

# Preliminary Master Thesis Report

MSc in Business med fordypning i forretningsjus, skatt og regnskap

*” I hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan benyttes og faktisk blir benyttet som et element i struktureringen av oppkjøpsfinansiering ”*

Veilder: Morten Lund

<b>1. Innledning</b>	<b>3</b>
<b>2. Problemstilling</b>	<b>4</b>
<b>3. Teori</b>	<b>4</b>
3.1 Oppkjøp	4
3.2 Sentrale spørsmål ved oppkjøp	5
3.3 Oppkjøpsfinansiering	7
<b>4. Aksjeloven §8-10/Allmennaksjeloven § 8-10</b>	<b>10</b>
<b>5. Eksisterende forskning</b>	<b>11</b>
<b>6. Metodisk tilnærming</b>	<b>13</b>
6.1 Kvantitativ og kvalitativ metode	13
6.2 Forskningsdesign	15
6.3 Primær- og sekundærdata	15
<b>7. Fremdriftsplan</b>	<b>16</b>
<b>Referanseliste</b>	<b>17</b>

## 1. Innledning

I denne masteroppgaven vil vi undersøke enkelte finansieringsmodeller for oppkjøp av selskaper. Oppgaven vil begrenses til kun å omhandle situasjoner der både kjøper og målselskapet er enten aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Selger kan være fysiske personer eller selskaper. Det er flere grunner til å avgrense vedrørende oppkjøp av kontrollerende aksjeposter, deriblant særskilte problemstillinger i forhold til minoritetsaksjonærenes interesser. Disse spørsmålene er omfattende og kompliserte. Vi vil derfor bare se på kjøp der 100% av aksjene i målselskapet erverves.

Ved oppkjøpsfinansiering er det viktig å ta stilling til det totale kapitalbehovet en trenger i forbindelse med transaksjonen. Uansett valg av finansieringsmodell er det ønskelig med lavest mulig kostnader. Vi vil i den anledning undersøke i hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan benyttes for å oppnå fordelaktige vilkår for gjeldselementet av finansieringen. Spørsmålet er regulert i aksjeloven (heretter omtalt asl.) § 8-10 av lov 13. juni 1997 nr. 44 og allmennaksjeloven (heretter omtalt asal.) §8-10 av lov 13. juni 1997 nr. 45.

Oppkjøp er en mye brukt transaksjonstype for selskaper som ønsker å utvide sin drift. Når oppkjøp helt eller delvis finansieres av gjeld, ønsker långiver ofte sikkerhet. Behovet for sikkerhet vil avhenge av selskapets finansielle styrke. Kjøperselskapet kan selv ha aktivaposter å tilby som sikkerhet. Dersom kjøperselskapet ikke har aktiva som egner seg for sikkerhetstillegg, kan følgende spørsmål reise seg: i hvilken utstrekning kan målselskapets aktiva benyttes som et element i finansieringspakken.

Temaet er mye forsket på tidligere, og det eksisterer betydelig litteratur på området. Valg av temaet begrunnes med at det binder sammen samfunnsrelevante og dagsaktuelle problemstillinger, som passer godt med vår fordypning innenfor forretningsjus, skatt og regnskap. Fordypningen dekker juridiske, finansielle, økonomiske og regnskapsmessige fagområder. Det antas at leseren har forkunnskaper innenfor økonomi og oppkjøp som sådan, til å kunne få tilstrekkelig utbytte av oppgaven.

## 2. Problemstilling

Formålet med oppgaven er å undersøke i hvilken utstrekning målselskapets aktiva kan benyttes og faktisk blir benyttet som et element i struktureringen av oppkjøpsfinansiering. Sentralt i denne sammenheng er en analyse av hvilke begrensninger asl. §8-10/ asal. § 8-10 setter for handlefriheten når det gjelder bruk av målselskapets aktiva ved finansiering av oppkjøp.

