



Handelshøyskolen BI

GRA 19703 Master Thesis

Thesis Master of Science 100% - W

Predefinert informasjon

Startdato:	09-01-2023 09:00 CET	Termin:	202310
Sluttdato:	03-07-2023 12:00 CEST	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	T		
Flowkode:	202310 11184 IN00 W T		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Navn:

Informasjon fra deltaker

Tittel *:

Navn på veileder *:

Inneholder besvarelsen konfidensielt materiale? Nei Ja

Kan besvarelsen offentliggjøres? Ja Nei

Gruppe

Gruppenavn:

Gruppenummer:

Andre medlemmer i gruppen:

Optimalisering av M&A

Et juridisk strategisk perspektiv

Master of Science - Forretningsjus og økonomi

Tema: Fusjoner og oppkjøp (M&A)

Forfatter: Tallak Jerman Bright-Taylor

Veileder: Tore Bråthen

Innleveringsdato: 3. juli 2023

Sammendrag

Det er forsket mye på fusjoner og oppkjøp (M&A), og det blir hyppig diskutert i forskningslitteraturen om det lønner seg å gjøre en M&A eller ikke. Studier viser at 70 % til 90 % av M&A ikke blir vellykket, men årsaken til dette enes de ikke om. Denne oppgaven redegjør for hvordan man med en strategisk tilnærming til de juridiske problemstillingene som oppstår i en transaksjon, kan bidra til å skape en vellykket M&A. Utfordringen som umiddelbart oppstår, er hvordan man i praksis kategoriserer en M&A som vellykket eller mislykket. Er det aksjekursen som er avgjørende, eller er det selskapets egne strategiske måloppnåelse som er viktigst? Hvem en M&A bør skape verdi for, er sentralt å vite for å vurdere dette. Etter intervjuer med ledende eksperter på området virker det som om de foreliggende strategiske mål med transaksjonen er viktigere enn aksjekursen, og at enhver M&A må skape mest verdi for kjøper av målselskapet. Flere M&A skaper derimot ikke verdien kjøper så for seg. Det er forskjellige meninger om hvorfor det er slik. Mange mener at hovedproblemet ligger i forskjellige integrasjonsutfordringer. Derimot virker det å være mindre interesse for å utforske hvor mye juridiske utfordringer faktisk betyr for verdiskapingen i en M&A. Basert på intervjuer, undersøkelser og egne refleksjoner, er det klart at det finnes et uforløst potensial for å skape mer verdi i en M&A ved å løse enkelte juridiske problemstillinger strategisk fornuftig.

Dersom målselskapets aksjer ikke er notert på børs, skaper det verdi å ha en god juridisk strategi under forhandlingene. Det er viktig å utforme hensiktsmessige avtaler med selger, og spesielt viktig å gjøre en god juridisk DD. Dersom målselskapets aksjer er notert på børs er det viktig å utforme en god juridisk strategi som tar hensyn til reglene om flagging, tilbudsplikt og frivillige tilbud. Spesielt interessant er det hvordan verdipapirhandelloven § 6-19 (2) ser ut til å skulle tolkes. Bruk av bestemmelsen kan øke kjøpers forhandlingsfrihet, og kan i visse oppkjøpssituasjoner benyttes for å forhandle med individuelle aksjonærer. Ved en god strategi slipper dermed kjøper å fremme frivillige tilbud til alle aksjonærene. Dette vil i mange tilfeller minimere vederlaget kjøper må betale for å tilegne seg kontroll i selskapet. Det går verken på bekostning av det samfunnsøkonomiske overskuddet eller samfunnets nytteverdi. Et fornuftig juridisk strategisk perspektiv på problemstillingene, kan optimalisere en M&A.

Definisjoner og oversettelser

M&A = Mergers and acquisition(s) = Fusjon(er) og oppkjøp = Transaksjon(er)

Kjøper = En eller flere parter som ønsker å kjøpe opp et selskap

Selger = En eller flere parter som ønsker å selge et selskap

Målselskap = Selskap som forsøkes kjøpt opp

Closing = Endelig gjennomføring av en transaksjon

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG.....	2
DEFINISJONER OG OVERSETTELSER	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING, MÅL OG STRUKTUR.....	7
1.1 Innledning	7
1.2 Mål	9
1.2.1 Introduksjon	9
1.2.1 Struktur	9
1.2.2 Avgrensing og avklaring	9
1.2.3 Problemstilling	10
2. METODISK TILNÆRMING.....	10
2.1 Introduksjon	10
2.2 Metodisk tilnærming	10
2.3 Kvantitativ, kvalitativ og juridisk metode	10
2.4 Eksplorerende forskningsdesign	12
2.4 Primær- og sekundærdata	13
3. EMPIRISK METODE	14
3.1 Introduksjon	14
3.2 Innsamling av data	14
3.2.1 Introduksjon	14
3.2.2 Data om M&A nøkkeltall	14
3.2.3 Intervjuobjektene	15
3.2.4 Guide til intervjuene.....	16
3.2.5 Gjennomføring av intervjuene	16

