. § 6-2 første ledd nr. 3. Fastsatt tilbudspris ble satt til NOK 7 per aksje.

4.9.4 Betydning for minoritetsaksjonærer som deleiere i et børsnotert selskap

At et selskap er notert på Oslo Børs betyr at selskapet er tilgjengelig for allmennheten. Eierskapsstrukturer i selskaper på Oslo Børs varierer, dog stilles det krav ved tidspunktet for opptak til handel om at minst 25 prosent av den tegnede kapitalen som den relevante aksjeklassen representerer, er i allmennhetens eie, jf. Oslo Regelbok 2 - Utstederregler punkt 3.1.4.1. Aksjene må for øvrig også være eid av minst 500 aksjonærer, jf. punkt 3.1.4.2. Det klare utgangspunktet er derfor at selskapet ved notering skal være tilstrekkelig eiet av allmennheten. Når selskapets aksjer noteres på hovedlisten vil i prinsippet alle og enhver kunne handle i disse aksjene, og således bli deleier i et selskap man selv måtte ønske. Dette fordrer naturligvis at det er tilgjengelige eierandeler å erverve. Bare i 2020 entret om lag 90.000 nye aksjonærer Oslo Børs, et rekordhøyt antall mot de knapt 5.000 som vanligvis gjøre sin entré på børsen i et normalår.

Mer enn halvparten av de nye aksjonærene i 2020 var dessuten under 40 år.⁷³ Det er altså liten tvil om at det er mange ikke-profesjonelle investorer på Oslo Børs som antagelig ikke er kjent med sine rettigheter som deleiere. Oslo Børs steg med 16,6 prosent i 2019, og dette, i tillegg til lave renter, trekkes frem som noen av hovedgrunnene til at vi har sett et økt antall nye investorer. Denne årsakssammenhengen tilsier at flere har ønsket å ta del i verdistigningen. Det kan

⁷³ (Engebretsen, 2021)

dog ikke legges til grunn at alle som deltar i markedet har kjennskap til aksjemarkedets dynamikk, eller har foretatt fundamentalanalyser i aksjene de investerer i. Dette er altså en gruppe aksjonærer som både har behov for og rett til beskyttelse av lovgivning og regelverk. Dette skal sikre investorbeskyttelse, slik at det foreligger incentiver til å delta på aksjemarkedet. Investorbeskyttelsen kan i særlig grad problematiseres på Euronext Growth, som per definisjon ikke er et “regulert marked”. Dette belyser vi også senere i oppgaven.

Det kan tenkes at dersom tilbudsmyndigheten utstyres med tilstrekkelig kompetanse og myndighet til å vedta bindende forhåndsuttalelser (redegjort for i [punkt 4.11](#)), så vil også minoritetsaksjonærene i større grad være oppdatert på selskapsbeslutninger som vurderes gjennomført. Dette vil også kunne øke forutberegneligheten for minoritetsaksjonærene, blant annet ved at de vil ha mer tid til å sette seg inn i handlinger selskapet vurderer og konsekvensene av dem. Tilbudsperioden som følger av vphl. § 6-11 første ledd kan ikke være kortere enn fire uker eller lengre enn seks uker. Et vedtak omhandlende konsekvensene av en tenkt handling vil derfor gi alle aksjonærer ytterligere tid til å foreta en veloverveid avgjørelse. Dette vil bedre forutsetningene for hvordan man bør forholde seg til at en majoritetsaksjonær eksempelvis vil måtte fremme et pliktig tilbud eller at en planlagt gjennomført transaksjon/handling ikke vil utløse den nevnte plikten. Det kan dog problematiseres at minoritetsaksjonærer ikke er flinke til å følge med på publiserte selskapsmeldinger, og at økt informasjonsstrøm kan oppleves som “støy”.

Det må likevel nevnes at dette er en sentral del av det å være deleier i et selskap. Det må kunne forutsettes at alle aksjonærene vil ha nytte av denne type informasjon, samt at informasjonen fanges opp av den enkelte aksjonær etter publisering. Således vil nedsiden ved at bindende forhåndsuttalelser innføres i norsk rett etter vårt syn være begrenset, hvorledes oppsiden for den enkelte aksjonær tenkelig kan være stor. Dette forutsetter at det gjøres på en adekvat måte, noe vi diskuterer avslutningsvis i oppgaven.

4.10 Flexibilitet i tilbudspliktregelverket utenfor Norge

Regler om pliktig tilbud har vært gjeldende i hele EU etter adopsjonen av «takeover» direktivet i 2004. Tilsvarende regler finner man også i jurisdiksjoner

utenfor EU, herunder Australia, Hong Kong, Russland, Singapore, Sør-Afrika, Sveits og (med noen variasjoner) Canada og Japan.⁷⁴ Det kan med andre ord sies å være nærmest globalt akseptert at det finnes et behov for å regulere virksomhetsoverdragelser, og at de formål reglene søker å ivareta er reelle.

Det klassiske synet på reglene om tilbudsplikt har blant akademikere innen juss og økonomi vært relativt negativt.⁷⁵ Kritikken rettes gjerne mot reglenes effekt i å forhindre ønskelige transaksjoner og således skape en ineffektivitetskostnad. Det generelle synet er gjerne at den oppståtte ineffektivitetskostnaden overstiger reglenes fordeler over en tilnærming lik markedsregelen.

I takeoverdirektivets innledende «formålsparagraf» gis det uttrykk for at overtakelsesreguleringen bør ha rom for fleksibilitet og evne til å omstille seg nye omstendigheter som måtte oppstå, slik at regelverket kan fungere effektivt. I dette legges det at reguleringen bør åpne for unntaksmuligheter, så fremt visse generelle prinsipper fremdeles er ivaretatt jf. «formålsparagrafen» pkt. (6). De generelle prinsippene defineres videre i artikkel 3 og omhandler blant annet likebehandling, beskyttelse, rett til tilstrekkelig tid og informasjon. Direktivet tilsikter således å legge opp til en grad av fleksibilitet som ikke kan ses direkte oversatt i norsk rett. I dette legger vi at det etter direktivet er åpent for en videre dispensasjonsadgang enn det Oslo Børs som tilbudsmyndighet i dag kan utøve. Likevel er det som nevnt en rekke generelle prinsipper som må ivaretas, og det vil derfor bero på hvordan en videre dispensasjonsadgang innføres og praktiseres.

Dette er et moment vi drøfter senere i oppgaven, og vi finner fleksibilitet, eller mangelen på den, særlig interessant i tilfeller hvor det finnes holdbare argumenter for unntak, eksempelvis i oppkapitaliseringstilfeller.

4.11 Bindende forhåndsuttalelser

Tilbudsmyndigheten kan bare gi dispensasjon fra tilbudsplikten i de tilfeller det er hjemlet i lov. I tilfeller som faller utenfor tilbudsmyndighetens dispensasjonsrett er det kun mulig å få veiledende forhåndsuttalelser fra Oslo Børs. Til syvende og sist vil dette være en risiko man selv må bære konsekvensene av. Det er heller ikke slik

⁷⁴ (Schuster, 2013)

⁷⁵ (Schuster, 2013)

at Oslo Børs' tolkning kan forventes å harmonisere med børsklagenemndens tolkning. En avlagt tolkningsuttalelse fra Oslo Børs, selv gitt i god tro, kan derfor likevel gi et uønsket resultat. Seadrill- og Belships saken er eksempler på dette, slik vi har redegjort for tidligere i oppgaven.

I England har parlamentet åpnet for muligheten til bindende forhåndsuttalelser i tilfeller hvor aktører ønsker å avklare konsekvensene av en handling eller transaksjon. Dette gjøres gjennom et selvregulerende organ som konsulterer sentrale markedsaktører for å få en «feeling» på hva markedet mener. Dette er gjort for å eliminere all usikkerhet, samt bidra til en strøm av informasjon man trygt kan agere etter. Dette ble presentert i intervjuet med Dag Erik Rasmussen den 12. mai 2021. Tilsvarende adgang finnes hos den relevante tilbudsmyndigheten etter dansk og svensk rett, hvor myndigheten er utstyrt med tilstrekkelig kompetanse til å gjøre unntak fra reglene om tilbudsplikt på et generelt plan, dersom det foreligger tilstrekkelige grunner for det.⁷⁶

4.12 Verdipapirlovutvalgets utredning NOU 2019:1

Verdipapirlovutvalget, oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015, avga utredning NOU 2019:1 om overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud) og endringer i verdipapirhandelloven, til Finansdepartementet den 23. januar 2019. Utvalget skal i henhold til mandat komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte verdipapirregelverk i norsk rett. Utvalget skal også vurdere behovet for revisjon av reglene om tilbudsplikt ved oppkjøp av selskaper notert på regulert marked.

Etter lovutvalgets vurdering er det behov for revisjon av unntaksbestemmelsene i verdipapirhandelloven. Gjeldende rett er, som nevnt i [punkt 4.9](#), at unntak fra tilbudsplikten kan gjøres i særlige tilfeller ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-2 tredje ledd såfremt dette ikke utgjør et kontrollskifte. Dette er et tungtveiende hensyn for unntaksbestemmelsene, men det forutsettes fortsatt at dette ikke er gjort som ledd i et forsøk på å omgå reglene.

⁷⁶ NOU 2019:1

Utvalgets syn er at adgangen til dispensasjon fra tilbudsplikten ikke bør være begrenset til erverv mellom identifiserte parter. Dette er fordi de samme hensyn kan gjøre seg gjeldende ved erverv fra en ekstern part som utløser tilbudsplikt for en undergruppe av en konsolidert gruppe, hvor den konsoliderte gruppen allerede har utløst og gjennomført et pliktig tilbud på samme grunnlag. Formålet med tilbudspliktreglene må ses i sammenheng med utvalgets forslag, da deres forslag ikke går på bekostning av ivaretagelsen av formålene med regelverket. I tilfeller hvor formålet fullt og helt er ivaretatt, men tilbudsplikt likevel er gjeldende, vil det kunne bidra til en uforholdsmessig vanskeliggjøring av oppkjøp og strukturendringer. Dette kan følgelig ha konsekvenser som strekker seg utover mikroøkonomien, og dermed påvirke samfunnsøkonomien negativt.

Med bakgrunn i det ovennevnte foreslår utvalget å utvide dispensasjonsadgangen til også å gjelde tilfeller hvor det ikke er erverv mellom identifiserte parter, og dette ervervet ikke utgjør et kontrollskifte. Kontrollskifter vil derfor fremdeles være underlagt tilbudspliktreglene, og vurderingen vil ligge i hvorvidt den aktuelle transaksjonen utgjør et kontrollskifte i seg selv eller som et ledd i det. I så tilfelle vil de øvrige aksjonærenes interesser ivaretas. Utvalget er av det inntrykk at denne endringen vil gjøre regelverket mer fleksibelt samt ivareta hensynet til forutberegnelighet.

Utvalget drøfter også dispensasjon for erverv tilknyttet selskaper i finansiell krise. Selv om utredningen er datert i begynnelsen av 2019, er denne drøftelsen mer aktuell nå enn noen gang. Dette understøttes av det våre erfarne intervjuobjekter trekker frem som særlige svakheter i regelverket. Uten å gå inn på detaljnivå konkluderte et ekspertutvalg den 7. april 2020 at de samlede realøkonomiske kostnadene i Norge per måned utgjør rundt 24 milliarder kroner. Dette tallet har riktignok senere blitt justert ned etter lettelsen av mange av de strengeste tiltakene, men hovedargumentene står seg. Norsk økonomi har blitt hardt rammet, og mange næringer har stått ovenfor gjeldsproblemer og konkurser.⁷⁷

Sammenfallende med utvalgets vurderinger, kan det forekomme tilfeller der tilbudsplikt vanskeliggjør og/eller er til hinder for hensiktsmessige Eiermessige

⁷⁷ (NRK, u.å.)

restruktureringer. Særlig aktuelt ser dette seg gjeldende for selskaper i alvorlige finansielle vanskeligheter. På lik linje med utvalgets vurderinger i konsolideringstilfeller, er det i slike situasjoner lite som tilsier at hensikten med erverv av aksjer gjennom deltakelse i (krise)emisjoner normalt vil være å søke kontroll over selskapet. Det må kunne legges til grunn at hensikten med slik deltakelse er å bidra finansielt slik at selskapet kan drifte videre, og således bidra til å sikre at verdien av eiernes og andre interessenter investeringer ikke skades unødvendig eller går tapt. I enkelte tilfeller kan det dessuten tenkes at majoritetsaksjonæren er den eneste som har mulighet eller incentiv til å delta med frisk kapital. Andre tradisjonelle kilder for kapital kan være uaktuelt på bakgrunn av selskapets finansielle situasjon.

Lovgiver har imidlertid forsøkt å vise fleksibilitet ved at det i mai 2020 ble innført ny midlertidig forskrift mai 2020 nr.1030 om mulig redusert tilbudspris i pliktige tilbud for å muliggjøre oppkapitalisering av selskaper i krise etter Covid-19 pandemien. Forskriften vil for øvrig oppheves 1. januar 2022 jf. § 3 annet punktum i nevnte forskrift.⁷⁸ Dette rammer både tilfeller hvor majoriteten tilfører egenkapital i selskapet gjennom emisjon eller ved konvertering av gjeld til egenkapital.

Riktignok er forskriftsendringen en “kan-bestemmelse”, hvor det er overlatt til budsmyndigheten å avgjøre adgangen til å justere tilbudsprisen. Dette bidrar i realiteten ikke til at problematikken vi adresserer løses. Gjeldende rett er således at disse situasjoner kan utløse tilbudsplikt med de bestemmelser som følger av vphl. kapittel 6, men at det finnes muligheter for å få nedjustert tilbudsprisen gitt forholdene. Det kan vanskelig sies at dette er en adekvat og god løsning for selskaper som står i vanskeligheter etter pandemien, og hvor dette kanskje er siste utvei.

Verdipapirlovutvalget fremmer at det bør innføres en egen adgang for budsmyndigheten til å gi dispensasjon fra tilbudsplikten i slike tilfeller, og hvor ervervet må anses nødvendig for å redde selskapet. Selv om NOU 2019:1 kom før den midlertidige endringen i forskrift om mulig redusert tilbudspris, legger

⁷⁸ (Regjeringen, 2020)

utredningen opp til å sikre en forutberegnelighet som ikke kan anses direkte implementert i den nåværende justeringen.

4.13 Bindende forhåndsuttalelser utenfor verdipapirretten

Adgangen til å kunne gi bindende forhåndsuttalelser er til stede i rettsområder utenfor verdipapirretten. I skatteretten har for eksempel skattedirektoratet anledning til å gi bindende forhåndsuttalelser til både privatpersoner, foreninger og næringsdrivende. Dette skal bidra til å klargjøre skatte- eller avgiftsmessige konsekvenser av planlagte handlinger.⁷⁹

Skatteforvaltningsloven kapittel 6, med tilhørende skatteforvaltningsforskrift § 6-1, omhandler bindende forhåndsuttalelser og angir nærmere regler om skattekontorenes og skattedirektoratets kompetanse til å gi bindende forhåndsuttalelser. Hovedformålet med reglene er å bidra til forutberegnelighet.⁸⁰ Det er sett et reelt behov for den skattepliktiges anledning til å vite hvilke skatte- og avgiftsmessige virkninger en planlagt disposisjon vil ha. Uten reglene om bindende forhåndsuttalelser ville det vært økt usikkerhet knyttet til et eventuelt fremtidig skattekrav, som igjen kan ha et uønsket økonomisk utfall for den skattepliktige.

Det kan derfor trekkes paralleller til usikkerheten dagens verdipapirhandellov legger opp til for tilbyderes vegne. Vi vil ikke gi en uttømmende fremstilling av andre forskjeller og likheter mellom rettsområdene, men behovet for forutberegnelighet ser seg gjeldende i begge. Lovgiver har imidlertid valgt vidt forskjellige tilnærminger i forsøket på å adressere hensynet til forutberegnelighet i de overnevnte rettsområdene, og det er etter vårt syn holdepunkter for å si at løsningen som er inntatt i skatteforvaltningsloven ivaretar aktørenes interesser på en mer tilfredsstillende måte.

4.14 Euronext Growth

Euronext Growth, tidligere Merkur Market, er en multilateral trading fasilitet (MTF). En MTF er en uregulert markeds plass iht. verdipapirhandelloven og tilbyr

⁷⁹ (Skatteetaten, 2004-2021)

⁸⁰ (Skatteetaten, 2004-2021)

i all hovedsak handel i aksjer. Grunnlaget for eksistensen av MTF'er er EUs ønske om å åpne for mer konkurranse i verdipapirmarkedene og for å forenkle små og mellomstore bedrifters tilgang til kapitalmarkedet. Euronext Growth er altså ikke et regulert marked og er derfor kun i begrenset grad underlagt verdipapirhandellovens regler. Reglene om innsidehandel er for eksempel gjeldende på Euronext Growth som på hovedlisten med tilsvarende bakenforliggende formål og hensyn.

Euronext Growth omtales ofte som Oslo Børs'-lillebror og har særlig i nyere tid opplevd en voldsom pågang av noteringer av særlig grønne- og teknologiaksjer. Grunnen til at selskaper velger å notere aksjene sine på Euronext Growth er hovedsakelig at det er en raskere, mindre regulert og en betydelig billigere prosess, og selskapet vil således få raskere tilgang på kapital. På Euronext Growth kan det ta én til to uker å notere seg, hvorledes det til sammenligning kan ta opptil to måneder på hovedlisten. Kravene til due diligence av selskapene er lavere, og forhold som knytter seg til aksjene og de økonomiske forhold, herunder spredning, minste kursverdi og krav til opptaksdokumentet, er også satt lavere enn på hovedlisten. Det er også mildere prospektkrav på Euronext Growth, som følgelig vil ha innvirkning på ressursbruken ved en notering. MTFen er regulert av en harmonisert regelbok, Euronext Growth Regelbok Del I, og ikke-harmoniserte regler (i form av en regelbok for hver markeds plass samt andre lokale dokumenter) der dette er nødvendig.