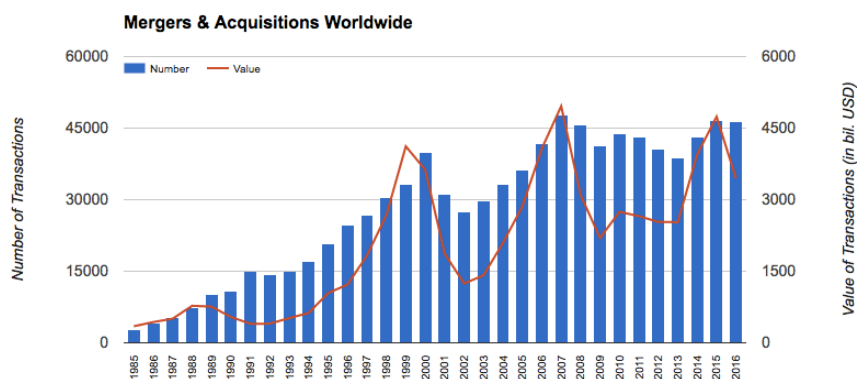
Bestemmelsene reiser flere vanskelige tolkningsspørsmål. Målselskapets aktiva kan grovt beskrevet benyttes på tre ulike måter (1) målselskapets aktiva kan stilles til rådighet, (2) målselskapets aktiva stilles som sikkerhet for kjøperselskapets lånefinansiering og (3) målselskapet låner penger til kjøperselskapet.

Overnevnte problemstillinger vil gjennomgående bli behandlet på den måte at vi både beskriver de juridiske begrensninger som følger av asl. §8-10/ asal. § 8-10 og hvordan aktørene i markedet faktisk benytter de mulighetene som følger av bestemmelsen.

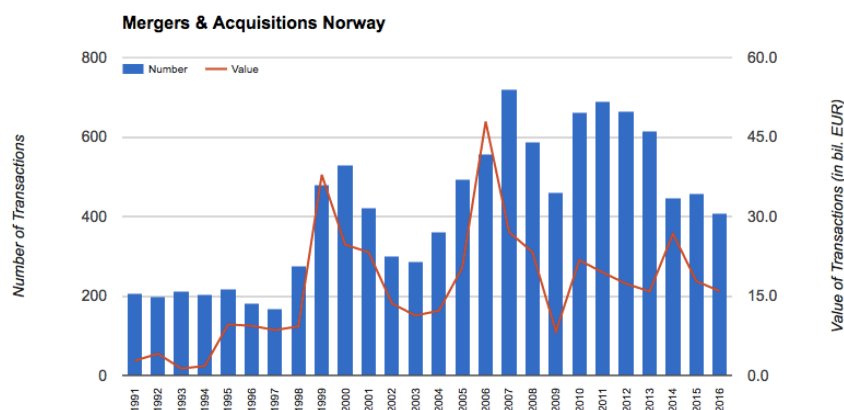
## 3. Teori

### 3.1 Oppkjøp

Formålet med oppkjøp er å få kontroll over målselskapet. Forøvrig er det ulike motiver for å foreta oppkjøp, og et av motivene er økt aksjeverdi på kort sikt (Sander, K. 2016). Kjøperselskapet kan benytte seg av oppkjøp for strukturell vekst, ettersom det er en raskere måte å vokse på enn organisk vekst (Gaughan, 2011). Figurene under skiller hverken mellom oppkjøp og fusjoner, eller valg av finansieringsmodell. Likevel fremstiller de trenden for oppkjøp og fusjoner, og er inkludert for å illustrere dets aktualitet.



Figur 1: Fusjoner og oppkjøp på verdens basis fra 1995-2016 (Institute of Merger, Acquisitions and Alliances, 2016).



Figur 2: Fusjoner og oppkjøp i Norge fra 1991 – 2016 (Institute of Merger, Acquisitions and Alliances, 2016).

Figurene viser en markant økning i gjennomførte oppkjøp og fusjoner både internasjonalt og nasjonalt. En påvirkende faktor har vært større tilgang på gjeld med lavere kostnader og oppkjøpsfond, også kjent som private equity. Økningen i aktivitetsnivået de siste 20 årene skyldes ikke bare oppkjøpsfond, men også økt lønnsomhet og globalisering. Til tross for en fortsatt økning internasjonalt de siste tre årene, ser vi en nedgang i det norske markedet. Dette skyldes i hovedsak det betydelige fallet oljeprisen hadde i 2014 og virkningen det hadde på det norske markedet.

Det overnevnte omhandler hvorfor oppkjøp foretas, samt den historiske trenden. Oppkjøp er en omfattende transaksjon og det vil være mange elementer å ta hensyn til. For å redusere omfanget av oppgaven legger vi til grunn at oppkjøp er besluttet.