3.3 Analyse av data	16
3.4 Evaluering av datamateriale	17
3.4.1 Introduksjon	17
3.4.2 Reliabilitet	17
3.4.3 Validitet	18
4. OM FUSJONER OG OPPKJØP (M&A)	19
4.1 Kort om M&A	19
4.2 Interessenter ved M&A	21
4.2.1 Introduksjon	21
4.2.2 Aksjonæren	21
4.2.3 Ansatte	22
4.2.4 Kunder	22
4.2.5 Leverandører	23
4.2.6 Konkurrenter	23
4.2.7 Samfunnet generelt og myndighetene	23
4.2.8 Media	24
4.2.9 Interesseorganisasjoner	24
4.3 Verdiskaping ved M&A	24
5. PROSESSEN VED EN M&A	32
5.1 Introduksjon	32
5.2 Hvordan gjennomgå prosessen ved en M&A	35
5.2.1 Innledning	35
5.2.2 Kontrollforhold	35
5.3 Juridisk strategisk gjennomgang av prosessen ved en M&A	38
5.3.1 Selskap som kontrolleres av få aksjonærer (Ikke børs)	38
5.3.2 Selskap med aksjer notert på et regulert marked (Børs)	55
6. SPESIELT VALG TEMA: VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 6-19 (2).....	70
6.1 Introduksjon	70
6.1.1 Kort om verdipapirhandelloven § 6-19 (1)	70
6.1.2 Kort om verdipapirhandelloven § 6-19 (2)	70

6.2 Nærmere om verdipapirhandelloven § 6-19 (2)	71
6.2.1 Del (1) av verdipapirhandelloven § 6-19 (2)	71
6.2.2 Del (2) av verdipapirhandelloven § 6-19 (2)	72
6.3 Samtidig eller i sammenheng og samme innhold	76
6.3.1 Introduksjon: Tolkning av ordlyden i sin helhet	76
6.3.2 Tolkning etter språkregler	77
6.3.3 Tolkning etter rettskildelære	78
7. OPTIMALISERE M&A: VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 6-19 (2)	84
7.1 Introduksjon	84
7.2 Utnyttelse av forhandlingsfriheten i det frivillige tilbudet	84
7.2.1 Introduksjon	84
7.2.2 Selskapsperspektivet	85
7.2.3 Samfunnsperspektivet	89
8. AVSLUTNING	95
8.1 Hovedfunn	95
8.2 Forslag til videre studier	97
9. REFERANSELISTE	98
10. VEDLEGG	104
10.1 Intervjuguide	104
10.2 Intervju 1 – Bjørn Løvenskiold	106
10.3 Intervju 2 – Harald Hellebust	114
10.4 Samtale: Magnus Braaten	121
10.5 Samtale: Språkrådet	123
10.6 Samtalegruppe: To advokater (anonyme)	125

1. Innledning, mål og struktur

1.1 Innledning

I tiden som student på masterstudiet i forretningsjus og økonomi (JUSKØK) har temaet M&A vært hyppig diskutert, bl.a. fordi det virkelig går i kjernen av begge fagområdene samtidig som det ikke er helt enkelt å bli klok på.

Fordi en M&A inneholder så mange ulike aspekter ved forretningsdrift, er det forsket mye på årsakene til og konsekvensene av at det gjøres så mange av dem. Svaret på om det lønner seg å kjøpe opp og fusjonere selskap, vil variere fra M&A til M&A. Noen M&A blir vellykket, mens andre blir totalt mislykket. Et eksempel på en M&A som blir sett på som vellykket er Facebooks oppkjøp av selskapet Instagram for en milliard dollar i 2012 (Upbin, 2012). Etter ti år hadde markedsverdien til Instagram steget til 47 milliarder dollar (Brand Finance, 2023). En M&A som derimot ble sett på som mislykket, er Microsofts oppkjøp av Nokia for syv milliarder dollar i 2014 (CB Insights, 2018). Bare to år senere ble Nokia solgt av Microsoft for 350 millioner dollar (Hern, 2016). Sett i lys av nyere studier er sistnevnte eksempel, mindre oppsiktsvekkende enn det første. Studier viser nemlig at 70 % - 90 % av alle M&A ikke er vellykket (Christensen et al., 2011). Dette reiser flere spørsmål. Hvordan bør man definere hva som er en vellykket M&A og hva som er en mislykket M&A? Hva er det som gjør at noen M&A blir vellykket, og hva det er som gjør at noen blir mislykket?

Noe forskning indikerer at hvor vellykket en M&A blir, i stor grad er avhengig av hvilken bransje selskapene opererer i og hvilke typer produkter de selger (Zhovtobryukh, 2014). Andre mener at problemet med mislykkede M&A er at kjøperne ikke evner å identifisere de delene av målselskapet som inneholder den reelle verdien, samtidig som de ikke klarer å integrere selskapene effektivt (Christensen et al., 2011). Sistnevnte integrasjonsutfordringer virker å være en faktor som blir nevnt av de aller fleste eksperter.