I utgangspunktet ble flere av aksjene på Euronext Growth handlet på en likviditetsrabatt, men det økende volumet man har sett i nyere tid kombinert med en større risikovillighet i markedet har ført til høy interesse for deltakelse blant investorer. Selskapene som har valgt å notere seg på Euronext Growth har opplevd en fantastisk god prising ved introduksjonen (IPOen) sammenlignet med en tradisjonell M&A transaksjon, som kan sies å være en hoveddriver for den opplevde pågangen.⁸¹

Norgessjef i ABG Sundal Colliers, Peter Straume, uttalte i et intervju at man "nesten ikke har sett et slikt marked i manns minne - med både interesse og kapital tilgjengelig".⁸² I 2020 alene gikk hele 49 selskaper på lavterskel-børsen, og i slutten

⁸¹ (Christensen, 2021)

⁸² (Lorentzen, 2020)

av mars 2021 hadde markedsplassen opplevd 24 nye noteringer, med flere titalls planlagte noteringer i løpet av første halvår i 2021. Som nevnt er det særlig selskaper innen teknologi, sjømat og selskaper med grønn profil som søker notering. Dette er såkalte *vekstaksjer*, som vil si selskaper med lav inntjening i dag, men med antatt stort potensial for vekst og lønnsomhet i fremtiden. Selv om selskapene som noterer seg på Euronext Growth har opplevd stor interesse blant investorer for tegning av aksjer, har utviklingen stoppet noe opp. Kveiteoppdretteren Nordic Halibut måtte nylig avlyse sin kapitalinnhenting og hydrogenselskapet Hynion måtte ta til takke med en ordrebok som langt ifra var fulltegnet, med 60 millioner kroner hentet inn mot målet på 200 millioner.⁸³

Tilsynsdirektør Morten Balterzen uttalte seg nylig om risiko for «betydelig tap» i Euronext Growth-aksjer, og mener investeringsrisikoen er stor i de nye vekstselskapene.⁸⁴ Antall private investorer på markedsplassen ble seksdoblet til 60.000 i 2020, og om lag 95 000 småsparere eide aksjer på markedsplassen ved utgangen av Q1 2021, ifølge AksjeNorge.

Finanstilsynet påpeker at norske småsparere har investert betydelige midler i markedsplassen til tross for relativt kort historikk, begrenset likviditet i aksjene og høy verdsetting i forhold til bokførte verdier. På bakgrunn av dette fremhever Balterzen at ivaretagelse av investorvernet er viktig, og særlig for forbrukere, som ikke kan antas å ha samme mulighet til å vurdere risiko som profesjonelle aktører. Finanstilsynet har derfor iverksatt et tilsyn for å avklare om verdipapirhandelovens regler blir fulgt, og det understrekes at alle har et ansvar, både organisatoren av markedsplassen (Oslo Børs), tilretteleggere (meglerhusene) og andre profesjonelle aktører. Tilsynet ble påbegynt i juni i år og rapporten ventes å være klar senere i år.

Det er altså store forskjeller på Euronext Growth og hovedlisten, noe særlig det seneste året har vært med på å forsterke. Reglene på Euronext Growth har til dels blitt forsterket gjennom ikrafttredelse av nevnte harmoniserte regler den 30. november 2020. Harmoniseringen medfører for eksempel at det må offentliggjøres (flaggeplikt) dersom en person, som opptrer alene eller sammen med andre, når opp til, overstiger eller faller under en terskel for eierskap på 50 prosent eller 90 prosent.

⁸³ (Lorentzen, 2020)

⁸⁴ (Nilsen, 2021)

Dette må gjøres innen fem handelsdager etter å ha blitt kjent med en slik omstendighet, jf. Euronext Growth Markets Regelbok Del I punkt 4.3.1. Denne type endring bidrar følgelig til økt investorbeskyttelse. Til forskjell fra hovedlisten er det for øvrig selskapet selv som plikter å flagge dersom de er kjent med at nevnte terskler er passert.

Slik reglene er i dag må investorene likevel ta til takke med noe mindre beskyttelse. Reglene om tilbudsplikt er for eksempel ikke gjeldende på Euronext Growth, da lovgiver har valgt å ikke gi dette regelverket anvendelse på markedsplassen. Investorenes vern er derfor svakere i en oppkjøpssituasjon. I [punkt 6.11](#) kommer vi likevel tilbake til at formålet med tilbudsplikt i betydelig grad også gjør seg gjeldende for selskaper notert på Euronext Growth.

I Del III av oppgaven diskuterer vi våre syn på dette faktum, og hvilke konsekvenser dette kan ha i en oppkjøpssituasjon. Vi anser dette for å være svært relevant for oppgaven, da reglene er rigide og nærmest absolutte for selskaper notert på hovedlisten, mens de til sammenligning er «ikke-eksisterende» på Euronext Growth. I vurderingen av hvorvidt dispensasjonsadgangen kan utvides eller ytterligere suppleres, vil det derfor være særlig aktuelt å vurdere hvordan dette, som “en gylden middelvei”, ville artet seg som gjeldende rett.

5.0 Oppsummering av Del II

I denne delen av oppgaven har vi gjort rede for de legislative formål bak reglene om tilbudsplikt, regelverkets rekkevidde samt de utfordringer som medfølger reglenes manglende fleksibilitet og forutsigbarhet. I figur 7 presenteres de sentrale funn i forbindelse med gjennomgangen av tilbudspliktreglene.

Oppsummering av Del II	
Formålet med tilbudsplikt:	Formålet med regelverket om tilbudsplikt er i all hovedsak beskyttelse av minoritetsaksjonærer og likebehandling av aksjonærer

<p>Regelverkets rekkevidde:</p>	<p>Dette reguleres primært i vphl. § 6-1 om tilbudsplikt ved aksjeerverv. Hjemmelen oppstiller tre vilkår for tilbudsplikt: (1) Man må gjennom <i>erverv</i> bli eier av aksjer, (2) som representerer <i>1/3 av stemmene</i> (3) i et norsk selskap som er notert på <i>norsk regulert marked</i>. Regelverkets rekkevidde vil også bero på hva tilbyder må betale per aksje i det tilbudet som fremsettes. I vphl. § 6-10 fjerde ledd fremkommer det at “tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte.” “Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntre er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.”</p>
<p>De legislative hensyn:</p>	<p>De legislative hensyn er hovedsakelig todelt: (1) retten til å selge seg ut av et selskap hvor det skjer et kontrollskifte, gjerne kalt minoritetsaksjonærenes <i>“exit mulighet”</i>. (2) alle aksjonærer i selskapet <i>skal behandles likt</i>. Likebehandling er tiltenkt å sikres ved at alle aksjonærer i et selskap der det skjer et kontrollskifte, skal få</p>

	muligheten til å dele enhver kontrollpremie som betales
Regelverkets utfordringer:	<p>Reglene om tilbudsplikt er rigide og med få unntak. Gjeldende unntak er erverv som følge av arv, gave eller fusjon/fisjon etter vphl. § 6-2 første ledd. Unntakene er likevel ikke absolutte og kan i særlige tilfeller medføre tilbudsplikt likevel, jf. vphl. § 6-2 annet ledd. For øvrig er det unntak for finansinstitusjon som erverver aksjer for å unngå tap på engasjement etter vphl. § 6-3, slik vi problematiserer i lys av Siem Offshore-saken. Utenom dette vil reglene komme til anvendelse ved oppkjøp av børsnoterte selskaper så vel som ved oppkapitaliseringer. Det er utfordringer knyttet til forutsigbarheten og fleksibiliteten for tilbyder hva angår tilbudsprisen etter vphl. § 6-10 fjerde ledd. Spesielt det retrospektive utgangspunktet for fastsettelsen av tilbudsprisen kan være problematisk under disse økonomisk utfordrende tider. Den nylig innførte forskrift (fastslått av Departement 21. mai 2020) som innebærer at tilbudsmyndigheten kan endre tilbudsprisen dersom tilbudsplikt utløses i forbindelse med tilførsel av frisk kapital, gir lite eller ingen</p>

	forutsigbarhet for tilbyder. Videre fremstår det uklart hvordan man skal tolke reglene om konsolidering etter vphl. § 6-5 og de tilfeller hvor dette er unntatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3).
--	---

Figur 7: Sentrale funn i Del II.

Del III: Analyse og diskusjon

6.0 Analyse og diskusjon av intervjuene

I denne delen av oppgaven belyser vi problemstillingen: «Er reglene om generell tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser i vphl. kap. 6 fornuftig utformet?»

I den forbindelse har vi foretatt en vurdering av om tilbudsmyndighetens dispensasjonsadgang er for snever, både når det gjelder unntak for selve plikten, men også for fastsettelse av tilbudsprisen. Med bakgrunn i dette foretar vi en analyse som retter seg mot hvordan sentrale markedsaktører vurderer og forholder seg til reglene om generell tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser.

I dette ligger det en evaluering av hvilke tanker de har rundt regelverket slik det praktiseres i dag, og hvordan markedet som sådan anser regelverket. Videre har vi også undersøkt hvordan markedsaktørene forholder seg til regelverket. I dette ligger det blant annet en vurdering av hva de gjør for å optimalisere posisjonene sine og for å finne optimale løsninger innenfor regelverket. Intervjuobjektene er introdusert i metodekapittelet og består både av finansielle- og juridiske rådgivere med erfaring fra M&A-prosesser, samt en aktør fra selskapssiden med et industrielt perspektiv. Dette ga oss verdifulle innsyn i både hvordan regelverket oppleves i praksis og hvilke fordeler og utfordringer markedsaktørene finner relevante å diskutere.

I undersøkelsene våre har vi også vurdert hvorvidt bindende forhåndsuttalelser kan fungere som en egnet løsning for å adressere de relevante utfordringene, og hvilke implikasjoner dette ville hatt. I den forbindelse belyser vi også midlertidig forskrift

20. mai 2020 nr.1030 om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud, da dette kan anses som et forsøk fra finansdepartementet og lovgivers side på å adressere deler av problematikken, med den hensikt å vurdere om lovendringen egentlig har noen nevneverdig effekt.

Slik presentert i Del I omhandler oppgaven selskaper notert på hovedlisten (Oslo Børs), men vi berører også Euronext Growth (MTF) grunnet den høye aktiviteten der det seneste året, samt det faktum at generell tilbudsplikt ikke eksisterer på denne markedsplassen.

Stoffet vi har dekket i teorigjennomgangen vil sees i lys av dataene vi har hentet inn gjennom intervjuene der dette faller naturlig, slik at vi kan vurdere hvilke praktiske implikasjoner regelverket (slik det praktiseres i dag) har på oppkjøps- og oppkapitaliseringsprosesser.

6.1 Struktur ved oppkjøp og oppkapitalisering

Med oppkjøp er vårt utgangspunkt at det foretas et erverv av aksjer med målsetning om å oppnå full kontroll (100 prosent eierskap) i et selskap. Et erverv av aksjer er en forutsetning for at tilbudsplikt utløses, og andre oppkjøpsstrategier som for eksempel innmatskjøp vil derfor falle utenfor vår problemstilling. Med aksjer menes et verdipapir som kan omsettes på kapitalmarkedet, jf. vphl. § 2-2 første ledd, nummer 1, jf. § 2-4 første ledd, nummer 1.

Ved oppkapitaliseringer er utgangspunktet vårt at en aksjonær øker sin prosentvise eierandel i et selskap etter deltagelse i en kapitalforhøyelse og således trer inn i en tilbudspliktig situasjon, jf. vphl. §§ 6-1 første ledd eller § 6-6 første ledd. I oppkjøps- og oppkapitaliseringssituasjoner vil dette se noe forskjellige ut, da det ved oppkjøp kan antas å være et bestemt antall aksjer tilgjengelig for kjøp, hvorledes det i oppkapitaliseringstilfeller utstedes nye aksjer gjennom en rettet emisjon. Denne prosedyren avviker fra aksjonærlovgivningens hovedregel om fortrinnsrettsemisjoner jf. asal. § 10-4. Dette betegnes som en kapitalforhøyelse som kun retter seg mot spesifikke grupper av investorer.

Det bør også nevnes at man tidligere har sett at det ved fortrinnsrettsemisjoner har vært eksisterende aksjonærer som enten ikke har villet eller hatt anledning til å tegne seg. Vi har likevel, etter samtaler med veileder, avdekket at det har vært tidligere tilfeller hvor aksjonærer har passert terskelverdien for tilbudsplikt gjennom deltagelse i fortrinnsrettsemisjoner. Dette kan ses i lys av at det ikke før i nyere tid har blitt vanlig konvensjon å foreta en rettet emisjon med etterfølgende reparasjonsemisjon. Dette kan dermed også være en bakenforliggende årsak til at en tilbudspliktig situasjon oppstår, men vil ikke problematiseres i det videre.

I vårt tilfelle vil det dreie seg om en aksjonær, ofte en majoritetseier, som på bakgrunn av selskapets sårbare finansielle situasjon har et incentiv til å delta med frisk kapital for at selskapet skal kunne fortsette driften. Dette krever vedtakelse av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer jf. asal. § 10-5, dersom styret ikke har sikret seg nødvendige fullmakter på forhånd for å gjennomføre dette. Unntaket fra lovens hovedregel må følgelig kunne begrunnes med at selskapet har saklig grunn til forskjellsbehandling slik vi har redegjort for i [punkt 4.7.4](#) i Del II av oppgaven. Når vi i det videre refererer til oppkapitaliseringer legger vi til grunn at alt det juridiske og prosessuelle rundt en kapitalforhøyelse er på det rene.

De fleste emisjoner på Oslo Børs gjøres som rettede emisjoner hvor styret på forhånd har sikret seg nødvendige fullmakter, slik at prosessen går raskere enn en tradisjonell fortrinnsrettsemisjon. Ved rettede emisjoner mot én investor vil dette medføre en mulighet for at terskelen for tilbudsplikt på mer enn 1/3 av stemmene i et selskap overtres jf. vphl. § 6-1 første ledd, eller at tersklene for gjentatt tilbudsplikt på henholdsvis 40 eller 50 prosent jf. vphl. § 6-6 første ledd overtres, og at investoren derfor er lovpålagt å fremme et pliktig tilbud om kjøp av alle de øvrige aksjene i selskapet. Formålet bak et oppkjøp og en oppkapitalisering er også forskjellig, selv om tilbudspliktsregelverket ikke skiller mellom tilfellene.

6.1.1 Oppkjøp ved erverv av aksjer

Slik Tveter uttalte med bakgrunn fra sin erfaring i Orkla var deres utgangspunkt ikke rent finansielt og opportunistisk, men industrielt. I dette ligger det at ulike børser, og ikke bare i Norge, var en kilde til selskaper. Børsene gjør det enklere å navigere seg rundt hvilke selskaper som er tilgjengelig på markedet. Selskapene er

også underlagt visse krav de må innrette seg etter i kraft av å være notert på børs, og undersøkelsesprosessen for aktører som bedriver oppkjøp er derfor mindre komplisert. Orkla så dog etter selskaper, både private og noterte, som tilfredsstilte de industrielle målsettingene og ambisjonene de hadde. Oppkjøpene var kommersielt begrunnet med et ønske om å realisere synergieffekter for å styrke egen virksomhet og industri.

Et oppkjøp vil derfor i grove trekk typisk være et resultat av at oppkjøper har et ønske om å realisere visse gevinster ved å implementere målselskapet inn i egen virksomhet eller ved å «rydde» opp i virksomheten for så å selge seg ut igjen, slik PE-fond typisk opererer. Implementeringen kan skje på to måter, enten ved at målselskapet beholdes som datter (konsernmodell), eller at målselskapet innfusjoneres etterpå. Det er ikke uvanlig at oppkjøper sikrer seg kontrollerende poster (over 2/3 – 100 prosent) og fusjonerer inn målselskapet etter en stund. Fellesnevneren er likevel at oppkjøper alltid har en ambisjon om å hente ut urealisert potensial hos målselskapet. Dette er i samsvar med markedsøkonomisk teori, som tilsier at den som kan hente ut mest verdi fra en virksomhet også vil være den med kontrollerende eierskap. Tilbudspunkt som en transaksjonskostnad og rammebetingelse kan derfor tenkes å forhindre nettopp dette.

Oppkjøp vil som oftest være vennligsinnet. Interessenten begynner forhandlinger med styret i målselskapet ved (forsøk på) en selskapsovertakelse, og utformer deretter transaksjonsavtalen som inngås med styret. Parallelt med dette innhenter interessenten forhåndsaksepter fra storaksjonærer og lanserer et frivillig tilbud hvor man har anledning til å sette betingelser. En av de mest sentrale betingelsene som settes i slike tilbud er at man må oppnå en akseptgrad på 90 prosent for at tilbudet skal bli noe av. Slik kan man tvangsinnløse de resterende aksjonærene og gå veien utenom pliktig tilbud etter vphl. § 6-22. Deretter kan man også ta selskapet av børs hvis dette er formålet med transaksjonen, slik Orkla gjorde med Elkem i 2005 og Rieber-konsernet i 2013. Dette vil også kunne ha en skattemessig effekt ved at selskaper som inngår i et konsern, hvor morselskapet eier mer enn 90 prosent av aksjene og de stemmer som kan avgis på generalforsamling i datterselskapet, kan benytte seg av retten til å yte og motta konsernbidrag, jf. konsernbidragsreglene i aksje- og allmennaksjeloven.

“Normalt sett er betingelsen på det frivillige tilbudet en akseptgrad på 90 prosent. Det gir en større grad av fleksibilitet og forutsigbarhet. Det er veldig viktig.”

– KARL OTTO TVETER

På antall historiske transaksjoner gjennomført er den vanligste oppgjørsformen et «cash-oppgjør». Styrets uttalelse etter vphl. § 6-16 er også av stor betydning for hvorvidt transaksjonen lar seg gjennomføre.

“De frivillige tilbudene er ofte anbefalt av styret, da flere storaksjonærer vil lene seg på styrets uttalelser når de skal ta sin beslutning”

– JO ISAKSEN

I oppkjøpssammenheng drar Tveter frem at vurderingen Orkla la til grunn forut for et oppkjøp i utgangspunktet ikke var avhengig av selskapets rettslige status som enten et privat- eller notert selskap.

“Hvis selskapet var notert ble dette mer en prosess enn noe som påvirket screeningen vi foretok.”