### 3.2 Sentrale spørsmål ved oppkjøp

Ved oppkjøp er det særlig åtte sentrale spørsmål som reiser seg. Disse omhandler:

1. Selskapsrettslige spørsmål
2. Verdipapirrettslige spørsmål
3. Skattemessige spørsmål
4. Regnskapsmessige spørsmål
5. Verdsettelses spørsmål
6. Strategiske spørsmål
7. Dobbeltfunksjons spørsmål
8. Finanserings spørsmål

Norsk lov definerer hovedsakelig åtte sentrale regelverk i forbindelse med spørsmålene om oppkjøp. Lovverkene er aksje- og selskapslovgivningen, verdipapir- og børslovgivningen, kontraktsrett, konkurranserett, arbeidsrett, skatt og corporate governance normer (Aabø-Evensen, 2011).

Selskapsrettslige spørsmål regulert av aksje- og selskapslovgivningen omhandler de involverte parter i transaksjonen som kjøperselskapet, selger og det aktuelle målselskapets organisatoriske rettsstilling. Videre omhandler selskapsrettslige spørsmål også selskapsrettslig strukturering, som kan være et utslagsgivende element i forbindelse med finansierings spørsmål.

I de tilfeller allmennaksjeselskap er børsnotert, vil en rekke spørsmål i forhold til bestemmelser i verdipapir- og børslovgivningen reise seg. Et eksempel på dette er flaggingsplikt, for å sikre viktig informasjon angående aktivitet på eiersiden (øvrige aksjonærer og potensielle investorer) i børsnoterte selskaper i markedet.

Kjøperselskapet vil i hovedsak fokusere på tre forhold når det kommer til skattemessige spørsmål. Først, hvordan kjøperselskapet kan oppnå en skatteeffektiv modell ut fra ønskelig selskapsstruktur. Deretter, hvordan denne modellen kan minimere skattekostnadene under kjøperselskapets eiertid. Samt, hvordan kjøperselskapet kan selge seg ut av selskapet uten en betydelig skattebelastning (Aabø-Evensen, 2011).

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

Verdsettelse av målselskapet er et essensielt spørsmål i sammenheng med oppkjøp. Verdsettelses spørsmålene er (1) hvor mye kjøperselskapet mener det bør betale, og (2) hvor mye selger bør kreve i vederlag. Det er mange måter å verdsette et selskap på, og valgt modell kan resultere i ulike verdsettelses verdier (Aabø-Evensen, 2011).

Konkurranserett har betydning for strategiske spørsmål. For å fremme effektiv konkurranse vil myndighetene gripe inn i konkurransebegrensende oppkjøp. Konkurransebegrensende oppkjøp kan føre til urimelige strategiske fordeler som økt lønnsomhet, markedsmakt og varig konkurransefortrinn (Sander, 2016).

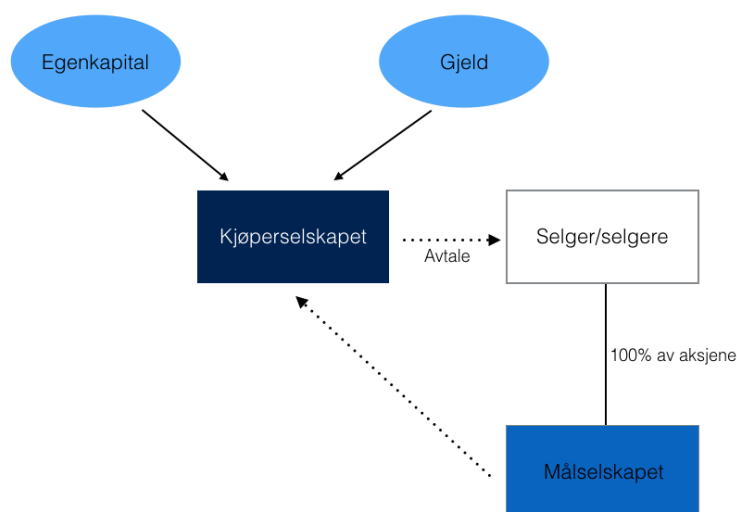
Kjøperselskapet foretar en viktig vurdering ved å kartlegge synergier mellom sin og målselskapets virksomhet etter oppkjøpet er realisert. Anledninger for å spare kostnader vil bli undersøkt og estimert. Kjøperselskapet vil derfor lete etter dobbeltfunksjoner som kan elimineres (Aabø-Evensen, 2011).

Det finansielle spørsmålet omhandler hvordan oppkjøp finansieres. Kjøperselskapet vurderer hvilke finansielle aspekter som kan påvirke valg av finansieringsmodell.