At de ovennevnte faktorene påvirker verdiskapning i M&A, er det ikke tvil om. Det som derimot ikke har fått tilsvarende oppmerksomhet i studier, er hvorvidt det eksisterer juridiske utfordringer som bidrar til at noen M&A ikke blir vellykket

eller oppnår sitt fulle verdipotensial. Det er derfor være høyst interessant å utforske hvorvidt rettsregler kan sies å påvirke verdiskapningen til en M&A.

Internasjonalt foreligger det ulike regler på området avhengig av hvilket land transaksjonen finner sted. Der noen land har regler som er mer tilrettelagt for fusjoner og oppkjøp, har andre land regler som i større grad kan hindre fusjoner og oppkjøp. I USA er det for eksempel en utstrakt bruk av såkalte giftpiller (Poison Pills) i selskapers vedtekter for å stoppe fiendtlige overtakelser, ved å vanne ut en oppkjøpers aksjer. Giftpille-strategien ble blant annet brukt av Twitter under Elon Musks (X Corp) oppkjøp av selskapet i 2022 (Holpuch, 2022). Innenfor EU/EØS begrenser takeoverdirektivet og tilhørende nasjonal lovgivning muligheten for å legge hindringer for M&A.

For å belyse hvilke juridiske problemstillinger som kan påvirke verdien av en M&A, bør det foretas en analyse av transaksjonens påvirkning på selskap og på samfunnet. En utfordring ved M&A er at lovgivers ønske om å øke den samfunnsmessige nytteverdien, kan gå på bekostning av selskaps økonomiske overskudd. En første tilnærming til dette dilemmaet kan være å forsøke å definere en optimal M&A-regel, som regulerer kjernen i den potensielle interessekonflikten. En slik regel kan for eksempel defineres slik: «En regel som gir de individuelle selskapene muligheten til å maksimere sitt eget overskudd, samtidig som regelen ikke forringer selskapets nytteverdi overfor samfunnet».

Det er interessant å undersøke om det finnes et uforløst potensial for juridiske rådgivere til å bistå selskap med å realisere verdien som ligger i en M&A. Kanskje rådgiverne ikke tar nok hensyn til den økonomiske konsekvensen av den juridiske transaksjonsdelen, og dermed unngår å se på de mest hensiktsmessige løsningene for partene. For å optimalisere en M&A, bør det derfor undersøkes hvorvidt det er deler av transaksjonsprosessen som kan gjennomføres mer fornuftig, og om det juridisk sett foreligger et handlingsrom som ikke benyttes fullt ut.

1.2 Mål

1.2.1 Introduksjon

Oppgavens mål er å finne svaret på de ovennevnte problemstillingene. Dette er gjort ved først å gå nærmere inn på hva M&A er, og hvem som er de faktiske interessentene i en M&A (se kapittel 4). Deretter er det gjort en drøftelse over hvordan en «vellykket» M&A kan defineres, og om man i det hele tatt kan måle verdiskapningen en transaksjon har. Etter dette er gjennomføringen av en M&A belyst fra et juridisk strategisk perspektiv, med beskrivelser av de sentrale faktorene en kjøper bør tenke på i en slik prosess (se kapittel 5). Til slutt er en spesiell juridisk problemstilling valgt ut for å omtale visse grep som trolig kan bidra til å løse et uforløst potensial til å skape mer verdi i M&A (se kapittel 6). Det avsluttes så med en drøftelse av hva slags konsekvens et slikt grep har for kjøper av et selskap, og hva slags konsekvens et slikt grep har for samfunnet (se kapittel 7). En forutsetning for å kunne påstå at et slikt grep vil optimalisere M&A, er at den økonomiske verdien for kjøper økes uten at samfunnets nytteverdi reduseres for mye.

1.2.1 Struktur

Oppgaven forklarer først hva slags metode som er brukt for å svare på problemstillingen. For å svare på problemstillingen er det hentet inn data via intervjuer, studier, undersøkelser, artikler og databaser. Dataen er forsøkt drøftet med egne refleksjoner, og konklusjonen vil være basert på denne tilnærmingen.

1.2.2 Avgrensing og avklaring

Oppgaven avgrenses til å i hovedsak omhandle transaksjoner som gjøres mellom norske selskap.

Det finnes ingen autorativ definisjon av M&A som kan benyttes i alle sammenhenger. I denne oppgaven omfatter begrepet både fusjoner og oppkjøp som helhet, men også uten at det nødvendigvis er gjort både et oppkjøp og en fusjon. Et begrep som i noen tilfeller vil erstatte M&A, er «transaksjoner».

1.2.3 Problemstilling

Finnes det måter å optimalisere M&A fra et juridisk strategisk perspektiv?

2. Metodisk tilnærming

2.1 Introduksjon

Oppgaven består delvis av økonomisk strategiske problemstillinger, og delvis av juridiske problemstillinger. Emnet analyseres ved hjelp av kvantitativ, kvalitativ og juridisk metode. Juridisk metode brukes der de juridiske problemstillingene oppstår, mens kvantitativ og kvalitativ metode brukes der det oppstår økonomisk strategiske problemstillinger.