– KARL OTTO TVETER

For selskaper som ikke er notert på et regulert marked vil verdipapirhandelens regler om frivillige og pliktige tilbud ikke inntre, og et eventuelt fremsatt tilbud kan gjøres betraktelig mindre formelt. Et notert selskap er også i større grad forpliktet til å offentliggjøre informasjon gjennom informasjonsplikten og kravet om rapportering. Dette gjør likevel ikke behovet for grundige forhåndsundersøkelser mindre etter Løvenskiolds erfaring.

“Jeg vil nesten si at due diligence behovet faktisk er like stort selv om selskapet er notert.”

– BJØRN LØVENSKIOLD

Styrene er ofte også opptatt av at det gis mest mulig lik informasjon til de ulike interessentene. For budgiver er det fordelaktig å bli oppfattet som vennlig, og at kjøpet skjer på en måte som er omforent med målobjektet. Dette tillater budgiver å jobbe med styret og gjøre sine undersøkelser, og på forhånd bli enige om en pris styret vil anbefale aksjonærene, slik at budet nærmest presenteres som en pakke.

“Dette gir også en sterk signaleffekt mot mulig konkurrerende budgivere, ved at man her ser at det er et anbefalt bud som mer eller mindre er done deal og at det er for sent for andre å komme på banen.”

– BJØRN LØVENSKIOLD

“Hvis det er snakk om et privat selskap kan man gi mye mer «forward-looking» tall og estimater enn i en børsnotert setting, særlig kortsiktig.”

– JO ISAKSEN

Ledelsen i et børsnotert selskap har inngående kjennskap til selskapets budsjetter og planer. I en prosess som eksempelvis foregår rett før kvartalsslutt vil dette være relevant, da kjøper gjerne vil vite hva kvartalstallene er. Dette vil medføre en avveining mellom når selskapet må utligne informasjonen, som tenkelig kan måtte finne sted før det er planlagt i markedet. Dette vil igjen kunne ha innvirkninger på aksjekursen og eventuelt andre interessenter. I praksis blir dette ofte en diskusjon mellom målselskapet og oppkjøper, da det er ønskelig med full transparens i prosessen.

I forkant av dette gjøres det gjerne en begrenset og verifiserende due diligence, både av juridisk- og finansiell art. I vennligsinnede oppkjøp legges det gjerne opp til at man kan gjøre en mer eller mindre komplett due diligence, som innebærer å lage datarom og kjøre tradisjonelle auksjonsprosesser. I de innledende fasene vil målselskapet gjerne be interessentene basere sine indikative verdsettelsler og bud på basis av offentlig tilgjengelig informasjon og analyser. Etter hvert som de ikke-aktuelle interessentene screenes ut vil man sitte igjen med et knippe betalingsvillige interessenter som kan tas inn i en mer fortrolig due diligence-fase. Denne due diligencen har som funksjon å verifisere at det selskapet allerede har offentliggjort

stemmer, og eventuelt avklare utligninger som er tentative eller ikke-publiserte. Det vil også være andre fokusområder som typisk vil være risikobaserte og avhengige av virksomhetsspesifikke faktorer. Det kan for eksempel dreie seg om egne miljømessige due diligence-undersøkelser hvor virksomheten under vurdering bærer med seg en risiko for forurensning i grunnen, eller andre avklaringer av juridisk art som vil påvirke verdsettelsen av selskapet.

Det vil også bero på kjøpers behov for å være komfortabel med oppkjøpet til den prisen man har gitt et indikativt bud på. I tilfeller hvor det er behov for finansiering kan det også være ulike bankkrav som må avklares. I en typisk due diligence-prosess er det veldig mange involverte parter, og det vil derfor alltid være en underliggende risiko for lekkasjer. Arbeidet som legges ned i forkant baserer seg derfor også rundt å begrense muligheten for dette. Selv om børsen må informeres om at det er en pågående prosess, slik at de blant annet kan monitorere aksjekursen og se etter unormale mønstre, vil det være opp til styret å bestemme om dette skal offentliggjøres i markedet. Dersom det skulle dukke opp funn som ikke er kjent i markedet kan det føre til at målselskapet må utligne denne informasjonen umiddelbart.

“Det er vanskelig og gi et eksakt «standard scope», det finnes ikke. Man vil tilpasse det til hver situasjon.”

– JO ISAKSEN

Likevel vil det være en rekke faktorer som inngår i «standardpakken», som for eksempel forhold knyttet til verdivurderingen, regnskapet, de ansatte, kontrakter, utstedelser, stiftelser og selskapsrett. I disse prosessene letes det gjerne etter feil og mangler. Dette kan for eksempel dreie seg om utløpte kontrakter, spesielle avtaler som er viktige for driften og som faller bort ved for eksempel en fusjon (på bakgrunn av “change of control” (COC) klausuler), beslutninger som er foretatt ugyldig (for eksempel av daglig leder og ikke styret), en opsjon på en forlengelse av en leiekontrakt som ikke er nevnt eller en klausul i en husleieavtale på 10 år som for eksempel gir gårdeier rett til å heve husleien inntil 30 prosent etter 5 år. Det avdekkes ofte feil eller mangler som er godt gjemt og som ingen har tenkt på. I de finansielle undersøkelsene vil for eksempel kostnader til fremtidige

pensjonsforpliktelser gjerne være særskilt relevant, da dette ofte er undervurdert i regnskapene. Den overnevnte listen er ikke uttømmende, men inneholder typetilfeller det gjerne fokuseres på å avklare i en due diligence prosess. Dette vil gjerne påvirke prisingen og kan i ytterste utstrekning føre til at transaksjonen avbrytes.

I typisk fiendtlige oppkjøp vil det gjerne fremmes et bud i markedet uten at dette er samkjørt med styret i målselskapet, slik Nordax nylig gjorde på Bank Norwegian. I slike tilfeller får budgiver ofte ikke foretatt en skikkelig due diligence, og det er ikke uvanlig at tilbudet er forbeholdt dette. Det vil altså være en prosess som er avhengig av selskapets og styrets samarbeidsvillighet. Transaksjonen må vurderes ut ifra egnetheten til ny eier, samt hvorvidt prisnivået er sammenfallende med at styret vil ønske at aksjonærene skal ta stilling til budet. Styret må riktignok også, dersom de for eksempel nekter å åpne for at budgiver kan foreta en due diligence og budet faller, ta stilling til om de tør å nekte dette med de ansvarsforpliktelser de har ovenfor sine aksjonærer.

6.1.2 Oppkapitalisering

Som tidligere nevnt vil ikke oppkapitalisering ha samme formål som et oppkjøp. I slike tilfeller er det ofte tale om et selskap i likviditetskrise og med finansielle vanskeligheter. Når selskapet befinner seg i en slik situasjon, er det dessuten begrensede muligheter for å innhente kapital gjennom andre kanaler. Det vil gjerne kreve deltakelse fra en eller en håndfull investorer med interesser i selskapets fortsatte drift. Selv om dette utgjør normalt tilfellet er det dermed ikke sagt at oppkapitaliseringer ikke foretas med bakgrunn i andre årsaker eller på andre måter, som for eksempel ved konvertering av gjeld til egenkapital, ved ønske om å styrke kapitalbasen fordi man skal inn i et nytt marked eller på bakgrunn av et ønske om å vokse gjennom oppkjøp, som typisk er kapitalkrevende. Det kan med andre ord være flere årsaker til at et selskap ønsker å styrke egenkapitalbasen. Det forutsettes likevel i det videre at oppkapitaliseringer har som formål å styrke den finansielle posisjonen til et selskap i vanskeligheter, og er særlig dagsaktuelt som følge av den pågående Covid-19 pandemien.

På bakgrunn av formålet med en oppkapitalisering vil vurderingen derfor bero på hvordan kapitaltilførselen gjennomføres. Oppgaven vår omhandler primært deltakelse gjennom erverv av aksjer (som således kan utløse tilbudsplikt), og det er dette som danner grunnlaget for problematiseringen av oppkapitaliseringer som et virkemiddel for å redde virksomheter og regelverket om generell tilbudsplikt. Vi berører likevel også konvertering av gjeld til egenkapital da tilbudspliktregelverket også kan anses problematisk her (se [punkt 4.9.1](#))

6.1.3 Axactor-saken

Under [punkt 4.7.6](#) i Del II gjennomgikk vi detaljene i Axactor-saken, og forklarte hvordan Fredriksen-eide Geveran ble pålagt tilbudsplikt etter deltagelse i en oppkapitaliseringsprosess i Axactor SE. Følgende spørsmål ble stilt etter redegjørelsen av saken: Er det effektivt at det Fredriksen-eide selskapet Geveran skal være pålagt å fremme et tilbud om kjøp av de resterende aksjene i selskapet til 8 kroner per aksje, særlig når man tar kostnadene og tiden dette krever med i betraktning? Tilbudet var utvilsomt ufordelaktig for minoritetsaksjonærene, da disse hadde mulighet til å selge sine eierandeler i markedet for minimum 1 kroner mer per aksje. Slik vi har nevnt tidligere påpeker samtlige intervjuobjekter at det er en svakhet ved regelverket at det også rammer oppkapitaliseringssituasjoner, men flere av dem nyanserer bildet ytterligere. Tjaum påpeker at det fra tid til annen vil oppstå tilfeller hvor tilbudsprisen er lavere enn aksjekursen i markedet. Dette er fordi siste punktum i vphl. § 6-10 fjerde ledd ikke anvendes i praksis. Bestemmelsen lyder slik: «Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen».

«EFTA domstolen uttalte at regelen man har eller hadde, de oppfyller ikke kravene til forutsigbarhet som gjelder i EU retten. Etter det, og det er noen år siden, så har markedsprisalternativet i verdipapirhandelloven i praksis vært en ikke-fungerende regel. Sånn reglene har vært praktisert over tid så er det bare et spørsmål om hva man har betalt, og det er uavhengig av hva markedsprisen er.»

- ARNE TJAUM

Som Tjaum formidler tydelig er altså vphl. § 6-10 fjerde ledd siste punktum en ubrukt bestemmelse i praksis. Videre forklarer Tjaum at tilfeller som i Axactor-saken antageligvis er uunngåelige, og at det vil oppstå lignende situasjoner i fremtiden.

«...om du skal ha effektive regler om markedspris, så vil de alltid være slik, hvor det kan være et markant avvik.»

- ARNE TJAUM

Isaksen er enig i at tilfeller som Axactor-saken kan anses lite hensiktsmessig, men at det også kan være større minoritetsaksjonærer som vil benytte seg av tilbudet selv om kursen er noe lavere enn i markedet.

«Spørsmålet her er også hvordan kursen handler gjennom tilbudsperioden, det er jo et øyeblikksbilde når man må bestemme seg om det skal være et tilbud eller ikke. Kursen kan endre seg av ulike årsaker gjennom den perioden, så sånn sett argumenterer jo det for at det likevel burde gjennomføres, slik at aksjonærene får muligheten til å ta stilling til det. Samtidig gir dette en opsjon til aksjonærene i forhold til hvordan selskapet utvikler seg i de ukene tilbudet går, men dere er inne på et godt poeng der, det er ikke så hensiktsmessig i de situasjonene.»

- JO ISAKSEN

«... hvis man er en stor aksjonær kan det være vanskelig å få solgt en stor post i aksjemarkedet. For småaksjonærene er det en ting, de kan bare selge aksjene. Men hvis du hadde eid 5 prosent i et børsnotert selskap kan det likevel være aktuelt å akseptere tilbudet for å få solgt hele posten, selv om det er en rabatt.»

- JO ISAKSEN

Rasmussen på sin side kommer med en annen betraktning; han peker på at Geveran var klar over situasjonen før de deltok i emisjonen i Axactor. På spørsmål om hvorvidt tilbudsplikt var hensiktsmessig i Axactor-saken svarer han følgende:

«Ledende spørsmål. Nei, det er jo ikke hensiktsmessig. Samtidig er det noe med forutberegnelighet, Geveran visste hvilken situasjon de gikk inn i. Det er også en mulighet i dette regimet og selge seg under opprinnelig nivå og dermed kunne unngått hele greia, men regelen i en sånn sammenheng er jo ikke hensiktsmessig, jeg følger dere på det.»

- DAG-ERIK RASMUSSEN

Løvenskiold uttaler at han ikke var kjent med at vphl. § 6-10 fjerde ledd siste punktum ikke anvendes i praksis. Videre fremmer han følgende synspunkter om Axactor-saken:

“Hvis man fremmer et bud som er lavere enn markedskursen så er det i praksis ingen beskyttelse for minoriteten.”

- BJØRN LØVENSKIOLD

“Uten at jeg kjenner akkurat Axactor-saken høres det jo litt problematisk ut. Det er uhensiktsmessig hvis man ikke har et regelverk som er klart, her er det ordlyd som ikke følges og da er jo ikke regelverket bra.”

- BJØRN LØVENSKIOLD

Slik vi har redegjort for under [punkt 4.12](#) «Verdipapirlovutvalgets utredning NOU 2019:1», fastsatte Departementet 21. mai 2020 en forskrift som er ment å regulere saker hvor det forekommer oppkapitalisering av kriserammede selskaper. Forskriften skal gi tilbudsmyndigheten adgang til å justere tilbudsprisen i tilfeller hvor det tilføres sårt tiltrengt kapital. Som nevnt er denne forskriften kritisert av advokatselskapet BAHR for å være en «kan-bestemmelse» som i realiteten ikke skaper den forutberegneligheten som trengs i slike tilfeller. Tjaum er tydelig i sin tale når han blir spurt om sine tanker rundt forskriften.

«Det har vist seg at, slik den er utformet, så har ikke den stor praktisk betydning. Den er altfor lite konkret.»

- ARNE TJAUM

På et oppfølgingsspørsmål vedrørende denne forskriften spør vi Tjaum om hvordan det ville være adekvat å utstyre tilbudsmyndigheten med kompetanse til å gi (på nærmere vilkår) dispensasjon fra tilbudsplikten. Tjaum kommer med følgende betraktninger:

“Ja, enten dispensasjon eller dispensasjon fra reglene om tilbudspris. Det er det det var mest fokus på, men man kan selvfølgelig tenke seg begge deler. Man kan se for seg enten at hele tilbudsplikten utsettes eller at det ikke berører tilbudsplikten, men prisen i tilbudet. Du kan si at, eller hvert fall en type situasjon som er problematisk slik regelverket er som det er nå, er at det er rent retrospektivt og ser utelukkende på hva man har betalt i løpet av de siste 6 månedene. Også uavhengig av hvordan markedsforholdene er i dag. I en situasjon hvor man har hatt et markant kursfall, la oss si når situasjonen oppstår og man trenger ny kapital i selskapet, så har hovedeier, la oss si 5 måneder tilbake i tid, betalt 100,- per aksje og nå er markedskursen 40,-. Hvis han utløser tilbudsplikt ved å delta med mer enn sin forholdsmessige andel i en emisjon vil han bli forhindret dersom han må fremsette tilbudet basert på den tidligere prisen. I en sånn situasjon kan det være aktuelt å si at når det har vært en så dramatisk utvikling i markedsprisen, og dette er med å bidra til en redning av selskapet, så i forhold til tilbudspris bør det ikke være hva du selv har betalt, men det bør være markedsprisen på det aktuelle tidspunkt. Og du kan tenke deg en situasjon hvor hovedaksjonæren bidrar med en emisjon. Selskapet er i en vanskelig situasjon hvor hovedaksjonæren bidrar med kapital, også fortsetter den negative utviklingen. Kursen faller, også kommer spørsmålet om å delta en gang til. Satt helt på spissen; skal hovedaksjonæren være forhindret fra å redde selskapet når det aktuelle ervervet han vil gjennomføre også er ment for å redde selskapet?”

- ARNE TJAUM

Etter å ha gjennomgått Tjaums resonnement er det liten tvil om følgende: Tilbudsplikt med en tilbudspris som beregnes utelukkende på bakgrunn av hva tilbyder har betalt for aksjen de siste seks månedene kan anses som problematisk i en oppkapitaliseringssituasjon. Faktum er at dagens regelverk er rigid på dette området, selv etter innførselen av midlertidig forskrift 20. mai 2020 nr.1030 om

fastsettelse av pris ved pliktig tilbud. Det er heller ikke positivt at regelverket fremstår uklart for markedsaktørene. Det faktum at vphl. § 6-10 fjerde ledd første punktum ikke anvendes i praksis er således et viktig funn, da dette på ingen måte fremkommer av dagens lovverk.

6.2 Kostnadsdrivere ved oppkjøp

Forut for selve vederlaget (som kan måtte justeres og derav ha stor påvirkning på de totale kostnadene) er de største kostnadsdriverne i oppkjøpssammenheng knyttet til de finansielle- og juridiske rådgiverne, som opererer etter enten timerater eller fastpris for hele prosessen. Omfanget av apparatet rundt en slik prosess vil følgelig bero på omfanget av målselskapets virksomhet og behovet for avklaringer rundt generelle- og særlige risikoområder.

Ved oppkjøp av selskaper notert på regulert marked vil due diligence normalt være litt enklere, på bakgrunn av at det følgelig er mer tilgang på informasjon enn i en privat setting, og avgrenses derfor ofte til å være en begrenset og verifiserende due diligence. Likevel koster det å kjøpe av børs.

“Det er forholdsvis kostbart å kjøpe av børs i forhold til andre typer transaksjoner, først og fremst fordi man må ha finansielle rådgivere som vi i Orkla i liten grad brukte når det var enten auksjonsprosesser eller 1-til-1 transaksjoner.”

– *KARL OTTO TVETER*

En annen kostnadsdriver er selve finansieringen. Hvis det for eksempel opprettes en ny lånefasilitet i forbindelse med en brofinansiering eller for selve oppkjøpet, må oppkjøper betale såkalte «finance commitment fees». Mange oppkjøpsavtaler innebærer også en «break-fee», som stadfester at hvis et oppkjøp ikke skulle bli gjennomført av ulike årsaker, så må målselskapet betale kostnadene påløpt for tilbyder i prosessen. I norsk kontekst fungerer dette som en negativ kontraktsinteresse, altså de kostnadene som faktisk har påløpt, jf. NUES punkt 14. I andre jurisdiksjoner, for eksempel i USA, er det vanlig at man har en presentsats av transaksjonssummen (2,5-5 prosent), og dette kan derfor være store

kostnadsposter. Yara mottok eksempelvis en «break-fee» på 123 millioner dollar etter at oppkjøpet av Terra Industries Inc. ble terminert i 2010.⁸⁵

6.3 Reglene om generell tilbudsplikt slik de er

Intervjuobjektene fra den finansielle- og industrielle siden opplever ikke at det er noen nevneverdige problemer med tilbudspliktregelverket slik det praktiseres i dag.