Av de overnevnte spørsmålene vil vi først og fremst fokusere på finansierings spørsmålet. Forøvrig vil det sannsynligvis være nødvendig å se på selskapsrettslige spørsmål om hvordan oppkjøp struktureres.

### 3.3 Oppkjøpsfinansiering

Ut fra figuren kan vi se at kjøperselskapet enten velger å finansiere oppkjøp med egenkapital, gjeld eller en kombinasjon av disse. Man kan også tenke seg mellomformer som for eksempel konvertible obligasjonslån eller andre finansielle instrumenter ("hybrid kapital"). Vi velger å avgrense mot disse mellomformene.



Figur 3: Finansieringsmodell (Aabø-Evensen, 2011, s. 522)

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

### *Egenkapital finansiering*

Det er i hovedsak to markeder for egenkapital, det private (private equity) og det offentlige (public equity). I det private markedet hentes egenkapitalen hovedsakelig inn fra eksisterende kunder og andre ”kjente” investorer. Dette kan skje i form av en fortrinnsrettet emisjon. I offentlige markeder er egenkapital hentet fra børsen og lignende. Eksempelvis foretar et allmennaksjeselskap en aksjeemisjon, hvor aksjene blir solgt på børsen.

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

### *Gjeldsfinansiering*

Kvantifisering av gjeldskostnaden er enklere fordi hovedfaktoren er rentestørrelsen på lånet. Gjeld kan favoriseres på bakgrunn av skattefradrag på renteutgifter, samt at avkastningen på egenkapitalen øker desto høyere gjeldsgrad (for positive nåverdiprojekt). På en annen side kan en høy gjeldsgrad påvirke aksjekursen negativt. Eksempelvis øker risikoen for verdifall på aksjene, og i ytterste konsekvens konkurs. Det kan også oppstå interessekonflikt mellom aksjonærer og kreditorer (Berk & DeMarzo, 2013). Disse interessekonfliktene kan være at selskapets ledelse tar valg der aksjonærer drar fordeler framfor kreditorer. Et eksempel er investorers ønske om risikable investeringer for å oppnå høyere



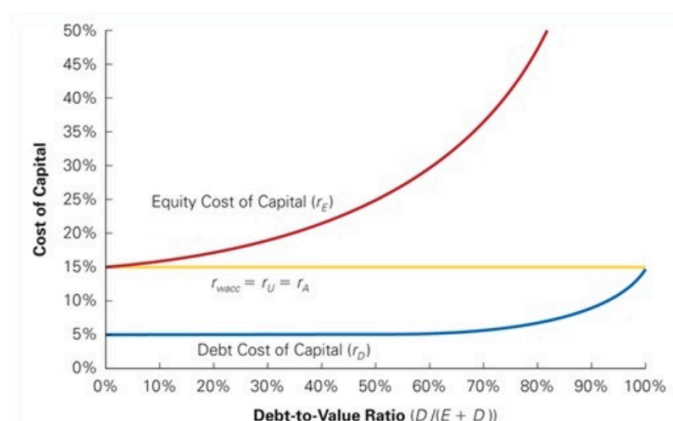
profitt, mens kreditorer ønsker å minimere risiko for å være sikret tilbakebetaling av investering.

Ved et oppkjøp er kjøperselskapets størrelse og kredittverdighet vesentlig da dette gir grunnlag for hvilken form for gjeld kjøperselskapet kan benytte seg av. En må også vurdere tilgjengeligheten og kvaliteten på det som stilles til sikkerhet for finansieringen. Vurderingen går ut på hvor stort beløpet er, og hvordan en kan skatte optimalisere dette på best mulig måte. Kjøperselskapet må også ta i betraktning kontantstrømmen som generes fra målselskapet. For långiver er det viktig å se på forventet kontantstrøm fra kjøperselskapet og målselskapet, for å vurdere kjøperselskapets evne til å betjene lånet (Aabø-Evensen, 2011).

Gjeldsfinansiering er lån fra banker eller lånopptak ved utstedelse av obligasjoner eller tilsvarende låneinstrumenter. Lån fra banker er den viktigste kilden til gjeldsfinansiering for selskaper. Mange har erfart at obligasjonsmarkedet kan være en hensiktsmessig finansieringskilde og et godt alternativ til bankfinansiering. Dette er fordi obligasjonsmarkedet har effektiv kapitalinnhenting, et modent norsk marked for lån til næringslivet og investortilgang. Innhenting av gjeld ved obligasjoner har tidligere blitt oppfattet som en finansieringsform for de største selskapene. I de senere år har det også blitt mer vanlig for mellomstore og mindre selskaper (Oslo Børs, 2015).