2.2 Metodisk tilnærming

Ved deduktiv tilnærming forsøker man å teste ut holdbarheten til en teori ved å bryte denne ned til en hypotese, for så å gjøre en hypotesetesting (Saunders, et al., 2012). Det sies at den deduktive metoden brukes for å teste om virkeligheten er i overensstemmelse med teorien. Ved induktiv metode gjør man derimot det motsatte. Her tar man utgangspunkt i undersøkelser fra virkeligheten for å skape en teori som kan lede frem til en hypotese. De ulike tilnærmingene kan sies å bygge på hverandre. Denne oppgaven har søkt etter svar gjennom intervjuer, datasamling, undersøkelser og egne refleksjoner for å finne problemområder som det i liten grad er utformet teorier på. Det er derfor mest nærliggende å si at denne oppgaven baserer seg på en induktiv metodisk tilnærming.

2.3 Kvantitativ, kvalitativ og juridisk metode

Valg av kvantitativ eller kvalitativ metode beror i stor grad på hva formålet med forskningen er. Kvantitativ metode benyttes når man anvender kvantifiserbare mengder av informasjon, som man samler inn via kilder som inneholder store mengder data. Dataen er gjerne oppgitt i tallform og eksisterer i mange tilfeller i allerede skapte databaser. Ved kvantitativ metode bruker man gjerne sammenlignbare statistiske metoder som tabellanalyse, korrelasjonsanalyse eller

regresjonsanalyse for å finne sammenhenger i dataen knyttet opp mot den gitte problemstillingen.

Når man derimot snakker om kvalitativ metode, er dataen som anvendes i utgangspunktet ikke kvantifiserbar i absolutte tallstørrelser. Ved kvalitativ metode benyttes det gjerne intervjuer eller observasjoner, og dataen vil derfor vanligvis være i tekstform i motsetning til den kvantitative metodens tallform (Saunders, et al., 2012). Videre er det i motsetning til kvantitativ data, vanskeligere å finne relevant kvalitativ data i allerede skapte databaser. Det kan tenkes at det er på grunn av den kvalitative metodens mer komplekse og lite målbare natur.

Som nevnt innledningsvis virker det å være lite forskning på juridiske problemstillinger ved M&A. De juridiske problemstillinger som omtales er valgt ut hovedsakelig ved hjelp av eksperters personlige mening om hva som er sentralt når en transaksjon gjennomføres. Derfor er det naturlig at kvalitativ metode og juridisk metode er bærebjelken i denne oppgaven, selv om det selvsagt blir nyttig å supplere med kvantitativ data. De relevante juridiske problemstillingene som er funnet frem i oppgavens kvalitative analyse, er tolket etter tolkningsprinsippene i rettskildelæren med tradisjonell juridisk metode.

Når forskning kombinerer ulike metodiske tilnærminger, kalles det metodetriangulering. Metodetriangulering er nødvendig for å få en helhetlig forståelse av de problemstillinger som denne oppgaven reiser.

Metode	Beskrivelse av gjennomføring
Dataanalyse av M&A (Kvantitativ metode)	Innhente nøkkeltall for å gjøre en analyse av hva som skaper verdi i en M&A.
Teoretisk gjennomgang (Kvalitativ metode)	Gå gjennom teori og tidligere forskning på M&A. Prøve å utforske om det eksisterer litteratur som kan bidra til å finne svar på problemstillingen.
Intervjuer (Kvalitativ metode)	For å samle inn kvalitativ primærdata vil intervjuer benyttes. Her vil skjønnsmessige betraktninger reflekteres over og drøftes. På denne måten oppnås det en unik innsikt i hva næringslivet selv mener er utfordringene ved M&A, og forhåpentligvis kan de gi gode svar på problemstillingen.
Rettskildegjennomgang (Juridisk metode)	Utvalgte rettsregler gjennomgås og tolkes. Det vil forsøkes å finne rettslige argumenter for hvordan reglene kan tolkes, utnyttes og hvorvidt det kan være hensiktsmessig å endre reglene.

Tabell 1: Metodetriangulering - Struktur

2.4 Eksplorerende forskningsdesign

Fordi bærebjelken i denne oppgaven er kvalitativ forskning der bl.a. intervjuer er sentralt, er det naturlig å ha et eksplorerende forskningsdesign. Det forsterkes av at innsikten i det man forsøker å forstå i utgangspunktet ikke er høy. Dersom det blir avdekket ny informasjon underveis i forskningen, har man etter eksplorerende forskningsdesign fordeler fordi man kan endre analysen fortløpende (NEM, 2019). Det er altså en mer fleksibel måte å forske på, der nye refleksjoner og drøftelser kan tilføres etter hvert som det hentes inn informasjon.

2.4 Primær- og sekundærdata

Data hentes inn enten som primærdata eller som sekundærdata. Primærdata er som regel ny data som hentes inn for å finne svar på problemstillinger. Som oftest lages slik primærdata ved hjelp av observasjoner, eksperimenter eller intervjuer. For å svare på oppgavens problemstilling, vil primærdata via nevnte intervjuer være viktig. Likevel skal det også hentes inn tidligere laget data via databaser og studier som inneholder kvantitativ informasjon. Dette er i hovedsak sekundærdata.