“Det er ingen umiddelbare ting jeg ser på som veldig problematiske”

– BJØRN LØVENSKIOLD

Tveter uttaler at det selvfølgelig kan oppstå diskusjoner underveis, men at de rent prinsipielt fungerer godt. Normaltilfellet er at man betinger et frivillig tilbud med 90 prosent akseptgrad for så å gå rett til tvangsinnløsning og unngåelse av det pliktige tilbudet. Med regelverket slik det er i dag ligger det dog en underliggende risiko for at man trigger et pliktig tilbud uten at dette nødvendigvis er intensjonen, for eksempel gjennom aksjekjøp i markedet - som resulterer i en litt annen premie enn det man ville fremmet ved et frivillig tilbud. Intervjuobjektene fra den juridiske siden trekker frem ytterligere områder hvor regelverket kan problematiseres.

“Forhåndsuttalelser er vel den største utfordringen, altså at man ikke har anledning for dette slik det ser ut i dag.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Rasmussen trekker frem Belships-saken (Del II [punkt 4.9.3](#)) som den kanskje mest uventede saken hva tilbudsplikt gjelder fra de siste årene, og det faktum at vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap ikke utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1, jf. vphl. § 6-2 første ledd nr. 3. I denne saken, som endte i børsklagenemnden, gjorde den likevel det på bakgrunn av skjønnsmessige vurderinger som ble foretatt etter at transaksjonen hadde funnet sted.

⁸⁵ (Farmingmonthly, 2010)

Tjaum problematiserer videre særlig to regulatoriske punkter som kan by på utfordringer i praksis. Den ene er vurderingen av når det er grunnlag for konsolidering, og det andre omhandler tilbudsprisen, altså den konkrete vurderingen av prisen man er pliktig til å by. Det går i den forbindelse et skille mellom spørsmålet om reglene er utformet som de bør være og i forståelsen av reglene som de er i dag. I vurderingen av tilbudspris er utgangspunktet rent retrospektivt, altså hva man har betalt i løpet av de siste 6 månedene. I en situasjon hvor aksjen har opplevd et markant kursfall kan det derfor oppstå problemer i den sammenheng. Hvis en hovedeier for eksempel har handlet aksjer i markedet til 100,- per andel, og nåværende kurs er 40,-, så vil det kunne utløses tilbudsplikt ved deltagelse med mer enn sin pro-rata andel i en emisjon som baserer seg på gammelt kursnivå på 100,-. I slike tilfeller kan reglene om tilbudspris forhindre den deltakelsen ved at det må fremsettes et tilbud basert på den tidligere kjøpsprisen.

“Når det har vært en så dramatisk utvikling i markedsprisen, og deltagelse i en emisjon bidrar til å redde selskapet, bør ikke tilbudsprisen bero på hva du selv historisk har betalt, men markedsprisen på det aktuelle tidspunktet.”

- ARNE TJAUM

Særlig satt på spissen vil det gjøre seg gjeldende hvis en hovedaksjonær har bidratt i en emisjon uten å utløse tilbudsplikt, og den negative utviklingen fortsetter. Kursen er fallende og spørsmålet om å delta en gang til reises, som hovedaksjonæren i realiteten kan være avskåret fra grunnet regelverket. Videre problematiserer Tjaum som tidligere nevnt markedskurs-alternativet i verdipapirhandellovens bestemmelse om tilbudspris, og viser til en sak Gyldendal var involvert i og hvor dette ble problematisert. EFTA domstolen uttalte at denne regelen ikke oppfyller kravene til forutsigbarhet som gjelder i EU retten.

“Markedsprisalternativet i verdipapirhandelloven har i praksis vært en ikke-fungerende regel.”

- ARNE TJAUM

Bunnlinjen er med andre ord at det kun er et spørsmål om hva tilbyder historisk har betalt, uavhengig av hva markedsprisen på tidspunktet for når tilbudsplikten inntreffer. Man vil altså i praksis kunne oppleve situasjoner hvor det kan være et markant avvik i tilbudsprisen og markedskursen, både over og under. Dette kan slå seg uheldig ut i noen situasjoner, slik vi for eksempel diskuterer i [punkt 4.7.6](#) om Axactor-saken.

Løvenskiold uttalte seg også om situasjoner som kan oppleves klønete med dagens regelverk. Dette faller i utgangspunktet utenfor det vi tilsikter å undersøke, men vi synes likevel betraktningene var interessante og verdt å nevne. Løvenskiold viste hen til at gjeldende praksis tilsier at dersom budgiver skal forlenge tilbudsperioden må dette gjøres før tilbudsperioden løper ut. Han viser til at aksjonærene i slike prosesser ofte venter med å akseptere til siste frist. Slik sørger de for å ikke være bundet av et dårligere tilbud dersom et konkurrerende bud skulle vært fremmet. Dette fordrer at det ikke er åpent for å trekke sin aksept i akseptformularet. I praksis betyr dette at budgiver må foreta en eventuell forlengelse før status på antall aksepter er avklart, og det kan oppleves upraktisk at man ikke skal kunne se resultatene av tilbudsperioden før det besluttes en forlengelse eller ikke.

Løvenskiold gjorde oss også oppmerksomme på en “tweek” i regelverket. Denne innebærer at dersom selskapet det bys på har >10 prosent amerikanske aksjonærer, kan ikke det frivillige tilbudet ha en tilbudsperiode under 4 uker. Som tilbyder ønsker man generelt at tilbudsperioden er kortest mulig og settes ved frivillige tilbud typisk til 2 uker. Dette kan dog i overnevnte tilfeller ikke gjøres, og kan medføre at det blir en prosess hvor tilbudsperioden må forlenges dersom tilbyder ikke var kjent med dette på forhånd. I budgivers uttalelserrett problematiserer Løvenskiold også at man i Norge kan si nesten hva man vil. For eksempel kan man først uttale at man ikke kommer til å øke et bud, for så å øke det uken etter. Han viser videre til tidligere arbeidserfaring fra London, hvor de hadde en “blue book” som inneholdt detaljerte takeover regler. Etter dette regelverket sto man ikke fritt til å øke budet dersom det først var kommunisert at man ikke skulle gjøre det, og man ble i prinsippet låst i 12 måneder på det opprinnelige budet. Løvenskiold mener at konsekvensen den norske praksisen har på dette kan være at informasjon kommuniseres feilaktig uten noen reell konsekvens.

6.4 Tilbudspliktens «faktiske» kostnad

Pliktig tilbud bærer med seg en kostnad. Isolert sett kan ikke kostnadene knyttet til det pliktige tilbudet måles mot alle kostnadsdriverne diskutert i [punkt 6.2](#). Due diligence-undersøkelsene som gjøres har i utgangspunktet ingenting isolert med det pliktige tilbudet å gjøre, da dette er en prosess som uansett vil foretas i forbindelse med en vurdering/gjennomføringen av et oppkjøp. Det er likevel noen målbare elementer som danner grunnlag for å estimere hvilke kostnader som er forbundet direkte med selve det pliktige tilbudet.

“Det er jo begrenset hvor mye som påløper på dette her.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

“Jeg tror fort at det ikke vil være mer enn 1 million, men det sier jeg helt ut av luften”

– BJØRN LØVENSKIOLD

I forbindelse med et pliktig tilbud må det utarbeides et tilbudsdokument som skal godkjennes av børsen. I den forbindelse vil det påløpe noe til juridiske rådgivere og enkelte avgifter til børsen. Videre må transaksjonen også gjennom en oppgjørsagent (meglerhus) som står for selve oppgjøret, som altså innebærer å håndtere aksepter å foreta oppgjøret. Videre vil det også måtte stilles en bankgaranti for oppgjøret i det pliktige tilbudet. Garantien vil naturligvis bero på størrelsen av transaksjonen, hvor en høyere tilbudspris vil resultere i at dette blir en større kostnad enn ved en lavere tilbudspris.

“Generelt vil det trolig koste NOK 2-5 millioner å fremsette et pliktig tilbud, avhengig av markedsverdien. Det påløper også kostnader til VPS og per aksept, så beløpet kan variere.”

– JO ISAKSEN

I visse tilfeller, som for eksempel at tilbudet fremsettes i forståelse med styret, vil det være aktuelt med en uttalelse fra en tredjepart på vegne av styret etter vphl. § 6-16 fjerde ledd, som også vil være en kostnadspost.

“Vi snakker nok en millionkostnad. Men i transaksjonsverdenen er ikke kostnadene rundt arbeidet med et pliktig tilbud veldig store.”

– ARNE TJAUM

6.5 Lovgivers forsøk på å adressere uheldige konsekvenser av oppkapitaliseringstilfeller gjennom midlertidig lovendring

Departementet fastsatte 21.mai 2020 forskrift om unntak fra hovedregelen om tilbudsprisen i pliktige tilbud. Forskriften gjaldt i første omgang til 31. desember 2020 men ble forlenget til å gjelde ut 2021. Dette ble gjort som et ledd i de økonomiske tiltakene mot Covid-19 krisen, og har som formål å muliggjøre oppkapitaliseringer og restruktureringer av virksomheter på regulert marked uten at tilbyder må ut med en kunstig eller uforholdsmessig høy tilbudspris i et pliktig tilbud.

Endringen i verdipapirhandelloven og forskriftforslaget tar utgangspunkt i en avgrenset del av utredningen om overtakelsestilbud fra Verdipapirlovutvalget (NOU 2019:1). Forskriften åpner for at Oslo Børs som tilbudsmyndighet har muligheten til å gjøre unntak fra hovedregelen om tilbudspris.

Etter hovedregelen kan det for aksjonærer i slike situasjoner være uaktuelt å erverve aksjer i dag som utløser tilbudsplikt, som igjen kan ha svært uheldige ringvirkninger for virksomheten som kanskje ikke klarer seg gjennom de økonomiske vanskelighetene. Dette kan nærmest anses paradoksalt. Dersom en aksjonær ikke kan delta med reddende kapital på grunn av risikoen for å måtte betale en kunstig høy aksjekurs ved kontrollskifte, vil dette effektivt kunne være til skade for de øvrige investorene i selskapet, som vphl. har som formål å ivareta. Dette har lovgiver adressert gjennom ovennevnte lovendring.

“Det er mulig at den virker etter sitt formål, men det er et skjønnstema der. Den er likevel ment for å regulere situasjonen med selskaper i økonomiske vanskeligheter å komme til hjelp, og derfor ble loven innført i utgangspunktet.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Skjønnstemaet det refereres til er at bestemmelsen er en såkalt «kan»-regel, altså er det overlatt til Oslo Børs å skjønne over justeringsmuligheten og om den skal benyttes. Alle intervjuobjektene er enige i at behovet for en slik endring er til stede, men de deler ulike synspunkter på verdien av endringen.

“Det har vist seg at, sånn den er utformet, så har den ikke stor praktisk betydning. Den er altfor lite konkret.”

– ARNE TJAUM

Dette forsterkes ved at ingen av intervjuobjektene har kjennskap til at bestemmelsen noen gang har vært brukt, og det foreligger derfor heller ingen vedtak som kan brukes veiledende.

I en oppkapitaliseringssituasjon er det viktig å presisere formålsskillet mellom det og et ordinært oppkjøp slik diskutert i [punkt 6.1](#). I et oppkapitaliseringstilfelle kan det tenkes at man er fornøyd med strukturen sånn som den er, men at det er et behov for kapital. Følgelig kan tilbudspliktsregelverket føre til at man får en utilsiktet effekt og eventuelt måtte ty til andre typer instrumenter for å oppnå det samme.

“Ved at det er en «kan-regel» skaper det noe usikkerhet rundt bestemmelsen. Det kunne vært bedre om regelen var enda tydeligere, slik vi har andre steder.”

– KARL OTTO TVETER

Denne mangelen på forutsigbarhet kan medføre at man heller finner alternative løsninger. Isaksen forteller om en situasjon han jobbet med hvor usikkerheter rundt tilbudspris ble en diskusjon. Da var løsningen å bruke andre finansielle instrumenter. Dette ble gjort ved at det ble åpnet for muligheten til å tegne seg i et konvertibelt lån istedenfor aksjer for å tilføre selskapet nødvendig kapital samtidig som at man ikke trigget et pliktig tilbud.

“Man var usikker på implementeringen av de nye reglene. Det er jo en måte man kan strukturere det på uavhengig av tilbudspliktregelverket, men jeg tror at det ville vært nyttig og uansett ha fleksibiliteten til å kunne tegne seg i aksjer og få det

eierskapet med en gang, fordi et konvertibelt instrument blir en egen uavklart situasjon overfor resten av aksjonærene. Det er ikke hensiktsmessig.”

– JO ISAKSEN

6.6 Legislative hensyn med regelverket

Det fremkommer av formålsparagrafen i vphl. at lovens formål er «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse». Som gjort rede for under [punkt 4.4](#) om legislative hensyn bak reglene om tilbudsplikt, samt Proposisjon til Stortinget (Prop. 68 L 2019-2020) er formålet med reglene at minoritetseierne skal få mulighet til å selge sine eierandeler i selskapet dersom et aksjeerverv medfører et kontrollskifte i selskapet. Tilbudspliktregelverket skal i første rekke beskytte minoritetsaksjeeierne i selskapet (les; investorbeskyttelse) som er gjenstand for overtakelse. Behovet for beskyttelse er ifølge lovgiver en naturlig konsekvens av de endringene et kontrollskifte medfører. Det skal også sikre mot en eventuell svekkelse av aksjenes likviditet som oppstår når en betydelig andel av aksjene besittes av én aksjeeier.

Regulering av tilbudsprisen skal sikre at alle aksjeeiere gis lik mulighet til å selge seg ut på like betingelser; det vil si at minoritetsaksjonærene skal sikres likebehandling. Gjennom salget vil minoritetsaksjeeierne få ta del i premien som ofte betales for å oppnå og overta kontroll i et notert selskap, samt forhindre at minoritetsaksjeeierne i et overtatt selskap lider økonomisk tap som følge av selskapsovertakelsen.

Det er sterk konsensus blant intervjuobjektene om at formålet med regelverket ivaretas. Både Tjaum, Tveter, Isaksen, Rasmussen og Løvenskiold påpeker at den viktigste fordelene med regelverket er likebehandling av aksjonærene, som bidrar til investorbeskyttelse og å skape tillit til markedet for finansielle instrumenter.

«Fordelen med regelverket om tilbudsplikt er jo at de bidrar til likebehandling av aksjonærer.»

- ARNE TJAUM

«Begrunnelsen for hvorfor man har tilbudspliktregimet, er jo ut ifra likebehandlingshensyn, at alle aksjonærene får samme informasjon og oppgjør.»

- DAG-ERIK RASMUSSEN

«Også går det på tilliten til markedsplassen. At det er en kontrollert og regelstyrt prosess, og at det foreligger forutberegnelighet.»

- DAG-ERIK RASMUSSEN

«Regelverket gir minoritetsbeskyttelse ved at man da kan velge å selge hvis det er noen andre som tar kontroll i et selskap, hvis man da ikke ønsker å være investert i selskapet lengre har man mulighet til å realisere og få likviditet.»

- JO ISAKSEN

«Jeg tror det at minoritetsaksjonærene må ha mulighet til å komme seg ut, og på den måten bli likebehandlet. Det er så mye som kan skje etterpå hvis man får en veldig toneangivende aksjonær, ikke nødvendigvis galt, men da er det et annet marked som gjelder for aksjen.»

- KARL-OTTO TVETER

“En slags nødutgang for aksjonærene, når en annen enhet i praksis har tatt kontroll.”

- BJØRN LØVENSKIOLD

Likevel foreligger det ikke fullstendig enighet om hvorvidt fordelene med regelverket, det vil si de legislative hensynene som ivaretas, er så viktige at regelverket må være ufravikelige i en oppkjøp- eller oppkapitaliseringssituasjon. Når Tjaum blir spurt om dette, forklarer han nokså bastant at han mener det burde

foreligge adekvat kompetanse hos tilbudsmyndigheten til å gi dispensasjon fra tilbudsplikt.

«Jeg mener at det bør være en videre dispensasjonsadgang enn det som er tilfellet i dag.»

- ARNE TJAUM

Tveter på sin side er ikke like bastant, og peker på viktigheten av strenge og klare regler for å unngå usikkerhet på markedsplattformen. Videre gjør han det klart at regelverket gir adgang til å fremme et frivillig tilbud først, slik at tilbyder har en grad av fleksibilitet vedrørende betingelser og selve formålet med tilbudet.

«Det er en grunn til at veldig mange, eller hvert fall etter min erfaring, vurderer å bruke frivillige tilbud først, fordi at de gir en viss fleksibilitet i forhold til betingelser og sikre at man oppnår det man ønsker med transaksjonen. Jeg tror utover det, at det pliktige tilbudet nok må ha ganske faste regler for å ikke skape mye usikkerhet eller pålegge tilbudet for stor risiko knyttet til transaksjonen, for det dreier seg både om de som går inn og investerer på børsen, at de kan følge seg trygge på at de ikke blir låst inne eller manipulert ut, og tilsvarende er det for den som tilbyr, at den kan ha en viss grad av forutsigbarhet i prosessen og vet at den kommer til å betale det den er villig til å betale, grovt sett.»

- KARL-OTTO TVETER

Isaksen mener regelverket ivaretar viktige prinsipper for beskyttelse i markedet, og han har således ikke noe nevneverdig å utsette på tilbudspliktreglene slik de fremstår i dag.

“Prinsippet med å ha pliktig bud mener jeg er viktig for å beskytte minoritetsaksjonærene. Akkurat hvilke terskler og prosentter og sånt kan man diskutere, men det har i aller høyeste grad en funksjon i form av at det er et kontrollskifte som skjer og at det således er en beskyttelse for minoriteten.”

- JO ISAKSEN

Løvenskiold fremmer at dersom det skulle foreligge en utvidet dispensasjonsadgang, så må dette reguleres på en klar og tydelig måte, slik at det ikke vil foreligge noen tvil om hvorvidt regelverket vil komme til anvendelse eller ikke. Dette er primært for å ikke skape usikkerhet rundt minoritetsaksjonærenes beskyttelse i en oppkjøpssituasjon.