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

Lån som ytes ved utstedelse av obligasjoner eller tilsvarende låneinstrumenter er lån i form av eiendeler i selskaper, eller omsettelige gjeldspapirer utstedt av et selskap eller offentlig sektor. En obligasjon er et lån til utsteder som vanligvis kan omsettes fritt i et annenhåndsmarked. Bruk av obligasjoner gjør det lettere å låne store beløp fordi lånet blir plassert hos flere långivere. Långiverne får da tilbakebetalt på et senere tidspunkt og tilbakebetalingssummen er som oftest inkludert renter (Finans Norge, 2016).



Figur 4: Berk & DeMarzo, 2013. S. 490.

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

#### 4. Aksjeloven §8-10/Allmennaksjeloven § 8-10

Formålet med asl. § 8-10/ asal. § 8-10 er å beskytte målselskapets kapital og forhindre at kjøperselskapet taper målselskapets verdier. Med dette ivaretas målselskapets aksjonærer, kreditorer, ansattes interesser og generelle samfunnsaktører (Rt-2013-1601, avsnitt 65). I forarbeidene (Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 48) tydeliggjøres risikoen for kjøperselskapets misbruk av målselskapets kapitalgrunnlag til aksjetegninger eller andre aksjeerverv. Kjøperselskapet kan kun benytte seg av målselskapets kapitalgrunnlag på en måte som fremmer målselskapets interesser.

Målselskapet kan yte finansiell bistand fra selskapets frie egenkapital, og vil på den måten ivareta kreditor hensyn, jf. asl. §§ 8-10 (1) jf. 8-1/asal. §§ 8-10 (1) jf. 8-1. Bistanden må ytes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper. Når det gjelder vilkåret om betryggende sikkerhet for tilbakebetaling må det tas en kredittvurdering av kjøperselskapet for å beskytte målselskapets selskapskapital, jf. asl. § 8-10 (1) og (2)/ asal. § 8-10 (1) og (2). Det som kan stilles til rådighet er

målselskapets utbyttegrunnlag, så lenge målselskapet har forsvarlig egenkapital og likviditet, jf. asl. §§ 8-1 (4) jf. 3-4/asal. §§ 8-1 (4) jf. 3-4. Det vil si at målselskapets balanse i praksis må utgjøre en utbytteramme som tillater at midler stilles til rådighet.

Målselskapets aktiva kan grovt beskrevet benyttes på tre ulike måter (1) målselskapets aktiva kan stilles til rådighet, (2) målselskapets aktiva stilles som sikkerhet for kjøperselskapets lånefinansiering og (3) målselskapet låner penger til kjøperselskapet.

Loven har mange vanskelige tolkningsmomenter, hvor manglende rettslige avklaringer gjør den krevende. Dette underbygger departementets syn på lovendringen i 2013. Departementet mener loven ikke har fungert som forventet og at det er usikkerhet rundt regelens forståelse (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016). To tolkningsmomenter vi anser aktuelle i forbindelse med problemsstillingene er; ”stille sikkerhet” og ”i forbindelse med”.

”Stille sikkerhet” er ikke definert i loven, men det innebærer at midler stilles til rådighet som garanti for en forpliktelse. Hva som kan benyttes som garanti går ut på hva målselskapet har av midler. Det kan være en garanti i form av pantsettelse eller garanti for forpliktelsen oppfyllelse (eksempelvis kausjonsansvar). Etter å ha lest lovteksten og forarbeidene nøye ble det klart at begrepet ”stille sikkerhet”, sammen med ”gi kreditt”, omfattes av total begrepet ”stille midler til rådighet”. Begrepet ”stille midler til rådighet” går ut på hvilke av målselskapets aktiva som omfattes av lovregulering, og det kan derfor bli nødvendig å tolke samlebetegnelse ”stille midler til rådighet” (Giertsen, 2002).

Momentet ”i forbindelse med” innebærer at det må være en sammenheng mellom å ”stille midler til rådighet” og kjøperselskapets erverv av aksjer. Ordlyden er relativ vag, og det kommer ikke frem hvilken saklig eller tidsmessig sammenheng som kreves. Bestemmelsens virkeområde må derfor vurderes (Giertsen, 2002).