I oppgaven blir primærdataen laget ved at aktører i næringslivet blir intervjuet om deres meninger rundt M&A. Aktørene er sentrale i økonomiske eller juridiske avdelinger i selskap som har stor erfaring med transaksjoner i Norge. Deres refleksjoner er viktige for å få et helhetlig overblikk på området, og for å svare på problemstillingen. Deres bidrag gjør at analysen og drøftelsen i oppgaven vil ta for seg de mest relevante juridiske problemstillingene om M&A i Norge.

De planlagte intervju spørsmålene er godt forberedt i forkant. Med gode forberedelser er det enklere å være fleksibel under samtalen. Intervjuer som blir gjennomført på en slik fleksibel måte, skaper ofte detaljert data (Saunders, et al., 2012). Intervjuene blir noe endret ut ifra individenes ulike arbeidsområde og kompetanse. Underveis blir det også stilt oppfølgings- og tilleggs spørsmål der det er naturlig, for å få en bedre forståelse om emner som virker å være spesielt relevante. På grunn av dette blir hvert intervju noe ulikt og sammenligningsgrunnlaget kan derfor bli svekket. Ulikhetene i gjennomføringen kan imidlertid også være en fordel fordi det blir skapt et bredere område av synspunkter og meninger.

Fordi det ikke er mye litteratur om problemstillingene oppgaven som denne oppgaven reiser, er det vanskelig å tilegne seg den betydelig forhåndskunnskap som slike intervjuer helst skal ha (Saunders, et al., 2012). Dette gjør at personlig refleksjon i forkant og etterkant av intervjuene blir viktig for å sikre at intervjuene blir verdifulle.

3. Empirisk metode

3.1 Introduksjon

Den kommende beskrivelsen av dataen som samles inn, samt dens reliabilitet og validitet, vil redegjøre for den empiriske metoden i oppgaven.

3.2 Innsamling av data

3.2.1 Introduksjon

Dataen skal være av høy kvalitet. Fremgangsmetoden for å innhente data blir derfor viktig, spesielt fordi oppgaven fokuserer mest på kvalitativ data som ikke er lett målbart. Det redegjøres under for hvordan dataen er anskaffet, og på hvilken måte den knytter seg opp mot analysen.

3.2.2 Data om M&A nøkkeltall

Både økonomisk og juridisk data om M&A blir hentet fra BIs bibliotek og databaser som biblioteket gir tilgang til. Dette er databaser av høy kvalitet med gode kilder.

Økonomiske databaser	Juridiske databaser
CB Insights	Arbeidsrett.no
Factiva	JUNO
JSTOR	Juridika
Orbis	Lovdata Pro
Preqin	Rettsdata
Proff Forvalt	
Risk.net	
Statista	

Tabell 2: Databaser - Økonomiske og juridiske

3.2.3 Intervjuobjektene

3.2.3.1 Introduksjon

Intervjuobjektene er valgt på bakgrunn av deres omfattende erfaring og høye kunnskap om M&A. Det klare fellestrekket er at intervjuobjektene har vært med på å tilrettelegge for flere store transaksjoner. Det ene intervjuet har blitt gjennomført ansikt til ansikt, og det andre har blitt gjennomført via telefon. Samtalene har blitt transkribert, og alle sitater som brukes har blitt godkjent fra intervjuobjektene.

3.2.3.2 Bjørn Løvenskiold

Bjørn Løvenskiold har siden 2007 vært Head of Corporate Finance i Arctic Securities, et av Norges ledende selskaper på finansielle transaksjons- og rådgivningstjenester. Bjørn har vært med på mange M&A transaksjoner og har en dyp kunnskap om hvordan det finansielle markedet fungerer.

3.2.3.3 Harald Hellebust

Harald Hellebust er styreleder og partner i Wiersholm – Advokat. Wiersholm (2023) sier følgende om Harald på sine nettsider:

Harald Hellebust leder Wiersholms M&A-praksis og har omfattende erfaring innen M&A, hvor han bistår både private equity-fond og industrielle aktører. Han blir regelmessig benyttet som ansvarlig advokat i store og komplekse transaksjoner på det nordiske markedet. Han er også voldgiftsdommer i M&A-tvister og har møterett for Høyesterett. Harald er en av de mest ettertraktede M&A-advokatene i Norge. I saker utvikler han avanserte forhandlings- og auksjonsstrategier skreddersydd for å sikre riktige kommersielle og juridiske vilkår i avtaler for sine klienter. I tillegg til å lede transaksjonsavdelingen, er Harald også leder for firmaets private equity-guppe. Av de anerkjente rankingbyråene Chambers and Partners og Legal 500, og i Finansavisens årlige advokatundersøkelse, er Harald rangert som en av Norges ledende eksperter på oppkjøp og fusjoner

3.2.4 Guide til intervjuene

I forkant av intervjuene blir spørsmålene skrevet ned (Vedlegg 1). Spørsmålene er presise, men er i ulik grad knyttet direkte opp mot problemstillingen. Noen av spørsmålene dreier seg nemlig ikke utelukkende om juridiske utfordringer, men om andre mer tradisjonelle utfordringer ved M&A. På denne måten gir svarene et mer helhetlig og nyansert bilde av M&A. I tillegg til å besvare problemstillingen, setter oppgaven derfor de juridiske utfordringene i kontekst med andre mer tradisjonelle utfordringene som eksisterer ved M&A. Dersom fokuset i intervjuene kun er på juridiske utfordringer, er det vanskelig å vite hvor store disse faktisk er i forhold til de økonomiske, organisatoriske og strategiske utfordringene. I konklusjonen vil dette være en nyanse som er nyttig å drøfte.