“Hvis de ikke skulle vært ufravikelige måtte det vært veldig klare regler for når de skulle kunne fravikes. Hvis man alltid må lure på hvorvidt det kan være unntak for den beskyttelsesmekanismen i en gitt situasjon så har man plutselig mistet den beskyttelsen man trodde at man hadde.”

- BJØRN LØVENSKIOLD

Samtlige intervjuobjekter mener at regelverket ivaretar de nevnte legislative hensyn. Det er dog noe uenighet om hvorvidt regelverket bør være preseptorisk slik det er i dag, eller om det bør innføres en bredere dispensasjonsadgang. Her har aktørene ulike synspunkter og argumenter.

6.7 Bindende forhåndsuttalelser

I forkant av intervjuene, og i løpet av arbeidet med oppgaven, foretok vi en sondering rundt bindende forhåndsuttalelser som en mulig egnet løsning for å adressere problematikken vi reiser vedrørende reglene om tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser. Dette er redegjort for nærmere i Del II [punkt 4.11](#). Vi ønsket i den forbindelse derfor å forhøre oss med markedsaktørene for å finne ut hvordan de stilte seg til dette, og om det noen gang har vært et tema. En slik endring vil følgelig ha konsekvenser som må kartlegges og vurderes på forhånd.

Rasmussen nevner tidlig i intervjuet, og før vi går inn på tematikken selv, at det største problemet med tilbudspliktreglene slik de praktiseres i dag er at det ikke ligger innen tilbudsmyndighetens kompetanse å gi bindende forhåndsuttalelser forut for en potensiell transaksjon. Tjaum er enig i dette, og viser til at dagens regelverk var gjenstand for en evaluering av verdipapirutvalget som avga sin innstilling. Innstillingen ledet riktignok ikke til en etterfølgende proposisjon, men Tjaum peker på at utvalget ikke drøftet denne problematikken i det hele tatt.

“Jeg personlig synes at det hadde vært en god ordning.”

–ARNE TJAUM

Bindende forhåndsuttalelser som et virkemiddel kan fungere positivt til antall oppkjøp ved at det minimerer risikoen ved gjennomføringen. Dette vil kunne skape forbedret dynamikk og økt aktivitet i markedet. Det er enighet blant intervjuobjektene om at reglene er slik de er, og at markedsaktørene innretter seg etter dem. Isaksen viser til eksempelet hvor transaksjonens struktur ble endret på bakgrunn av usikkerheter rundt implementeringen av de nye reglene om tilbudspris, og at det i dette tilfellet, til tross for at det var en marginalt spesiell situasjon, kunne vært nyttig og få en forhåndsuttalelse.

“Det gir forutsigbarhet både for tilbyderne og for aksjonærene, så jeg kan ikke se at det skulle skade noen part og få mer forutsigbarhet før man gjør en transaksjon.”

– JO ISAKSEN

I diskusjonen om bindende forhåndsuttalelser må det skilles mellom en bredere dispensasjonsadgang og adgangen til å gi bindende forhåndsuttalelser. Bindende forhåndsuttalelser omhandler i større grad reglene slik de er i dag, for eksempel hvilken tilbudspris man må tilby i et konkret tilfelle, og vil finne sted forut for en planlagt handling/transaksjon. En bredere dispensasjonsadgang vil typisk omhandle tilbudsmyndighetens adgang til å fravike reglene ved å for eksempel gi unntak for selve plikten til å fremme et pliktig tilbud eller ved fastsettelse av tilbudsprisen.

“En bredere dispensasjonsadgang vil typisk bli i favør av den som byr i og med at det er vedkommende som får dispensasjon. Det kan gå på bekostning av minoriteten.”

– ARNE TJAUM

Rasmussen trekker frem konsolidering som et typisk typetilfelle hvor bindende forhåndsuttalelser kan være fornuftig å anvende. Konsolidering omhandler

gruppering av aksjonærer fordi de har et samarbeid om å utøve sine aksjonærretter/stemmeretter. Dette er en presumsjonsregel hvor det antas og legges til grunn at noen er konsoliderte. Konsolidering er redegjort for grundigere i Del II [punkt 4.8](#). Eksempelvis kan det sees til Adevinta (med Schibsted som største eier) og deres kjøp av eBay Classifieds Group. Det ble i den forbindelse laget vedtekter og avtaler som regulerer samarbeidet mellom Schibsted og eBay, hvor Børsen kom med en uttalelse i 2020 som viser hvilke vurderinger Børsen gjorde seg knyttet til om det forelå en konsolidering av de to selskapene. Dette er likevel så langt tilbudsmyndigheten kan strekke seg. Hvis dette skulle komme på spissen, og en aksjonær skulle fremmet at det her foreligger konsolidering og derfor tilbudsplikt, så ville børsen måtte ta stilling til det, som eventuelt videre kan klages inn for børsklagenemnden og til slutt havne i retten. Dette skjedde som redegjort for i [punkt 4.9.3](#) om Belships-saken og kan derav ha betydelige konsekvenser for partene involvert.

“Dersom dette hadde skjedd ville det vært store penger involvert.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Rasmussen viser enda en gang til Belships-prosessen som et eksempel på en situasjon hvor bindende forhåndsuttalelser kunne vært fordelaktig ved at det gir sikkerhet for de involverte parter, og viser særlig til den begrunnelse at det kan få store økonomiske konsekvenser dersom utfallet er usikkert og tenkelig blir noe annet enn først forventet. I Belships-saken ble børsens beslutning som kjent omgjort av børsklagenemnden, og det ble pålagt tilbudsplikt. Likevel trekkes det frem at det normalt oppnås robuste svar og løsninger etter diskusjoner med børsen, og at partene som oftest finner sine løsninger.

“Jeg tenker at det hadde vært bra i noen sammenhenger at man kunne få en endelig forhåndsuttalelse.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Med utgangspunkt i at det normalt sett ikke er behov for avklaring gjennom bindende forhåndsuttalelser, må eventuelle ulemper for øvrige aksjonærer og ved

selve implementeringen ses i lys av de fordelene et system med bindende forhåndsuttalelser kan ha i enkelte tilfeller, og hvordan det tenkelig kunne blitt implementert i norsk rett.

“Jeg ser fordelene med å kunne få avklaring gjennom bindende forhåndsuttalelser hvis det er noen usikkerhet. Jeg synes tema er viktig.”

– KARL OTTO TVETER

Tveter, som representerer den industrielle siden av intervjuutvalget vårt, trekker frem at nytteverdien av bindende forhåndsuttalelser som et virkemiddel vil avhenge av hvor effektive prosessene er. I en oppkjøpssituasjon er tid en viktig ressurs, og det må i mange tilfeller handles raskt. Det kan derfor diskuteres hvordan en løsning med bindende forhåndsuttalelser skal gjøres. Skal man for eksempel kunne be om dette «under hånden» før det offentliggjøres, eller skal det gjøres etterpå?

“Hvis det skal fungere må disse avklaringene skje veldig raskt.”

– KARL OTTO TVETER

Loven oppstiller ytterligere begrensninger på hva selskapet kan gjøre (handlefrihet) etter at et tilbud er varslet, som igjen forsterker at prosessen ikke kan dras ut over lang tid og i verste fall misbrukes.

“Det må gjøres på en måte slik at prosessen ikke blir lidende av det.”

– KARL OTTO TVETER

I dette ligger det at et tilbud kan gå to veier, og det vil være et tidsrom hvor man avventer avklaring i forbindelse med tilbudet. Dette er et tidsrom hvor markedet kan agere i forhold til aksjen, og det vil kunne spilles mot prosessen hvis det er offentlig kjent i markedet. Dersom det for eksempel er kjent i markedet at en planlagt handling vil utløse tilbudsplikt, kan det tenkes at enkelte investorer vil kunne spille mot gjeldende kurs og pumpe den opp før tilbudet fremsettes.

“Det er mange i markedet som spiller mot denne type transaksjoner og strukturer. Det må skje på en måte som ikke undergraver dette.”

– KARL OTTO TVETER

Rasmussen trekker også frem at en bindende forhåndsuttalelse er sammenfallende med at minoriteten og øvrige aksjonærer mister klageuttalelsen sin, og at de således frarøves noen rettigheter. Dette må derfor prosessuelt være utformet på en effektiv måte. Løvenskiold stiller seg også bak at dette kan være skadelig for minoritetsaksjonærene, og viser til beskyttelsesmekanismene regelverket ivaretar.

“Hvis grunnlaget for å gi unntak er uklart, da vil det kunne skade minoritetsaksjonærene. Hvis man plutselig lur på om man egentlig er dekket av beskyttelsesmekanismen eller ikke, da har man mistet litt av den beskyttelsen”

–BJØRN LØVENSKIOLD

Det kan i den forbindelse trekkes linjer til England og tilbudsmyndigheten der (Takeover Panel). Dette er et selvregulerende organ som konsulterer sentrale markedsaktører for å få en «feeling» på hva markedet mener. Dette supplerer tilbudsmyndigheten og kvalitetssikrer den endelige beslutningen og sørger for at den er hensiktsmessig ut ifra markedet.

“Skulle man ha en ordning med bindende forhåndsuttalelser hadde det vært en fordel om man hadde et konsultativt organ som kan supplere Børsen.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Tveter eksemplifiserer videre fra egen yrkeserfaring, og viser til Orklas oppkjøp av Rieber-konsernet i 2013. Dette oppkjøpet hang sammen med TRS, eller «total-return-swap», hvor familien Rieber gjorde en finansiering med utgangspunkt i en TRS og fikk tilbudsplikt, og satt etterpå med rundt 90 prosent av aksjene og en betydelig gjeldsbyrde. Dette var et av elementene som tillot Orkla å komme i en posisjon til å kjøpe selskapet. TRS avtaler har riktignok vært igjennom en utvikling

siden de først ble utformet, og er nok i større grad avklart på de fleste områder i dag. Likevel kan TRS avtaler være et element i konsolidering (se Del II [punkt 4.8.1](#) om SeaDrill-saken), som allerede er trukket frem som et område hvor bindende forhåndsuttalelser kan være hensiktsmessig.

“Det er jo det samme prinsippet i skatteverden, og jeg er enig i at det kunne vært noe å tenke på for å skape ytterligere forutsigbarhet og trygghet i prosessen.”

– KARL OTTO TVETER

Løvenskiold derimot har en noe mer pessimistisk tilnærming til bindende forhåndsuttalelser, og uttaler at det generelt i Norge har vært veldig lite brukt i forhold til andre land.

“Min gjett er at jeg tror det ville vært vanskelig å få gjennomslag for i Norge fordi tradisjonen er langt derifra”

–BJØRN LØVENSKIOLD

Løvenskiold viser til at så lenge reglene er klare, så vil det i prinsippet ikke være et behov for bindende forhåndsuttalelser, og at dette således ville vært nærmest underordnet å få i tillegg. Løvenskiold ser likevel at det kan være en verdi i bindende forhåndsuttalelser. Han påpeker at det klart vil forsterke at et eventuelt unntak er gjeldende overfor alle. Likevel er Løvenskiolds syn at det sentrale med unntaksbestemmelser vedrørende pliktig tilbud beror på at regelverket i utgangspunktet bør være klart nok i seg selv.

“Jeg tror det viktige er å ha veldig klare regler for når regelverket skal kunne fravikes, og jeg har vanskelig for å se hvilke tilfeller det skulle vært”

– BJØRN LØVENSKIOLD

6.8 En «verden» uten regler om generell tilbudsplikt

Selv om oppgaven vår ikke tilsikter å vurdere et marked hvor generell tilbudsplikt er fraværende i sin helhet, anser vi det interessant å sonde rundt verdien av reglene

som sådan. Dette forsterkes av at vi også drøfter Euronext Growth, hvor det ikke eksisterer noen tilbudsplikt.

Det ligger i naturen for noterte selskaper at likebehandlingsprinsippet må ivaretas. I det øyeblikket likebehandlingshensynene er borte, som er et av de sentrale grunnlagene i et regulert marked, vil det oppstå utfordringer.

“Jeg tenker fort at det kunne blitt litt Texas.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Strukturelt ville et marked uten generell tilbudsplikt bety at de fleste oppkjøp sannsynligvis hadde startet med at man kjøpte aksjer i markedet eller gjennom annonserte ordre. I og med at man ikke er bundet av tilbudspliktreglene vil det være større grad av fleksibilitet til å agere i markedet kontra å skulle lansere et frivillig tilbud hvor aksjonærene i utgangspunktet må likebehandles.

“Man ville nok sett mer «fill or kill» ordre, at man kjøper seg opp gjennom en stor markedsoperasjon og går igjennom den gamle tilbudspliktterskelen.”

– JO ISAKSEN

Dette ville antagelig medført at det ville være flere aksjonærer som satt på betydelige poster som de kanskje hadde fått for “billig”, ved å kunne kjøpe seg opp til 40- eller 50 prosent uten å fremme et tilbud på resten. Dette vil åpnet for at det kan tas i bruk andre fremgangsmåter for å komme dit på en billig måte og i praksis ta kontroll over et selskap uten å måtte betale en kontrollpremie. Tilbudsplikt skaper således en disiplin ved at aksjonærene får noen faste rammer og et tilbud å forholde seg til.

Tjaum viser til at markedet riktignok fungerte godt også uten reglene om tilbudsplikt, men at det vanskelig kan hevdes at reglene har nevneverdig redusert de omstillingene man trenger gjennom kontrollskifter.

6.8.1 Fornuftighetsvurdering

Det er konsensus blant intervjuobjektene om at reglene om tilbudsplikt rent konseptuelt er hensiktsmessige og fornuftig utformet.

“Det går mer på utformingen, som for eksempel mangel på dispensasjonsadgang og mulighet for bindende forhåndsuttalelser. De elementene ville gjort reglene bedre.”

– ARNE TJAUM

Ingen av intervjuobjektene opplever at reglene om tilbudsplikt forhindrer transaksjoner eller vesentlig vanskeliggjør omstruktureringer i næringslivet.

“Jeg kan ikke se at det er noen tungtveiende argumenter mot reglene.”

– KARL OTTO TVETER

6.9 Reglene om generell tilbudsplikt – påvirkning i oppkapitaliseringstilfeller

Til tross for at reglene om tilbudsplikt konseptuelt oppleves utelukkende positivt av intervjuobjektene er alle enige i at de kan slå ut ugunstig i oppkapitaliseringstilfeller. Reglene om generell tilbudsplikt skiller etter gjeldende rett ikke mellom tilfeller hvor det er snakk om oppkjøp av et målselskap eller i tilfeller hvor det er snakk om tilførsel av frisk kapital gjennom en aksjeemisjon for å styrke likviditeten i en virksomhet i vanskeligheter. Dette betyr i praksis at selskapet er i en situasjon hvor ingen andre vil tegne de aksjene, og hvor hovedeier derfor må tegne seg for mer enn pro-rata, og sannsynligvis utløse tilbudsplikt. Hovedeier kan dermed sies å tegne seg for aksjer på vegne av andre aksjonærer, eller andre eksterne interessenter som ikke kan eller vil bistå selskapet med finansiering. I denne forbindelse anses et kontrollskifte å være et kontrollskifte - uavhengig av formålet bak.

Slik vi diskuterte i [punkt 4.12](#), er dette allerede forsøkt adressert fra lovgivers side. Intervjuobjektene stiller seg noe ulikt til dette forsøket. I spørsmålet vi la frem for intervjuobjektene presenterte vi dagens regler om tilbudsplikt som tenkelig

verdihemmende i oppkapitaliseringstilfeller, og som et hinder for en ellers ønskelig kapitaldeltakelse gitt virksomhetens sårbare situasjon.

“Ja, og det er jo det man ser. Det har myndigheten også erkjent ved at man arbeider med reglene på de punktene.”

– ARNE TJAUM

“I et så tilfelle hvor alternativet hadde vært at man ikke får pengene og går konkurs kan man vel si at det vil være verdihemmende”

–BJØRN LØVENSKIOLD

“Her vil jeg faktisk si ja!”

– KARL OTTO TVETER

“Ja, det har vi vært innom og det er jeg enig i.”

– JO ISAKSEN

6.10 Utrustning av tilbudsmyndigheten

For at tilbudsmyndighetens dispensasjonsadgang skal kunne utvides er det sentralt at de utstyres med kompetansen til og (på nærmere vilkår) utøve denne myndigheten. Intervjuobjektene fremmer ulike syn på hvordan dette tenkelig bør gjøres. Fra et industrielt standpunkt mener Tveter at det finnes visse situasjoner hvor tilbudsplikten ikke bør komme til anvendelse, men at man heller har en løpende forpliktelse senere.

“Det kan tenke seg i visse tilfeller at det hadde hatt noe for seg sånn som verden er nå og gi en dispensasjonsadgang, i hvert fall i et begrenset omfang.”

– KARL OTTO TVETER

Tjaum trekker frem at det kan tenkes to tilfeller, et som omhandler dispensasjon fra plikten og et som omhandler dispensasjon fra reglene om tilbudspris, og trekker

særlig frem sistnevnte som avgjørende i både oppkjøps- og oppkapitaliseringssammenheng. Tjaum er enig med Tveter i at det kan tenkes at tilbudsplikten kan utsettes og således at dispensasjonsadgangen vil ha et begrenset omfang. Rasmussen svarer kort på hans syn vedrørende utrustning av tilbudsmyndigheten:

“Kort svar på det. Hensiktsmessig.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Rasmussen viser for øvrig til sine tidligere kommentarer om løsningen i England. Isaksen og Løvenskiold presiserer at det er viktig med klare regler for å skape forutsigbarhet i aksjemarkedet. Dersom det i stor grad legges opp til mange skjønnsmessige vurderinger i utrustningen kan det være perioder hvor det er uavklart til hvilken pris tilbudet må fremsettes, eller om det i det hele tatt må fremsettes et tilbud. Dette kan gi utfordringer for prisdannelsen i aksjemarkedet. Imidlertid mener Isaksen at det kan være unntak ved kriseemisjoner hvor det er behov for deltagelse fra en storaksjonær for å lykkes med en refinansiering og dette gjøres til en rabattert markedskurs.