## 5. Eksisterende forskning

Oppkjøp og fusjoner (ofte referert til som mergers & acquisitions (M&A)) er mye forsket på tidligere. Oppkjøp og fusjoner fremstilles ofte som en samlebetegnelse

fordi begge medfører en integrasjon av to virksomheter. Med hensyn til problemstillingene er det nødvendig å skape et skille. Ved fusjoner er det normalt ikke behov for tilleggsfinansiering og finansieringsmodellene vil være forskjellige. Etter å ha gjort et omfattende søk på forskjellige databaser, har vi ikke klart å skille forskning på oppkjøp og forskning på fusjoner. Likevel mener vi forskning på oppkjøp og forskning på fusjoner er relevant, da dette presenterer viktige aspekter for valg av finansieringsmodell.

Artikkelen skrevet av Momot og Makedon (2013) vurderer valg av optimal finansiering ved oppkjøp og fusjoner. Ulike finansieringsmodeller er fremstilt, hvor nøkkelfaktorer og systemprosesser for optimalisering er presentert. Valg av modell skal også legge til rette for at midlene investert skal tilbakebetales. Dennis og McConnell (1986) mener dette reiser to aktuelle spørsmål; hvordan skal verdien tillagt ved oppkjøpet måles og hvilke faktorer kan føre til svikt i transaksjonen.

Fordeler og ulemper ved valg av kapitalstruktur er mye forsket på. Miller og Modigliani-tesen angir at kapitalstrukturen bare er forskjellige måter å komme frem til samme verdi. I praksis vil selskapsverdien påvirkes av skatt, kapitalkostnader, agentkostnader og interessekonflikter (Berk & DeMarzo, 2013). Dette underbygger Mjøs (2003) som har laget en forenklet sjekklister for vurderingen av hvordan kapitalstrukturen burde være. Disse punktene går i hovedsak ut på å ta hensyn til strategi, finansieringsbehov, optimalisere kapitalkostnader, risiko, skatt og unngå interessekonflikter.

Videre undersøker Øversjøen (2007) hvorvidt valg av kapitalstruktur burde reflektere markedet og hvilken risiko oppkjøp innebærer for kjøperselskapet. Bankene legger mest vekt på sammensetningen av balansen fordi de ønsker en regnskapsmessig vurdering bak oppkjøpsfinansiering. Kjøperselskapet burde velge en risikoprofil hvor det er mulig å påvirke avkastningen på egenkapitalen.

Etter søk på BI biblioteket ser det ut til at det er lite konkret forskning på de juridiske begrensninger som følger av asl. § 8-10/ asal. § 8-10 og hvordan aktørene i markedet faktisk benytter de mulighetene som følger av bestemmelsen. Det er i større grad forsket på asl. § 8-10/ asal. § 8-10 i forbindelse med fusjoner. Det

eksisterer også generell juridisk litteratur vedrørende asl. § 8-10/ asal. § 8-10, herunder lovtekst, forarbeider og juridiske lærebøker.

Tore Bråthen går nærmere inn på temaet i 4. utgave av boken Selskapsrett. Bråthen gir en innføring i norsk selskapsrett. Aabø- Evensens bok "Om oppkjøp av selskaper og virksomheter" utgitt i 2011 er en praktisk tilnærming til prosessene, verktøyene og eksemplene ved oppkjøp. Boken kan anvendes for transaksjonsprosessen, ulike modeller for overdragelse av virksomhet, transaksjonsstruktur med videre. I 2013 ble loven endret og boken vil derfor være utdatert på mye av den juridiske delen. Likevel er boken den mest konkrete forskningen vi har funnet.

## 6. Metodisk tilnærming

For å kunne analysere og besvare problemstillingene skal vi presentere ulike verktøy, og forklare hvorfor disse er hensiktsmessige for oppgavens formål. Ved forskning benyttes enten induktiv eller deduktiv tilnærming. Induktiv tilnærming vil si at man går fra empiri til teori. Hypoteser og teorier utarbeides på bakgrunn av analyser og observasjoner. Deduktiv tilnærming tar utgangspunkt i teori for å utlede problemstillinger eller hypoteser. Dette innebærer at man går fra det generelle til det spesielle (Saunders, Lewis and Thornhill, 2012). Den finansielle delen vil tilnærmes induktivt, og den juridiske delen deduktivt.