3.2.5 Gjennomføring av intervjuene

I forkant av intervjuene er intervjuobjektene informert om hva oppgavens tema, formål og problemstilling er. Selve intervjuet er så gjennomført etter intervjuguiden, og er transkribert gjennom transkriberingsprogramvaren til Word. Det gjør det enkelt å strukturere en analyse av intervjuene. I ettertid har intervjuobjektene fått tilsendt oppgaven med sine brukte sitater for godkjenning.

3.3 Analyse av data

Den innsamlede dataen er analysert nøye for å forsøke å finne svar på problemstillingen.

Bearbeidelse av intervjuene blir spesielt viktig. For å finne ut hva slags data som er relevant, blir det lagt større vekt på fellestrekkene i de ulike intervjubesvarelsene. I tillegg er det viktig å reflektere over intervjuobjektens individuelle refleksjoner rundt hva som er relevant for problemstillingen. Fordi intervjuene blir transkribert, er det enkelt å se om det danner seg et mønster i besvarelsene. Det blir derfor også enkelt å utelate irrelevant informasjon i analysen. Ved å for eksempel se på når ord og uttrykk blir gjentatt, er det lettere å se hvilke tema og refleksjoner som intervjuobjektene samlet sett synes er de

viktigste. Dette gjør også at det blir enklere å se et mønster for hvordan datanalysen skal foregå (Nilssen, 2012).

I tillegg til data fra intervjuer blir det samlet inn sekundærdata. Sekundærdataen vil gi supplerende informasjon, og kan understøtte eller eventuelt avkrefte intervjuobjektene meninger. På denne måten kan spørsmål knyttet til problemstillingen få et mer presist og hensiktsmessig svar.

3.4 Evaluering av datamateriale

3.4.1 Introduksjon

For å sikre at oppgaven og konklusjonen er av høy kvalitet og pålitelig, må det ifølge Johannessen, et al. (2011) gjøres en vurdering av forskningens reliabilitet og validitet. En oppgave som ikke er av høy kvalitet og pålitelighet, vil være meningsløs fordi svarene den gir verken er presise eller til å stole på.

3.4.2 Reliabilitet

For å avgjøre om forskning er av høy kvalitet, er det avgjørende at den er stabil og konsekvent. Den vil da ha såkalt høy reliabilitet (Johannessen, et al., 2011).

Dersom innhentingsprosessen og analysen gir den samme dataen og de samme svarene selv etter gjentatte forsøk, vil reliabiliteten være høy.

Mye av den relevante dataen vil være basert på intervjuobjektene egne refleksjoner, meninger og tolkninger. Det blir derfor viktig å være oppmerksom på situasjoner der intervjuobjektet virker usikker når han svarer på intervjuers spørsmål. I en slik situasjon er det viktig å få frem alle sider av intervjuobjektets tanker, slik at svaret ved et hypotetisk gjentatt intervju ikke ville vært veldig annerledes. I tillegg er intervjuene gjort på ulike tidspunkter, noe som gjør at svarene deres er basert på ulikt informasjonsgrunnlag. Dette kan redusere reliabiliteten til oppgaven. For å motvirke dette er det hensiktsmessig for intervjuer å analysere om det er noen vesentlig forskjell i informasjonsgrunnlaget til intervjuobjektene, og i så fall belyse det.

For å opprettholde påliteligheten i dataen, kreves det også at det rettes oppmerksomhet på eventuelle skjevheter som kan oppstå på bakgrunn av intervjuers mulighet til å lede svarene til intervjuobjektene. Intervjuer bør være sikker på at han forstår intervjuobjektets mening, før han går videre.

Intervjuguiden bidrar til at spørsmålene vil være nokså like i hvert intervju, og dette skaper et utgangspunkt for høy reliabilitet.

For å unngå lav reliabilitet, er det viktig å være klar over at intervjuobjekter høyst sannsynlig vil stille seg selv eller sitt eget selskap i et godt lys. Ifølge Saunders, et al. (2012) er det derfor ikke noen garanti for at svarene til intervjuobjekter er til å stole på. I noen tilfeller kan denne effekten motarbeides ved å faktasjekke utsagn. Dette kan gjøres enten fortløpende eller etter at intervjuet er ferdig. Likevel er det slik at denne oppgaven baserer seg på intervjuer nettopp fordi det er lite på området man kan faktasjekke. Det kan derfor være en utfordring å evaluere om svarene er til å stole på. Så lenge intervjuer er klar over dette, vil det kunne vektlegges i en konklusjon at visse aspekter ikke nødvendigvis har rot i virkeligheten.