“Potensielt kunne man løse dette på samme måte som ved reparasjonsemisjoner, men at Oslo Børs kan godkjenne at det ikke gjennomføres pliktige tilbud dersom aksjekursen handler under budkursen med et visst volum, i en viss periode etter at budplikten har oppstått.”

– JO ISAKSEN

6.11 Euronext Growth

Euronext Growth, som en multilateral handelsfasilitet (MTF), er ikke et regulert marked. Dette har visse implikasjoner vedrørende regelverket markedsplassen er underlagt. For eksempel er likebehandlingshensynene og aksjonærvernet langt mindre fremtredende her. Til tross for et rekordhøyt antall noteringer på Euronext Growth det siste året er reglene om tilbudsplikt ikke gjeldende på plattformen.

“Det er en forskjell på å spille i Champion League og løkkefotball, med det mener jeg at investorbeskyttelsen skal være bedre på et regulert marked enn på andre type markedsplasser. Det gjelder løpende rapportering, flagging og tilbudsplikt, krav til prospekt mm. Men det er ikke sikkert at alle investorene har fått med seg denne forskjellen.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Investorene som deltar på Euronext Growth har derfor sagt fra seg en del lovgivende beskyttelse. Notering på denne plattformen fungerer som en enklere notering sett i forhold til hovedlisten Oslo Børs, og av den grunn ytrer Tjaum følgende:

“Investorene må finne seg i en lavere grad av beskyttelse.”

– ARNE TJAUM

Likevel uttrykker Løvenskiold at det i Verdipapirfondenes forening (VFF), som fungerer som en serviceorganisasjon for selskaper som har konsesjon til å drive fondsforvaltning og/eller aktiv (individuell) forvaltning, er laget et strengere regelverk for notering av selskaper på Euronext Growth enn de kravene børsen stiller.

“Veldig mange tenker jo at selv om det er en MTF og ikke en børs, så vil det for mannen i gata fremdeles være en børs, hvor de antagelig tror at de har samme beskyttelse som på børsen”

– BJØRN LØVENSKIOLD

Dette regelverket fungerer derfor som et ytterligere vern ved å besørge at jobben som gjøres i forbindelse med en notering er gjort grundig. Det har historisk vært få tilfeller av oppkjøp i selskaper med aksjer notert på Euronext Growth. Tjaum mener det er enighet blant mange markedsaktører om at det er sannsynlig at man som en naturlig fremtidig utvikling vil se flere konsolideringer. Det er heller ikke usannsynlig at det kommer til å forekomme oppkjøp av selskaper på et tidspunkt i fremtiden på Euronext Growth.

“Sånn det har utviklet seg slår hensynet med tilbudsplikt i betydelig grad også til for Euronext Growth selskaper.”

– ARNE TJAUM

I likhet med de andre intervjuobjektene tror også Tjaum at fraværet av tilbudspliktregler på Euronext Growth kan forklares med at det ikke før nylig har vært høy aktivitet på plattformen. Isaksen tror også at det er et resultat av at det ikke har vært mange selskaper på Euronext Growth som har vært ønskelige eller relevante å kjøpe opp, men at det prinsipielt ikke er noen forskjell i forhold til oppkjøp av selskaper på hovedlisten og Euronext Growth.

“Det er mange selskaper på Euronext Growth som har inntjening langt inn i fremtiden, som gjør at de kanskje er mindre relevante å kjøpe opp enn selskaper som har en etablert og «proven business model.»

- JO ISAKSEN

Likevel understreker Rasmussen at det fortsatt kan tenkes at det vil forekomme oppkjøp.

“Hvis noen ser at det her er større underliggende verdier enn det som reflekteres i kursen, så vil det komme oppkjøp.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Annet enn forskjeller i karakteristikk ved selskaper notert på de ulike markedene ser ikke Isaksen noen grunn til at det ikke burde være samme regelverk på Euronext Growth når det kommer til tilbudsplikt. Dette har riktignok også fortonet seg litt annerledes i Norge enn i andre land i EU. Med et så betydelig innslag av private og mindre investorer i selskaper på Euronext Growth vil det på sikt kunne bli et spørsmål og en diskusjon som i større grad vil utfolde seg.

“Hvis man hadde sett samme utvikling på tilsvarende markeder andre steder i Europa så er jeg sikker på at sannsynligheten for at tilbudsplikt på sikt også vil gjelde er ganske stor.”

– ARNE TJAUM

Isaksen deler synspunktet med Tjaum og tror investorer vil forvente økt grad av harmonisering mellom markedsplassene i fremtiden, særlig hva angår primærinn sidermeldinger, flagge- og tilbudsplikt. Rasmussen tror det må noe mer til for at dette virkelig skal bli et dagsaktuelt tema.

“Spørsmålet er hvordan dette utvikler seg. Hvis man ser at man får noen grisete oppkjøp hvor likebehandling ikke ivaretas så kan det nok kanskje presse seg frem.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Slik redegjort for i Del II [punkt 4.14](#) er det allerede iverksatt en prosess av Finanstilsynet for å vurdere hvorvidt verdipapirhandellovens regler blir fulgt på markedsplassen. Tilsynet retter seg mot meglerhusene som bistår i noteringer, revisorer og Oslo Børs som markedsoperatør. Rapporten fra tilsynet antas å være klar senere i år, og det kan tenkes at funnene som gjøres vil bidra til en fremskyndelse av den overnevnte harmoniseringen.

Fra oppkjøpers side er det likevel per i dag ingen likebehandlingskrav av aksjonærene i målselskapet. Selskapet plikter følgelig etter aksjonærlovgivningen å likebehandle aksjonærene sine, men oppkjøper er ikke underlagt tilsvarende regler. Det betyr at oppkjøper i teorien kan kjøpe aksjer for å få kontroll i et selskap, og betale en helt annen pris enn det en er villig til å betale etterpå, for så å skvise ut minoritetsaksjonærene.

“Jeg ser riktignok at det er etterlyst av enkelte markedsaktører allerede.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Løvenskiold synes det gjøres rett i at det er en enklere noteringsprosess fordi selskapene typisk er små og har lite drift, men poengterer at aksjonærene bør få mer

eller mindre samme beskyttelse som man har på hovedlisten i det selskapet først er notert, både hva gjelder flagging- og tilbudspliktregler. Løvenskiold er overbevist om at tilbudsplikt på sikt også vil gjelde for selskaper notert på Euronext Growth.

Del IV: Hovedfunn og konklusjon

I den avsluttende delen av oppgaven presenteres det et sammendrag av oppgavens hovedfunn før den overordnede problemstillingen konkluderes. Dette baserer seg både på relevant teori gjennomgått i Del II og på de innspill vi har fått av markedsaktørene gjennom intervjurundene, slik gjennomgått i Del III. På bakgrunn av at tematikken vi skriver om strekker seg bredt og er i stadig utvikling, kommer vi også med forslag til videre forskning og studier.

7.0 Hovedfunn

De legislative hensynene bak reglene om tilbudsplikt legger grunnlaget for teorien vedrørende regelverkets eksistens. Teorien tilsier dermed at det ved et kontrollskifte i en virksomhet er behov for reguleringer, som blant annet gir øvrige aksjonærer anledning til å ta stilling til sin fortsatte eierdeltagelse i selskapet. Dette sikrer likebehandling og sørger for at alle får ta del i kontrollpremien andre aksjonærer mottar som følge av at ny eier har oppnådd kontroll i selskapet. Dette til tross for at studier utført i blant annet Sverige indikerer at minoritetsaksjonærene faktisk drar nytte av kontrollskifter, da ny eier som regel vil ha positive effekter på selskapets drift. Det sentrale er likevel at reguleringen skal gi en beskyttelse og en opsjon for de øvrige aksjonærene.

Dette gjør seg primært gjeldende ved ordinære kontrollskifter, og våre funn indikerer at det kan problematiseres hvorvidt det også bør gjelde tilsvarende i tilfeller hvor selskaper foretar nødvendige restruktureringer. Deltagelse i denne type transaksjon vil følgelig ikke være motivert av et ønske om å oppnå kontroll på selskapets generalforsamling. Oppkapitaliseringer og gjeldskonverteringer foretas som oftest for å tilføre frisk likviditet (kontantinnskudd) og/eller for å restrukturere gjeldsmengden i et selskap på bakgrunn av dets finansielle posisjon. Dette er særlig aktuelt i dagens økonomi med den pågående Covid-19 pandemien og dens innvirkning på norske virksomheter.

I slike tilfeller legger vi til grunn at et eventuelt kontrollskifte skjer utilsiktet. Formålet med transaksjonen er følgelig ikke å gjennomføre strukturelle endringer i eierskapet, men er heller et naturlig resultat av at en majoritetseier må delta med mer enn sin forholdsmessige andel i en kapitalforhøyelse, eller hvor en tidligere kreditor nå har blitt en majoritetseier som følge av en gjeldskonvertering.

Slik diskutert i [punkt 4.10](#) i oppgaven er regelverk om tilbudsplikt utbredt over hele verden. Til tross for kritikk fra enkelte hold foreligger det bred overenstemmelse om at det er et behov for regulering av kontrollskifter i noterte foretak. Dette stemmer overens med det intervjuutvalget vårt har uttalt, representert av erfarne aktører fra den juridiske, finansielle og industrielle siden av spekteret. Vi kan derfor slå fast at markedet som helhet betrakter reglene om generell tilbudsplikt som fornuftige. Våre undersøkelser indikerer derfor at det vanskelig kan hevdes at reglene nevneverdig har redusert de omstillingene som trengs i næringslivet gjennom kontrollskifter.

Unntaksbestemmelsene i vphl. § 6-2 første ledd rammer tilfeller hvor det i realiteten ikke forekommer et (frivillig) kontrollskifte, som for eksempel ved erverv i form av arv eller gave, samt vederlag ved fisjon eller fusjon. Likevel har tilbudsmyndigheten hjemmel til å pålegge tilbudsplikt i særlige tilfeller, jf. vphl. § 6-2 annet ledd. Dette er begrunnet i at regelverket også skal kunne ramme omgåelsestilfeller, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.5.2.

Våre funn tilsier at unntaksbestemmelsen oppleves snever, og at det i enkelte situasjoner kan være hensiktsmessig med en utvidet dispensasjonsordning. At tilbudsmyndigheten har anledning til å skjønne over de unntakstilfeller som følger av loven bidrar ytterligere til at det kan oppleves vanskelig å forholde seg til bestemmelsens rekkevidde. I de tilfellene hvor dette blir satt på spissen, som i for eksempel Belships- og Seadrill-saken (hvor Tjaum var engasjert på sistnevnte sak) er det snakk om enorme ekstrakostnader for tilbydere. Det kan dermed problematiseres hvorvidt dagens regelverk er så forutsigbart som det *bør* være.

At det videre ikke skilles mellom kontrollskifter i ordinære tilfeller og i tilfeller hvor det er et særskilt behov for tilførsel av frisk likviditet i et kriserammet selskap

er en svakhet ved dagens regelverk, viser våre funn. En aksje er et dynamisk finansielt instrument som kan ha høy grad av volatilitet knyttet til seg. Dette vil kunne ha stor betydning for hva tilbudsprisen blir, da denne beregnes utelukkende retrospektivt. Dette vil følgelig kunne slå ut begge veier, og vi problematiserer nødvendigheten av at det i det hele tatt er et behov for å fremsette et pliktig tilbud i visse situasjoner, som i for eksempel Axactor-saken.

Vårt utgangspunkt sammenfaller med markedsrepresentantenes syn - det er ikke alltid like hensiktsmessig. Det kan riktignok nyanseres ytterligere å argumenteres for at alle aksjonærene likevel bør få muligheten til å ta stilling til tilbudet, særlig i lys av at kursen kan endre seg av ulike årsaker i tilbudsperioden og at det for noen eiere, særlig de av større andeler i et børsnotert selskap, kan oppleve vanskeligheter med å få solgt en stor post i aksjemarkedet. Axactor-saken kaster dog lys over at tilbudsplikten faktisk medfører at enkelte småaksjonærer aksepterer et bud til en lavere pris enn markedsprisen, og således går glipp av en meravkastning. Det kan neppe sies å være fordelaktig å bruke ressurser på å fremsette et slikt bud, verken for tilbyder eller for aksjonærene, særlig gitt at bakgrunnen for det pliktige tilbudet var deltagelse i en nødvendig refinansiering.

I tillegg er markedsprisalternativet i vphl. § 6-4 siste punktum i praksis en ikke-fungerende regel fordi den ikke oppfyller kravene til forutsigbarhet i EU-retten. Dette støttes opp av uttalelser fra intervjurundene om at markedsprisen kan være vanskelig å fastslå, hvor det særlig for illikvide aksjer kan være store utslag i kursen ved små handler mot slutten av dagen. Funnene våre indikerer derfor at det i noen situasjoner kan være fordelaktig med en avklaring av dette på forhånd, særlig i lys av at effektive regler om markedspris alltid vil bære med seg en underliggende risiko for markante avvik.

Selv om vi stadfester at kostnadene knyttet direkte til selve det pliktige tilbudet ikke kan anses å være høye i transaksjonsverdenen, er det likevel en unødvendighet i enkelte tilfeller. Enda mer problematisk viser funnene våre at regelverket kan avskjære aksjonærer fra å erverve aksjer i dag, som utløser tilbudsplikt, i et forsøk på å redde en virksomhet de har en betydelig eierinteresse i. Dette ser seg særlig gjeldende i en situasjon hvor en aksje har opplevd et markant kursfall. Særlig satt

på spissen kan det være tale om tilfeller hvor en hovedaksjonær har bidratt i en emisjon uten å utløse tilbudsplikt og den negative utviklingen fortsetter, og det blir behov for å delta en gang til. Denne problematikken har myndigheten også erkjent med forskriften fastsatt 21. mai 2020 om mulig redusert tilbudspris i pliktige tilbud, som har blitt forlenget til og i denne omgang gjelde ut 2021. Likevel har bestemmelsen etter både vår og intervjuobjektene kjennskap ikke vært i bruk og det finnes derfor ingen vedtak eller rettspraksis på området. I et tilfelle Jo Isaksen var involvert i ble løsningen å anvende et annet finansielt instrument for å tilføre selskapet nødvendig kapital uten å trigge et pliktig tilbud. Våre funn tilsier dermed at forskriften ikke har stor praktisk betydning, og bidrar ikke til en tilstrekkelig grad av forutberegnelighet for tilbyder. Forskriften kan derfor ikke sies å være en tilstrekkelig god løsning.

For å adressere denne problematikken opplevde vi enighet blant majoriteten av intervjuobjektene om at bindende forhåndsuttalelser tenkelig kan fungere som en egnet løsning. Dette kan enten innebære at hele tilbudsplikten frafaller, utsettes eller at det kun berører tilbudsprisen.

“Jeg tenker at det hadde vært bra i noen sammenhenger at man kunne få en endelig forhåndsuttalelse.”

– DAG ERIK RASMUSSEN

Det beror imidlertid på hvordan dette faktisk implementeres. Her ønsker vi å trekke frem momenter brakt opp av særlig Karl Otto Tveter, som representerer den industrielle siden av intervjuutvalget vårt med erfaring fra en rekke oppkjøp i sin tid i Orkla. Han fremmet at dersom dispensasjonsadgangen skal være bredere må dette gjøres på en måte som ikke undergraver prosessen. I dette ligger det blant annet at det må være en hensiktsmessig avveining mellom for eksempel skjønnsmessige vurderinger og utfordringer tilknyttet prisdannelse i aksjemarkedet, samt mellom risikoen for markedsmanipulasjon og tidsaspektet for selve forhåndsavklaringen. Tidsaspektet vil vi her trekke frem som særlig viktig, da man i en oppkjøpssituasjon typisk må kunne handle raskt.

Uavhengig av hvordan dette systemet bør utformes er det enighet om at det må være innenfor klare rammer og bidra til økt forutsigbarhet, både for tilbydere og for aksjonærene. Vedrørende de ulike markedsplassene tilsier funnene våre i tillegg at de legislative hensynene bak tilbudsplikt ikke slår forskjellig ut på selskaper notert på Euronext Growth og Oslo Børs, men at forskjeller i regelverkene kan begrunnes i at investorer på Euronext Growth har godtatt en lavere grad av investorbeskyttelse gjennom eierskap i virksomheter med en særskilt mindre komplisert, kapital- og tidkrevende noteringsprosess. Forskjeller i selskapskarakteristika bidrar dessuten til at selskaper på Euronext Growth er mindre relevante å kjøpe opp enn selskaper med en etablert forretningsmodell. Funnene våre indikerer imidlertid at det allerede nå, og særlig i fremtiden, vil stilles forventninger til en harmonisering av regelverket på de ulike markedsplassene, med bakgrunn i den voldsomme aktiviteten der det seneste året.

Vi mener derfor det er holdepunkter for å si at funnene våre vedrørende bindende forhåndsuttalelser også vil være relevant for selskaper på Euronext Growth. Et naturlig fremtidig steg for selskaper notert på Euronext Growth vil trolig være konsolideringer og også muligens oppkjøp, og bindende forhåndsuttalelser kan derfor også være hensiktsmessig her.

For at bindende forhåndsuttalelser som et virkemiddel skal gjennomføres på en hensiktsmessig måte indikerer funnene våre at det kan være fordelaktig og ha et organ som supplerer tilbudsmyndigheten, som i dag er Oslo Børs, gjennom å foreta sonderinger med markedsaktørene, for så å bidra til å treffe vedtak eller komme med anbefalinger som reflekterer hva markedet anser hensiktsmessig. Det ligger imidlertid i bindende forhåndsuttalelsers natur at minoritetsaksjonærene og andre øvrige aksjonærer mister klageadgangen sin. Dette kan isolert sett oppleves uheldig og nærmest bristende med ivaretagelsen av investorvernet, men likevel tilsier funnene våre at det gjennom prosessuelle effektive og ryddige tiltak ikke vil være et reelt behov for klageadgang i en situasjon hvor en transaksjon på forhånd har blitt avklart på en egnet måte. Våre funn indikerer derfor at det er holdepunkter for å si at denne ordningen kan utvikles på en robust måte som ivaretar kredibiliteten til tilbudsmyndigheten og til markedet for øvrig.