### 6.1 Kvantitativ og kvalitativ metode

Det eksisterer i hovedsak to metoder; kvalitativ og kvantitativ. Valg av metode vil avhenge av formålet med forskningen og problemstilling. Kvalitativ metode anvendes ved innsamling av data som ikke kan kvantifiseres i absolutte tallstørrelser. Hensikten er å kunne tolke samtaler, observasjoner eller skriftlige tekster. Tolkningen gjøres ved å gå i dybden på et mindretall forskningsobjekter for å utforme et mer helhetlig bilde. Kvantitativ metode anvendes ved kvantifiserbare størrelser som kan systematiseres i grafer, tabeller og diagrammer. Metoden benyttes for å illustrere trender, utvikling og hyppighet. Kvalitativ og kvantitativ metode skiller basert på hvordan data registreres og analyseres (Saunders et al., 2012).

Metode	Formål
<b>Litteraturgjennomgang (Kvalitativ)</b>	Utføre en grundig gjennomgang av tidligere forskning om oppkjøpsfinansiering, i den forstand hvilke finansieringsmodeller som benyttes. Hva som ligger bak valg av disse modellene, bruk av ulike instrumenter og hva som går igjen.
<b>Juridisk vurdering (Kvalitativ)</b>	Illustrere den formelle utformingen av lovverket og håndhevingen i Norge. Sette seg inn i og få god oversikt over de aktuelle lover og regler. Relevante rettskilder innenfor juridisk metode er lovttekster, lovforarbeider, rettspraksis, juridisk teori og reelle hensyn.
<b>Intervju (Kvalitativ)</b>	Intervjuer anvendes for å samle inn kvalitativ primærdata. Formålet med intervjuene er å intervju sentrale markedsaktører vedrørende finansiering og strukturering av oppkjøp, for å få innsyn i hvordan det gjøres i praksis. Dette innebærer også hvilke skjønsmessige vurderinger markedsaktørene tar i situasjoner vedrørende oppkjøp. Ønsket er at intervjuene åpner for diskusjoner og utforskning rundt problemstillingene.
<b>Registerdata (Kvantitativ)</b>	Vi vil benytte oss av databaser med bedriftsinformasjon vedrørende oppkjøp. Dette er kvantitativ sekundær data, hvor hensikten er å identifisere sammenhenger mellom det som fremkommer av intervjuene og det som foretas i praksis. Det gjøres for å kunne observere finansieringsmodeller og balanseposter. Aktuelle databaser er Thomson One og Zephyr med videre.

Vi ønsker å anvende en kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ metode, med hovedtyngde på kvalitativ. Data fra den kvantitative metoden skal ha et supplerende formål, og ikke anvendes for å teste hypoteser. Kombinasjonen av metodene kan resultere i en omfattende tilnærming til analyse og tolkning (Saunders et al., 2012).

## 6.2 Forskningsdesign

Kvalitativ forskning kan designes enten utforskende, beskrivende og/eller forklarende (Saunders et al., 2012). På bakgrunn av ønsket om å studere hvordan aktørene i markedet faktisk benytter de mulighetene som følger av asl. § 8-10/ asal. § 8-10, vil utforskende metode være passende. Beskrivende og forklarende metode vil brukes til å forklare funn.

## 6.3 Primær- og sekundærdata

Data kan innhentes på to måter, enten i form av primærdata eller sekundærdata. Primærdata er ny data samlet inn til oppgavens formål. Sekundærdata er samlet inn av andre til andre formål. Oppgaven tar for seg semi-strukturelle dybdeintervjuer for å innhente primærdata. Intervjuformen innebærer at spørsmålene er forberedt og planlagt på forhånd. Gode forberedelser gjør det mulig å være fleksibel og tilpasse seg de forskjellige intervjuobjektene. Fremgangsmåten sannsynliggjør at dataen blir innholdsrik og detaljert (Saunders et al., 2012).

Vi ønsker sannsynligvis å intervju sentrale markedsaktører som har mye kunnskap innenfor områder som finansiering og strukturering ved oppkjøp. Det vektlegges at intervjuobjektene har tilstrekkelig faglig kompetanse slik at de kan bidra til vår analyse av empiri mot teori. Aktuelle aktører vil dermed være banker, meglere, økonomiske rådgivere og advokater. Ved å innhente data fra forskjellig markedsaktører mottar vi synspunkter med forskjellige innfallsvinkler. Hvert intervju må skreddersys til den enkeltes kompetanse og fagområde. I tillegg mener Saunders, Lewis and Thornhill (2012) at for å lykkes med intervjuet er det essensielt med betydelig forkunnskaper på emnet, samt et egnet sted. Vår veileder Morten Lund har tilbudt seg å sette oss i kontakt med aktuelle markedsaktører.