Intervjuguide og forhåndsinformasjon til intervjuobjektet om intervjutema gjør det enkelt for intervjuer å holde samtalen på riktig spor og knyttet opp mot problemstillingen. Transkribering gjør at det trolig er lite rom for å rapportere feil fra intervjuene. Det gjør det også mye lettere å unngå personlig tolkning for å vri svarene i en ønsket retning. En relativt streng intervjustruktur som dette øker oppgavens reliabilitet (Saunders, et al., 2012).

3.4.3 Validitet

Høy validitet innebærer at forskningens fremgangsmetode og funn reflekterer formålet på den riktige måten, samtidig som funnene reflekterer virkeligheten.

Postholm (2010) påpeker at forskning av høy validitet blant annet innebærer at intervjuobjekter ikke føler seg misforstått. Transkriberingen bidrar til at gjengivelsen av intervjuene er være solid. Det vil likevel alltid være en utfordring å gjøre om muntlig kommunikasjon til skriftlig tekst. For eksempel kan tonefall

og trykk bidra til å forstå hva intervjuobjektet egentlig mener. Slike aspekter kommer ikke frem når noe transkriberes. Å pålegge leser av transkripsjonen å forstå hva som står «mellom linjene», vil være uheldig fordi det kan oppstå feiltolkninger. For å forsikre at intervjuobjektene føler seg tolket og gjengitt på riktig måte, blir de oversendt sine sitater fra oppgaven. De får i den forbindelse også mulighet til å komme med endringsforslag, eller å si ifra dersom de ikke ønsker å siteres likevel. Dette vil på lang vei løse utfordringen med validiteten til oppgaven.

Ved å redegjøre for innsamlings- og analysemetoden som det er gjort ovenfor, er det redegjort for validiteten til oppgaven.

4. Om fusjoner og oppkjøp (M&A)

4.1 Kort om M&A

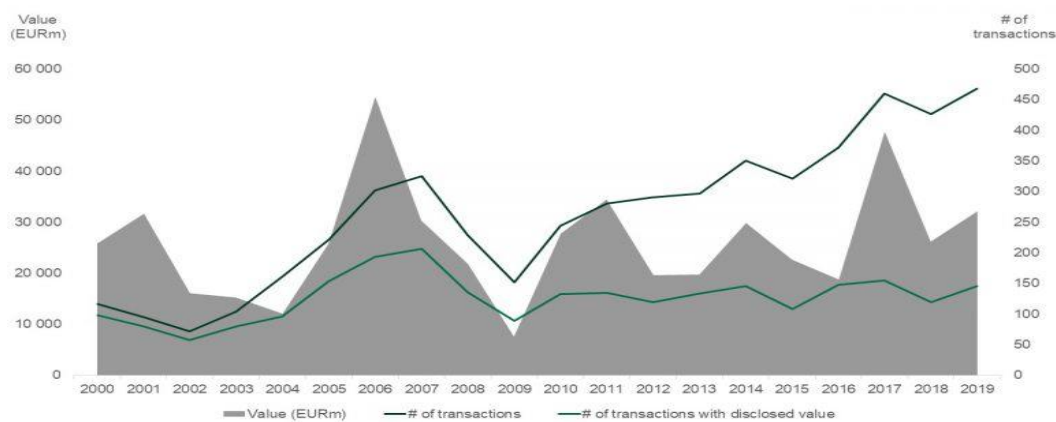
Fusjoner og oppkjøp er en samlebetegnelse for selskapstransaksjoner som enten omfatter en sammenslåing eller oppkjøp, av ett eller flere selskaper. På engelsk bruker man uttrykket «mergers and acquisitions», derav forkortelsen «M&A». Selve transaksjonen skjer ved at eierskap i et selskap erverves av en annen part mot et vederlag.

Fusjoner og oppkjøp er to av de mest brukte strategiene for å øke et selskaps størrelse og markedsandel. Man sier gjerne at selskap som vokser på grunn av M&A, vokser uorganisk. Det er fordi de vokser på grunn av eksterne faktorer som ikke kommer av selskapets egen tidligere markedsmodell. En strategi om uorganisk vekst kan være en effektiv og raskt måte å øke selskapets inntekter og fortjeneste på, men kan også være risikabel og krever nøye analyse og planlegging. Mange store selskaper velger slik vekst fordi det ofte er vanskelig å vokse organisk når de allerede er veletablert i et «modent» marked (Lawler, 2004).

Årsaken til at fusjoner og oppkjøp er en samlebetegnelse, er fordi de gjerne blir utført i sammenheng med hverandre. Mange oppkjøp blir gjort med en påfølgende fusjon, og mange fusjoner gjøres i tilknytning til at det er foretatt et oppkjøp.