8.0 Konklusjon - forslag til endret lovhjemmel og dispensasjonsløsning

Gjennom de funnene vi har gjort i denne masteroppgaven mener vi det er holdepunkter for å kunne trekke en endelig konklusjon knyttet til vår overordnede problemstilling, som lyder «*er reglene om generell tilbudsplikt og fastsettelse av tilbudsprisen i verdipapirhandelloven kapittel 6 fornuftig utformet?*». I konklusjonen vår ønsker vi å skille mellom oppkjøps- og oppkapitaliseringstilfeller.

For oppkapitaliseringer, hvor utgangspunktet er at man krysser en eller flere tilbudspliktgrenser ved deltakelse i en (rabattert) emisjon for å redde et selskap i økonomiske vanskeligheter, mener vi at dette burde bli føyd inn som et eget unntakstilfelle i verdipapirhandelloven § 6-2. Dette kan eksempelvis lyde «*oppkapitalisering av virksomhet, som i overskuelig fremtid vil få alvorlige økonomiske problemer*». I denne vurderingen mener vi det kan være hensiktsmessig å trekke linjer til *midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av Covid-19*, hvor forarbeidene legger til grunn at vilkåret for begjæring av rekonstruksjonsforhandlinger er oppfylt når i) skyldneren om ett til to år vil bli illikvid dersom gjelden ikke blir reforhandlet og ii) skyldneren er kommet i en situasjon hvor en kontraktsmessig forpliktelse, som en langvarig leieavtale eller leveranseavtale, på grunn av vesentlige konjunkturedringer mv. er blitt så tyngende at den innen overskuelig fremtid vil knekke driften.

Videre må selskapet kunne dokumentere at det er forsøkt å gjennomføre andre tiltak som ikke medfører et kontrollskifte, for eksempel i form av et forsøk på å innhente kapital på annet vis. I tillegg må majoritetsaksjonærens planlagte redningsaksjon være forberedt og godt kommunisert til markedet og de berørte parter, herunder med informasjon om selskapets finansielle situasjon, praktiske virkninger av oppkapitaliseringen, hvilke tiltak som er utført ellers i et forsøk på å redde selskapet og hvorvidt de øvrige aksjonærene i selskapet har akseptert løsningen. Dette forutsetter følgelig også løpende dialog med tilbudsmyndigheten.

Vi mener et eventuelt kontrollskifte er en akseptabel konsekvens, og at det tenkelig verste utfallet ved å ikke kunne delta således vil være verre for alle selskapets interessentgrupper. Alternativt kan det settes begrensninger på bidragsyteren sin

utøvelsesadgang av den stemmeretten som følger med det overskytende aksjeervervet og at man videre plikter å foreta et nedsalg av aksjene med «låst» stemmerett når selskapets situasjon bedres. I dette vil det følgelig ligge vurderinger tilknyttet tidspunkt for nedsalg og til hvilken pris, men dette vil ikke problematisere videre. Det sentrale poenget er likevel at det er for aksjonærfelleskapets beste at selskapet tilføres kapital i de tilfeller den ikke kan hentes inn på andre måter, og hvor dette er strengt nødvendig.

For tradisjonelle oppkjøpstilfeller konkluderer vi med at bindende forhåndsuttalelser kan fungere som en egnet løsning for å adressere diverse problematikk knyttet til momenter av typisk usikker natur. Dens funksjon vil være å avklare konsekvenser av en planlagt handling eller transaksjon forut for gjennomførelsen, og vil typisk knytte seg til avklaringer rundt konsolidering og fastsettelse av tilbudsprisen, som er elementer av stor økonomisk betydning. Dette anser vi å være et anvendelig verktøy for selskaper notert både på Oslo Børs og Euronext Growth, men vil følgelig være begrenset til å gjelde hovedlisten før regelverket eventuelt skulle blitt harmonisert på tvers av markedsplassene. Vi tror dette vil bidra til økt forutsigbarhet og trygghet i prosessen, både for tilbyder og for aksjonærene, og at dette dermed gagnar alle parter. Vi har også holdepunkter for å si at dette kan bidra til økt dynamikk og aktivitet i markedet, og således være positivt i forhold til antall oppkjøp.

Det er imidlertid viktig at dette gjøres på en effektiv måte som resulterer i at prosessen ikke blir lidende av det. Om dette burde gjøres under hånden og før offentliggjøring eller om markedet burde informeres om det umiddelbart har vi ikke holdepunkter for å uttale oss om, men vi mener likevel at tidsaspektet vil være en essensiell avveining for en vellykket implementering. For å sikre at de bindende forhåndsuttalelsene er robuste og ivaretar kredibiliteten til tilbudsmyndigheten og til markedet burde tilbudsmyndigheten selv, eller en ekstern tredjepart, ha ansvar for å foreta en sondering med markedet før et vedtak treffes, for å sikre at vedtaket er hensiktsmessig ut ifra markedet. Det forutsettes følgelig at tilbudsmyndigheten eller den rådgivende part har adekvat kompetanse til å kunne treffe en bindende forhåndsuttalelse. Beslutningen vil således utgjøre et enkeltvedtak i henhold til forvaltningslovens regler.

Selv om vi også har problematisert tilbudspliktreglene ved konvertering av gjeld til egenkapital gjennom for eksempel Siem Offshore-saken, har vi etter vårt syn ikke berørt denne transaksjonstypen nok til å kunne trekke en endelig konklusjon vedrørende utformingen av regelverkets fornuftighet på området. Hvorvidt vphl. § 6-3 kunne hatt behov for en revidering har vi derfor ikke tilstrekkelig grunnlag til å uttale oss om, men bestemmelsen kan utvilsomt vanskeliggjøre en allerede krevende situasjon, slik vi belyser tidligere i oppgaven.

Bindende forhåndsuttalelser vil følgelig også kunne anvendes i disse type tilfeller for å oppnå endelig avklaring rundt når tilbudsplikten etter konverteringen vil inntre, til hvilken pris og/eller om det kan gis unntak for plikten i sin helhet.

8.1 Usikkerhet ved resultatene

Datagrunnlaget som har ledet oss til vår konklusjon baserer seg i stor grad på innspill fra de ulike markedsaktørene. Gjennom våre analyser har vi vist at aktører fra den juridiske, finansielle og industrielle side har en nokså lik oppfatning av regelverket som sådan og hvilke svakheter og forbedringer markedet kunne nytt godt av. Vi anser derfor dataens validitet og kredibilitet å være sterk. Likevel er finansmarkedet komplekst, og konklusjonen vår kan derfor følgelig ha usikkerheter og begrensninger knyttet til seg som kan få praktiske implikasjoner vi ikke har kalkulert for. Vi har belyst problemstillingen gjennom eksemplifisering av regelverkets teoretiske og praktiske implikasjoner, men det vil kunne være perspektiver eller andre synspunkter av betydning som er utelatt.

Intervjuguiden, redegjort for i [punkt 3.3](#), er utformet av oss på den måten vi anså mest hensiktsmessig. Vi har vært så heldige og utelukkende hatt intervjuobjekter med omfattende kunnskap innen alle aspektene vi tilsiktet å undersøke, men med noe varierende tyngde- og spisskompetanse. Dette har imidlertid medført at noen av intervjuobjektene har svart mer utfyllende og nyansert på de spørsmålene som har hatt tyngre vekt i utarbeidelsen av vår konklusjon. Dette innebærer at det ikke er likevekt mellom alle intervjuobjektene sine uttalelser i vår analyse og diskusjon. Vi har likevel vært påpasselige med å sørge for at alle intervjuobjektene sine

synspunkter fremkommer av analysen. Vi mener at dette har bidratt til et nyansert og troverdig resultat.

8.2 Normativ diskusjon

Konklusjonen vår er et normativt utsagn og innebærer dermed en vurdering av preskriptiv art. Selv om reglene om tilbudsplikt og tilhørende bestemmelser i all hovedsak oppleves som fornuftige mener vi at det er rom for forbedring i regelverket for å sikre økt forutsigbarhet og besørge at regelverket ikke virker verdihemmende. Dersom Oslo Børs hadde hatt myndighet til å kunne praktisere en bredere dispensasjonsadgang, gjennom for eksempel bindende forhåndsuttalelser, vil det bidra til at tvilstilfeller i større grad kan avklares i forkant av transaksjonen/handlingen.

Selv om vi presenterer en rekke risikomomenter ved denne utvidede adgangen fra et markedsperspektiv tror vi likevel at markedet, hvis gjort rett, vil nyte godt av dette. Selv om lovgiver allerede har forsøkt å adressere deler av problematikken gjennom implementering av en skjønnsmessig vurdering i midlertidig forskriftsendring vedrørende tilbudspris finnes det per nå ingen vedtak eller rettspraksis på området. Det kan derfor ikke sies at dette bidrar til at bestemmelsens rekkevidde oppleves som klar. Slik vi også berører er det ikke nødvendigvis utarbeidelsen av det pliktige tilbudet i seg selv som medfører store kostnader. Det er først i tilfeller hvor en gråsone-situasjon ender i tilbudsplikt eller at en velvillig kapitaldeltakelse i et kriserammet selskap forhindres, at de virkelig store kostnadene påløper. Vi mener vårt forslag dermed vil bidra til forbedret kostnadseffektivitet og ressursallokeringen i forbindelse med oppkjøp- og oppkapitaliseringer, ved at markedet selv bidrar til å legge til rette for oppkjøp og kanalisering av effektiv kapitalutnyttelse.

8.3 Forslag til videre studier

Innledningsvis i prosessen med å skrive vår masteroppgave ønsket vi opprinnelig og ha en kvantitativ tilnærming. Vi ønsket å undersøke hvorvidt det var mulig å tallfeste et effektivitetstap og/eller kostnad som følge av tilbudspliktreglene slik de er utformet i dag, og vurdere hvorvidt dette bidro til å forhindre samfunnsøkonomisk gunstige transaksjoner. Dette ønsket vi å gjøre ved å sammenligne oppkjøp og oppkapitaliseringer i henholdsvis Norge og et avgrenset

område i USA, hvor tilbudsplikt ikke er lovfestet på samme måte som hjemme. Dette bød likevel på problemer tidlig i prosessen. For det første møtte vi på problemer i datainnsamling fra transaksjoner i et USA som ville være representativt nok i vår sammenligning med Norge. For det andre anså vi det vanskelig å vurdere hvorvidt et oppkjøp eller oppkapitalisering faktisk har vært vellykket, da dette tenkelig kan gjøres gjennom en rekke nøkkeltall over en viss tidshorisont, men at det høyst sannsynlig likevel vil være svakheter ved analysene gitt dens begrensede og usikre rekkevidde. Videre fant vi også ut at det er trøblete å skulle isolere tilbudspliktens effekt i en oppkjøps- eller oppkapitaliseringssituasjon. Vi konkluderte med at dette ville bli for omfattende gitt oppgavens omfang. Vi tror likevel at det hadde vært interessant, for videre studier, å undersøke de tilfeller hvor reglene om tilbudsplikt har hatt uventede utfall og forsøke å tallfeste hvilken effekt en avklaring på forhånd ville hatt på transaksjonen, både i lys av det rent finansielle, men også mot de legislative hensynene vi har diskutert.

Med dette i tankene kan det være interessant for videre forskning å gjøre et ytterligere dypdykk i konsolidering, da dette var et typetilfelle alle intervjuobjektene trakk frem som problematisk. Det er også tenkelig at det finnes mer materie å jobbe med i fremtiden i forbindelse med den midlertidige forskriftsendringen, og vi anser også dette å være et interessant utgangspunkt for videre undersøkelser.

Vi tror også at vphl. § 6-3 om unntak for visse institusjoner, med basis i våre drøftelser, kan være et interessant utgangspunkt for videre forskning. Den mest praktiske bruken av bestemmelsen vil omfatte tilfeller hvor en finansinstitusjon går fra å være kreditor til aksjonær etter en konvertering av gjeld til egenkapital. Dette vil følgelig først og fremst gjelde selskaper med høy gjeldsgrad, og vi tror det kan være interessant å foreta en dyptgående analyse av bestemmelsens rekkevidde, fordeler og utfordringer.

For øvrig viser vi til avgrensningen i [punkt 1.5](#) og de øvrige interessante funn vi har gjort gjennom intervjurundene, som også kan fungere som et utgangspunkt for videre undersøkelser.

Avslutningsvis ønsker vi å vise til et passende sitat i overenstemmelse med våre hovedfunn og konklusjon.

“Jeg tror at bindende forhåndsuttalelser ville vært positivt i forhold til antall oppkjøp. Det minsker risikoen med å gjennomføre oppkjøp og derav tror jeg vi får flere. Det vil skape økt dynamikk og aktivitet.”

- ARNE TJAUM

9.0 Litteraturliste

- Aarbakke, M., Aarbakke, A., Knudsen, G., Ofstad T. & Skåre, J. (2017) *Aksjeloven og allmennaksjeloven: lovkommentar* (4.utg.). Universitetsforlaget
- Aksjeloven. (1997). *Lov om aksjeselskaper* (LOV-1997-06-13-44).
Lovdata.<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44?q=Aksjeloven>
- Allmennaksjeloven. (1997). *Lov om allmennaksjeselskaper* (LOV-1997-06-13-45). Lovdata.<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=allmennaksje>
- Aronsen, Y., M., Kine. (2007). *Tilbudsplikt på konsolidert grunnlag* [Masteroppgave]. Duo.
<https://www.duo.uio.no/bitstream/handle/10852/21209/spesialoppgave.pdf?sequence=1>
- Andenæs, M. H., Andenæs, O., Berge, S. & Christoffersen, M. B. (2016). *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper* (3. utg.). Mads Henry Andenæs/Calax
- Augdahl, P. (1959) *Aksjeselskapet etter norsk rett* (3. utg.). Wittusen & Jensen
- ADEB. (2019, 04. mars). Viktig og prinsipiell avgjørelse i børsklagenemden. *Arntzen De Besche*. <https://www.adeb.no/aktuelt/aktuelt/viktig-og-prinsipiell-avgjorelse-i-borsklagenemden/>
- Axactor. (2020). Axactor Report Q4 2020.
<https://staxactorcorpwebprod.blob.core.windows.net/assets/GROUP-Investor-Relations-assets/Reports-and-presentations/2020/Quarterly-Report-Q4-2020.pdf>
- BAHR. (2020). Norwegian Public M&A Deal Study.
https://issuu.com/bahr1/docs/norwegian_public_m_a_deal_study_-_2020_edition_?fr=sMGMxMTE0Mjk3MjY
- BAHR. (2020). *Finans | Ny forskrift om mulig redusert tilbudspris i pliktige tilbud for å muliggjøre oppkapitalisering av selskap i krise etter Covid-19*.
<https://bahr.no/newsletter/finans-ny-forskrift-om-mulig-reduisert-tilbudspris-i-pliktig-tilbud-for-a-muliggjore-oppkapitalisering-av-selskap-i-krise-etter-covid-19>

BDO. (2016, 20. desember). Blogg: Slik forstår du kontrollpremien i en verdivurdering. *Binder Dijker Otte NORGE*. <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/slik-forstar-du-kontrollpremien-i-en-verdivurdering>

Borgarting lagmannsrett. (2008). Saksnr: 08-027119ASI-BORG/03. (SeaDrill)

Bryman, A. & Bell, E. (2011) *Business Research Methods* (3rd. ed.). Oxford

Bråthen, T. (2017). *Selskapsrett* (5. utg.). Gyldendal

Christoffersen, L., Johannessen, A., & Tufte, P. A. (2011); *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. Oslo: Abstrakt Forlag

Christensen, J., Solgård, J. (2021, 30. mars). 40-50 selskaper vil på børs: - Det kommer nye inn absolutt hele tiden. *Dagens Næringsliv*.

https://www.dn.no/bors/borsnoteringer/euronext-growth/ylva-gjesdahl-petersen/4050-selskaper-vil-pa-bors-det-kommer-nye-inn-absolutt-hele-tiden/2-1-987960?fbclid=IwAR2GDTS0H614kwfw3fjaOenzQbL7_apMOep8QBKzdO4c8UHj7t5qzdyvrYw

Dahl, G., S. (2006, 13. desember). Fredriksen sjakk mat.

E24. <https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/GGrIX9/fredriksen-sjakk-matt>

Direktiv 2004/25/EF. (2004). *Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud*. "Takeover-direktivet" EUR-Lex.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32004L0025>

Engbrethsen, A. (2021, 5. februar). Rekordmange unge investerer i aksjer.

Sørnett. <https://sornett.no/arkiv/218996>

Farmingmonthly. (2010, 15. march). Yara has received termination of the Terra merger agreement. *Farming Monthly National*.

<https://www.farmingmonthly.co.uk/news/453-yara-has-received-termination-of-the-terra-merger-agreement/>

Forskrift. (2020). *Midlertidig forskrift om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud*. (FOR-2020-05-20-1030). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2020-05-20-1030>

Forskrift. (2020). *Forskrift om endring i midlertidig forskrift 20. mai 2020 nr. 1030 om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud*. Regjeringen. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-endring-i-midlertidig-forskrift-20.-mai-2020-nr.1030-om-fastsettelse-av-pris-ved-pliktig-tilbud/id2815346/>

Forordning (EU) Nr. 596/2014. (2014). Europaparlamentets om markedsmissbruk (MAR). EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>

Finborud, J. (2021, 29. januar.) Fredriksen byr på hele Axactor. *Finansavisen*. <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2021/01/29/7616340/fredriksen-byr-pa-hele-axactor>

Ghauri, P. & Gronhaug, K. (2010) *Research Method in Business Studies*. (4th ed.). Pearson, London.