Sekundærdata innhentes i form av regnskapstall. Etter asl. § 8-1/asal. § 8-1 må aktiva være balanseført for å kunne stilles til rådighet. Kjøperselskapet ønsker derfor at balansen til målselskapet reflektere reelle verdier, og kan utføre en verdistrukturering av balansen. Ut fra balansen kan vi få et innblikk i hvordan oppkjøpet er finansiert. Valgt finansieringsform vil vektlegges. Sekundærdata kan brukes for å identifisere sammenhenger mellom det som fremkommer av intervjuene og det som foretas i praksis.

## 7. Fremdriftsplan

- Januar:** Levere «preliminary master thesis» report 15. Januar, og formulere en fornuftig disposisjon.
- Februar:** Gjøre ferdig den finansielle og juridiske delen, samt begynne å utarbeide intervjuer.
- Mars:** Fullføre intervjuer, og starte analysen av innhentet data.
- April:** Fullføre analysen, samt sette sammen oppgaven og klargjøre førsteutkast.
- Mai:** Fullføre førsteutkast og levere dette.
- Juni:** Tilbakemeldinger på førsteutkast  
Gjøre endringer i forhold til førsteutkast.  
Korrektur
- Juli/august:** Gjennomlesning og  
Levere oppgaven



## Referanseliste

### Bøker

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

Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2013). *Corporate finance*. Pearson Education.

Giertsen, J. (2002). Selskapsfinansierte aksjeerverv: Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10. Revisjon og regnskap 2002 nr. 6.

### Artikler

Dennis, D. K., & McConnell, J. J. (1986). Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, 16(2), 143-187.

Gaughan, P. A. (2011). Corporate Restructuring. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Fifth Edition*, 387-434.

Momot, V., & Makedon, V. (2013). Effective schemes of financing mergers and acquisitions of international corporations. *e-Finanse*, 9(2), 57.

Mjøs, A. (2003). Back to school: Hvordan kan finanst teori bidra til verdiskapende bruk av markedet? *Praktisk økonomi og finans*, Vol 2., No. 2.

Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A. (2012). *Research Methods for Business Students*. Financial Times, Prentice Hall: London.

### Nettsider

Finans Norge. (2016). Verdipapirer. Hentet fra:

<https://www.finansnorge.no/tema/kapitalforvaltning/Verdipapirer/>

Institute of Merger, Acquisitions and Alliances. (2016). M&A Statistics. Hentet fra:

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2016). *Om forslag til forenklinger i aksjeloven og allmennaksjeloven*. Regjeringen.

<https://www.regjeringen.no/contentassets/3c8c86ed797f4fbaa0764682b5fcbec2/horingsnotat.pdf>

Oslo Børs. (2015). Det norske obligasjonsmarkedet- effektiv og fleksibelt marked for innhenting av kapital. Hentet fra:

<https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/bf939cb3fcc784a854d0033c46eb2ed9/file/file/Det%20norske%20obligasjonsmarkedet%20-%20effektivt%20og%20fleksibelt%20marked%20for%20innhenting%20av%20kapital.pdf>

Sander, K. (11.06.2016). Fusjoner og oppkjøp. Hentet fra:

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

Thyness, E. (2005). *Fusjoner og oppkjøp– juridiske aspekter*. Idunn (Volum 22).

[https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2005/04/fusjoner\\_og\\_oppkjop\\_juridiske\\_aspekter](https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2005/04/fusjoner_og_oppkjop_juridiske_aspekter)

Torbjørnsen, H. (2011). *Fusjoner og oppkjøp*. Magma (4): 57-61

<https://www.regjeringen.no/contentassets/3c8c86ed797f4fbaa0764682b5fcbec2/horingsnotat.pdf>

Øversjøen, K. (2007). Finansiell Strategi med et industrielt perspektiv. *Praktisk økonomi og finans*, 24, s.3-10. Hentet fra

[https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2007/03/finansiell\\_strategi\\_med\\_et\\_industrielt\\_perspektiv](https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2007/03/finansiell_strategi_med_et_industrielt_perspektiv)

## Lover

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskap

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskap

## Rettspraksis

Rt-2013-1601

## Lovforarbeider

Ot.prp.nr. 36 (1993-1994) side 66.

Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) side 48.

Ot.prp.nr. 55 (2005-2006) side 68-69.