GIEK. (u.å). *Vi garanterer for norsk eksport*. <https://www.giek.no/kjope-norsk/>

Hanouna, Paul., E. Sarin, A., & Shapiro, A., C. Value of Corporate Control: Some International Evidence (2001). *USC Finance & Business Econ.* Working Paper No. 01-4, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=286787> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.286787>

Hovland, M., K. (2017, 12. mai). Dette gjør Giek med supply-aksjene. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/9mad69/dette-gjoer-giek-med-supply-aksjene>

Høyesterett. (2009). *HR-2009-1342 U (SeaDrill)*

Jacobsen, S. (2021, 3. mars) Svært få solgte Axactor-aksjer til John Fredriksen. *Finansavisen*. <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2021/03/03/7636219/svaert-fa-solgte-axactor-aksjer-til-john-fredriksen>

- Jacobsen, S. (2021, 26. mai). Konverterer gjeld til aksjer i Siem Offshore. *Finansavisen*. <https://finansavisen.no/nyheter/oljeservice/2021/05/26/7679352/konverterer-gjeld-til-aksjer-i-siem-offshore>
- Jakobsen, C., Lisa. (2018). *Aksjeselskapers vinningsformål* [Masteroppgave, Norges Arktiske Universitet]. Munin.uit. <https://munin.uit.no/bitstream/handle/10037/13431/thesis.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- Jensen, Chr., Thor. (2021, 14. april.) Man trenger ikke være Snåsamannen for å se at her vil det bli avdekket skandaler. *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/borskommentar/fantasyfond/koronaviruset/everfuel/man-trenger-ikke-vare-snasamannen-for-a-se-at-her-vil-det-bli-avdekket-skandaler/2-1-995359? 1>
- Kjønstad, A. (2013). *Nye trender i rettsvitenskapen*. E-bok
- Lagmannsrett. (2008). *LB-2008-27119 (SeaDrill)*
- Lorentzen, M. (2020, 4. juli.) Meglertopp om digitale børsnoteringer og markedet: - Nå er det full fart. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/wPwLRL/meglertopp-om-digitale-boersnoteringer-og-markedet-naa-er-det-full-fart>
- Lydersen, T., L., Frank. (2007, 15. oktober). Fredriksen mot Oslo Børs: Fredriksen kvester børsen. *E24*. <https://e24.no/naeringsliv/i/KvJB5M/fredriksen-mot-oslo-boers-fredriksen-kvester-boersen>
- Postholm, M.B. (2010). *Kvalitativ metode: en innføring med fokus på fenomenologi, etnografi og kasusstudier*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Rekonstruksjonsloven. (2020) *Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19*. (LOV-2020-05-07-38). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/2020-05-07-38>
- Mjaaland, J. (2021, 28. mai). Brikkene på plass for Siem Offshore. *Fædrelandsvennen*. <https://www.fvn.no/nyheter/okonomi/i/IE6L8k/brikkene-paa-plass-for-siem-offshore>

NDLA. (2018). *Forskningsprosessen*.

<https://ndla.no/nb/subject:19/topic:1:195989/topic:1:195829/resource:1:22149?filters=urn:filter:f3d2143b-66e3-428c-89ca-72c1abc659ea>

Netinbag. (u.å). *What is a Control Premium?*

<https://www.netinbag.com/en/finance/what-is-a-control-premium.html>

Nilsen, A., A. (2021, 3. juni). Advarer om risiko for “betydelige tap” i Euronext Growth-aksjer. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/86ndEW/advarer-om-risiko-for-betydelige-tap-i-uronext-growth-aksjer>

Njøsen, H., F., Strandli, A. (2021, 22. januar). Kristian Siem kan bli kraftig utvannet. *Finansavisen*.

<https://finansavisen.no/nyheter/oljeservice/2021/01/22/7612549/siem-vannes-ut-til-30-prosent-i-siem-offshore>

Njøsen, H., F. (2021, 28. mai). Siem Offshore taper mindre. *Finansavisen*.

<https://finansavisen.no/nyheter/oljeservice/2021/05/28/7670640/positiv-drift-for-siem-offshore>

Njøsen, H., F. (2021, 21. mai). Siem ferdig restrukturert i offshore.

Finansavisen.

<https://finansavisen.no/nyheter/oljeservice/2021/05/21/7677513/siem-ferdig-restrukturert-i-offshore>

NRK. (u.å - oppdateres). *Slik rammer koronaviruset norsk økonomi*. Norsk rikskringkasting. <https://www.nrk.no/korona/slik-rammes-norsk-okonomi-1.14960213>

NOU 1985:33. (1985). *Lov om verdipapirbørs (børsloven)*. Til Departementet for handel og skipsfart. https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb_digibok_2012111908120?page=3

NOU 1996: 2. (1996). *Verdipapirhandel*. Til Finans- og tolldepartementet.

https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb_digibok_2008072304079?page=1

NOU 2005:17. (2005). *Om overtakelsestilbud (tilbudspålagt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)*. Til Finansdepartementet.

https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb_digibok_2014062506027?page=3

NOU 2019:1. (2019). *Overtakelsestilbud (frivillig og pålagt tilbud)*. Til Finansdepartementet.

<https://www.regjeringen.no/contentassets/66eb87f48ff74d68a2bac5c103fdf3ec/nou201920190001000dddpdfs.pdf>

Nilssen, V. (2012). *Analyse i kvalitative studier*. Universitetsforlaget

Oslo Børs. (u.å). *Regler for utstedere - Regelbok I - Harmoniserte regler*. Oslo Børs. <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

Oslo Børs. (u.å). *Regler for utstedere - Regelbok II - Utstederregler*. Oslo Børs. <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

Oslo Børs. (u.å). *Regler for utstedere - Euronext Growth Markets Regelbok - Del I*. Oslo Børs. <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

Oslo Børs. (u.å). *Regler for utstedere - Euronext Growth Oslo Regelbok - Del II*. Oslo Børs. <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

Oslo Børs. (2019). *Pressemelding fra børsklagemenden - Belships ASA*. Oslo Børs. <https://www.oslobors.no/layout/set/print/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Pressemelding-fra-Boersklagenemnden-Belships-ASA>

Oslo Børs. (2021). *Axactor SE: Commencement of mandatory offer to acquire all shares in Axactor SE*. Oslo Børs. <https://newsweb.oslobors.no/message/523396>

Oslo Børs. (2021). *BORR Drilling - ticker "BORR"*. Oslo Børs. <https://live.euronext.com/nb/product/equities/BMG1466R2078-XOSL>

Oslo Børs. (2014). *Flakk Holding I AS - Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fisjon og videreføring av unntak fra etterfølgende tilbudsplikt.*

[file:///C:/Users/Simon%20Danielsen/Downloads/2014-09-17%20Flakk%20Holding%20I%20AS%20-%20Dispensasjon%20fra%20tilbudsplikt%20\(med%20vedlegg\)%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Simon%20Danielsen/Downloads/2014-09-17%20Flakk%20Holding%20I%20AS%20-%20Dispensasjon%20fra%20tilbudsplikt%20(med%20vedlegg)%20(1).pdf)

Oslo Børs. (2018). *Belships ASA - Vedr. vurdering av tilbudsplikt, 28.09.2018.*

[file:///C:/Users/Simon%20Danielsen/Downloads/2018-09-28%20Belships%20ASA%20-%20Vurdering%20av%20tilbudsplikt%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Simon%20Danielsen/Downloads/2018-09-28%20Belships%20ASA%20-%20Vurdering%20av%20tilbudsplikt%20(1).pdf)

Oslo Børs. (2018). *Belships ASA - Vedtak vedrørende tilbudsplikt, 21.12.2018.*

[file:///C:/Users/Simon%20Danielsen/Downloads/2018-12-21%20Belships%20ASA%20-%20Vedtak%20vedr%C3%B8rende%20tilbudsplikt%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Simon%20Danielsen/Downloads/2018-12-21%20Belships%20ASA%20-%20Vedtak%20vedr%C3%B8rende%20tilbudsplikt%20(1).pdf)

Oslo Børs. (2019). *Belships ASA - børsklagenemndens avgjørelse sak 1/2019, 28.02.2019.*

<file:///C:/Users/Simon%20Danielsen/Downloads/Decisions%20and%20statements%202019.pdf>

Ot. prp. nr. 34 (2006-2007). (2006/7). *Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).* Til

Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-34-2006-2007-/id459911/>

Prop. 75 L (2019-2020). *Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven).*

Regjeringen. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-75-l-20192020/id2697410/>

PWC. (2019). *Rettede aksjeemisjoner – når det haster å få på plass egenkapital.* PricewaterhouseCoopers.

<https://www.pwc.no/no/tjenester/kapitalmarkedstjenester/rettede-aksjeemisjoner.html>

PWC. (2020, 31. mars). Står kriseemisjoner for døren? *PricewaterhouseCoopers* Finansbloggen. <https://blogg.pwc.no/finansbloggen/staar-kriseemisjoner-for-doren>

Ravnaas, R., Nils. (2007, 20. februar.) Ingen nåde for Fredriksen. *Nettavisen*. <https://www.nettavisen.no/ingen-nade-for-fredriksen/s/12-95-906568>

Saunders, M., Lewis, P. and Thornhill, A. (2012) *Research Methods for Business Students*. Pearson Education Ltd., Harlow

Schuster, E. P. (2013). *The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All? The Modern Law Review*, 76(3), 529-563.

Siem Offshore. (2021). *Flagging i Siem Offshore Inc*. <https://www.siemoffshore.com/news/flagging-i-siem-offshore-inc>

Skatteetaten. (2004-2021). *Bindende forhåndsuttalelser*. <https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/uttalelser/bfu/>

Skatteetaten. (2019). *Retningslinjer for bindende forhåndsuttalelser*. [ELARK 2019/6500]. <https://www.skatteetaten.no/globalassets/rettskilder/rundskriv-og-retningslinjer-mv/retningslinjer-for-bindende-forhandsuttalelser---bfu---2019.pdf>

Skog, R. (1997). *Does Sweden need a mandatory bid rule. A critical analysis*. Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam.

Tjaum, A. (2014). *Tilbudsplikt ved oppkjøp*. Universitetsforlaget

Truyen, F. (2005). *Aksjonærenes myndighetsmisbruk - en studie av asl/asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*. Akademisk Forlag

Verdipapirhandelloven. (2007). *Lov om verdipapirhandel (LOV-2007-06-29-75)*. Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>

Varietyinfo. (2020, 9. desember). Fredriksen blir feit ved hjelp av Axactor - E24. *Varietyinfo*. <https://varietyinfo.com/norway/fredriksen-blir-feit-ved-hjelp-av-axactor-e24/?fbclid=IwAR1Q71RdNwAXYk5LE2PtBZw7KB6y3OvxquxskmlFLkGtSw0bvS9FQ3-KWZs>

Verietyinfo. (2021, 5. februar). Små aksjonærer selger aksjer for salg til multimilliardær John Fredriksen - E24. *Verietyinfo*.

<https://verietinfo.com/norway/sma-aksjonærer-selger-aksjer-for-salg-til-multimilliardaer-john-fredriksen-e24/>

10.0 Vedlegg

Vedlegg 1: Intervjuguide: finansielle og juridiske spørsmål

Praksis

1. Hvordan gjøres en finansiell/juridisk due diligence typisk i forbindelse med et oppkjøp av et børsnotert selskap, og hva består den av?
2. Hva er de sentrale forskjellene på oppkjøp av et privat AS kontra et notert ASA?
3. Hvordan struktureres typisk oppkjøp av børsnoterte selskaper? *Med oppkjøp mener vi et mål om å oppnå full kontroll i et selskap og ofte 100% av aksjene.*
4. Tilbudspunkt-reglene er som de er og man må forholde seg til dem. Opplever du at det er et problem å forholde seg til disse reglene?
5. Hva vil du si er de sentrale kostnadsdriverne i en oppkjøps-prosess?
6. Har du erfart selv (eller kjenner til) tilfeller hvor den generelle tilbudspikten har hatt et uventet utfall i en overtagelsessituasjon?

Teori/Regelverket

7. Hvilke fordeler og ulemper ved tilbudspunkt anser du å være viktigst?
8. Er fordelene så tungtveiende at reglene om tilbudspunkt bør være ufravikelige i en oppkjøpssituasjon? Noen tanker rundt dette?

9. Har det noen gang, etter din kjennskap, blitt diskutert hvorvidt det kunne eller burde være mulig å fravike reglene gjennom eksempelvis bindende forhåndsuttalelser? Hvorfor/hvorfor ikke? Hva mener du om dette?
- Hvilke konsekvenser tror du det ville hatt?
 - Ville det endret dynamikken i et oppkjøp om dette var mulig?
10. Tror du adgangen til eksempelvis bindende forhåndsuttalelser kunne skadet minoritetsaksjonærene, eller andre aksjonærer på noen måte?
11. Mener du reglene om tilbudsplikt er fornuftig utformet?
12. Hvordan tror du oppkjøpsmarkedet av børsnoterte selskaper i Norge ville blitt påvirket dersom det ikke fantes regler om tilbudsplikt?
13. I situasjoner der selskaper trenger kapital, særlig aktuelt i disse Covid tider, kan den tenkelig eneste måten å skaffe dette på være gjennom en emisjon hvor majoritetsaksjonæren naturligvis vil ønske eller måtte delta. Kan reglene om tilbudsplikt være verdihemmende i slike tilfeller, da de effektivt kan tenkes å være et hinder for den deltakelsen?
14. På hvilken måte tror du det ville vært adekvat å utstyre tilbudsmyndigheten med kompetanse til å gi (på nærmere vilkår) dispensasjon fra reglene om pliktig tilbud eller reglene om tilbudspris?

Euronext Growth

15. Er det normalt at selskaper notert på Euronext Growth kjøpes opp? (*Jf. vår definisjon av oppkjøp i spørsmål 3*)
16. Etter harmoniseringen av reglene gjelder flagging over og under 50% eller 90% også på Euronext Growth. Hvilke vurderinger ligger i at tilbudsplikt ikke skal gjelde? Hvorfor er hensynene annerledes her?

17. Det spås at rushet av selskaper til Euronext Growth vil fortsette i tiden fremover, særlig blant selskaper innen teknologi, sjømat og selskaper med grønn profil. Tror du tilbudsplikt på sikt også vil gjelde på Euronext Growth? Hvorfor/hvorfor ikke?

Axactor (et eksempel)

18. Fredriksen-eide Geveran deltok i en emisjon som medførte at selskapet ble eier av om lag 43% av Axactor SE. Geveran ble dermed tilbudspliktig. I tilbudet som ble gitt til de øvrige aksjonærene var tilbudsprisen satt til 8 kroner per aksje. Markedsprisen på daværende tidspunkt var cirka 9 kroner per aksje. Er det effektivt og hensiktsmessig at Geveran skal bruke tid og ressurser på å fremsette et tilbud som ikke ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser, og således ikke fremmer et av de sentrale formål som regelverket om tilbudsplikt i utgangspunktet er ment for å gjøre?

19. Vi mener Axactor-saken er et typisk eksempel på et tilfelle hvor tilbudsmyndigheten kunne gitt dispensasjon for unntak av tilbudsplikt. Fredriksen ble likevel pålagt tilbudsplikt, og vi lurer på om det er mulig å si noe om hvilke transaksjons- og administrative kostnader som påløp på grunn av det?

Vedlegg 2: Rammeverk for intervjuprosessen

Introduksjon

Vi setter stor pris på at du tar deg tid til å bistå oss med masteroppgaven vår. Vi tror dine innspill vil være av stor verdi for den endelige oppgaven.

Vi er del av Norges første kull på Handelshøyskolen BIs *Master of Science* i forretningsjus og økonomi med fordypning i finans og finansieringsrett, og skriver derfor en masteroppgave i grensesnittet finans og juss.

Morten Lund, tidligere partner i Vogt og Wiig og nå høyskolelektor ved Handelshøyskolen BI, er veileder for gruppen vår. Vi har også engasjert Øyvind Norli, Dean for doktorgradsprogrammet på BIs institutt for finans, for bistand med utarbeidelsen av de økonomiske/finansielle vurderingene ved vår oppgave.

Bakgrunn, formål og problemstilling

Oppgaven tilsikter å gjøre rede for reglene om generell tilbudsplikt i norsk rett. Vi ønsker å foreta en fornuftighetsvurdering av dagens regler om generell tilbudsplikt med tilhørende unntaksbestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 6, og i den forbindelse vurdere om tilbudsmyndighetens dispensasjonsadgang er for snever, både når det gjelder unntak for selve plikten og for fastsettelse av tilbudsprisen. I denne vurderingen ønsker vi å undersøke hvorvidt bindende forhåndsuttalelser kunne fungert som en egnet løsning. Vi berører også «*midlertidig forskrift om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud*» med den hensikt å vurdere om den egentlig vil ha noen nevneverdig effekt. Oppgaven omhandler selskaper notert på hovedlisten, men vi har også tatt økt interesse for MTFen Euronext Growth grunnet den høye aktiviteten der det siste året og det faktum at reglene om tilbudsplikt ikke omfatter denne plattformen.

Finansielt vil kostnadsvurderingen av reglene om generell tilbudsplikt foretas på et overordnet nivå og mot samfunnsøkonomiske hensyn, mens den juridiske vurderingen vil vurdere om anledningen til å fravike regelverket vil kunne svekke de formål og vern loven søker og ivareta. De kvalitative analysene vil i stor grad heve oppgavens kvalitet, validitet og gyldighet, og vi anser næringslivets uttalelser og syn på regelverket å være en sentral datakilde. Vi ønsker gjerne at du eksemplifiserer fra egen erfaring eller andres erfaringer du eventuelt har hørt eller vet om.

Opprinnelsen for vår interesse for temaet kom etter forelesninger med Morten Kinander i kurset oppkjøp og fusjoner. Vi hadde ytterligere samtaler med Kinander før vi bestemte oss for at det var tilbudsplikt vi ønsket å skrive om.

Praktisk informasjon i forbindelse med intervjugjennomføringen

Vi ønsker å benytte opptak av intervjuene for transkribering og kvalitetssikring av dataen i etterkant av intervjuet. Opptaket vil kun benyttes av mastergruppen vår og vil slettes ved innlevering av oppgaven, senest 1. juli 2021. Hvis du har innvendinger eller ønsker om å reservere deg fra opptak hensyntar vi følgelig det.

Du står ellers fritt til å ikke besvare spørsmål eller avslutte intervjuet i sin helhet når som helst.

Forespørsel

Hvis det er i orden for deg ønsker vi å benytte ditt navn, din nåværende stilling, tidligere arbeidserfaring og utdanning. Dette vil bidra til oppgavens troverdighet.

Hvis ønskelig sender vi oppgaven til deg ved ferdigstillelse. Alternativt kan vi også oversende intervjuanalysen vi har foretatt **før** oppgaven leveres. Hvis du ellers skulle komme på noe du mener kunne hatt verdi for oppgaven er det bare og ta kontakt.