Utrykket «transaksjoner» brukes også gjerne fordi både fusjoner og oppkjøp er en transaksjon av et slag. Aksjeloven og allmennaksjelovens kapittel 13 omhandler fusjonsregler, og disse er utvilsomt av de mest sentrale reglene ved gjennomføringen av en fusjon. I gjennomføringen av et oppkjøp er det derimot en rekke forskjellige regler i loven som kan sies å være sentrale. Denne oppgaven har et hovedfokus på oppkjøpsdelen av M&A, og vil således ikke gå i dybden av fusjonsreglene.

Markedet for M&A er stort, og antallet transaksjoner har hatt en voksende trend i Norge i lang tid. Av analytiske årsaker ses det videre statistisk vekk ifra de unormale pandemi- og konfliktårene 2020, 2021 og 2022. I Norge ble det i 2019 registrert 468 transaksjoner mellom norske virksomheter (Wiersholm, 2020). Dette var rekord i antall transaksjoner som noen gang var gjort på et år i Norge, og antallet var 10 % høyere enn i 2018. Den samlede verdien av transaksjonene i 2019 var cirka 300 milliarder kroner, opp 15 % fra cirka 260 milliarder kroner i 2018. Disse årene toppet likevel ikke transaksjonsverdien i 2017, der det ble gjort transaksjoner for nesten 500 milliarder kroner. I samme år ble det derimot ikke gjort flere transaksjoner enn 450, og det er derfor lett å se at verdien på norske transaksjoner fort kan bli drevet av enkelte store M&A. Rekorden for samlet verdi ble faktisk satt så langt tilbake som i 2006. Dette året ble det gjort transaksjoner for cirka 550 milliarder kroner, men antallet var ikke mer enn 310. Den høye verdien ble selvsagt drevet av Statoil/Hydro-fusjonen der vederlaget var verdt cirka 200 milliarder kroner (Fronsdal, 2007).



Figur 1: Wiersholm, (2020). Historisk fremstilling av transaksjoner i Norge.

4.2 Interessenter ved M&A

4.2.1 Introduksjon

Til nå har verdien av en M&A bare vært nevnt som salgsprisen på selskapene. Det er likevel sånn at en M&A ikke bare tilfører slik verdi. Det finnes andre mer «usynlige» parter i en M&A, som gjerne drives av andre elementer enn pris. Det kan man se bl.a. ved at de juridiske problemstillingene en M&A innebærer, ikke bare beskytter selve transaksjonspartene. Dette kommer selvsagt fra et prinsipp om at lover og regler skal gi beskyttelse for alle samfunnets medlemmer. En juridisk strategisk tilnærming til M&A bør derfor innebære et visst fokus på at det eksisterer andre interessenter i en transaksjon, enn bare kjøper og selger.

For et selskaps del er meningen med en M&A å skape verdi for minst en, og helst flere av de eksisterende interessentene. Den samfunnsmessige utfordringen er at en M&A derimot kan være negativ for en eller flere av de andre interessentene, som det ikke skapes verdi for. For samfunnets del er det derfor viktig at M&A generelt søker en balanse mellom transaksjonspartenes nytteverdi og de andre interessentenes nytteverdi

For å løse juridiske problemstillinger som kan påvirke verdien til en M&A, vil det på bakgrunn av ovennevnte være hensiktsmessig å først se på de ulike interessentenes rolle og egeninteresse i en transaksjon.

4.2.2 Aksjonæren

Aksjonærens primære ønske vil som regel være at en M&A skal gi høyest mulig aksjeverdi, sånn at han kan maksimere sin avkastning. Vinningsformålet i aksjeloven og allmennaksjeloven § 2-2 (2) viser at selskapsformen tar sikte på selskaper som skal skaffe økonomisk vinning til sine aksjonærer (Jakobsen, 2018). Et utgangspunkt bør derfor være at aksjonæren er den viktigste interessenten i en M&A. Noen aksjonærer ønsker likevel i mange tilfeller at en M&A også skal bidra til at selskapet øker sin nytteverdi for samfunnet, selv om det ikke nødvendigvis øker aksjonærens økonomiske vinning. Ta for eksempel en aksjonær som på grunn av moralske årsaker nesten utelukkende investerer i det

som kalles «grønne aksjer»; altså ESG-aksjer. I nyere tid har dette blitt mer og mer populært. Dette skyldes nok både at privatpersoner og institusjonelle investorer har blitt mer samfunnsbevisste, men også at aksjonærer tror på at grønne aksjer kommer til å prestere godt i fremtiden. Da samfunnet var stengt ned under COVID-19 pandemien, hadde grønne aksjer en enorm vekst (Wiersholm, 2021). Altså er en M&A som reduserer avkastningen til aksjonæren, eller bidrar til å skade samfunnet sosialt eller økonomisk, noe de aller fleste aksjonærer vil ønske å unngå.

4.2.3 Ansatte

Ansatte har en sentral rolle i en M&A. Ansatte kan ha et ønske om at det gjennomføres en M&A fordi det kan bidra til bedre arbeidsvilkår. Dette kan for eksempel innebære økt lønn, større trivsel eller høyere jobbttrygghet. En M&A som påvirker dette negativt, vil derimot kunne møte stor motstand fra de ansatte. Likevel er ansattes rettigheter sterkt ivaretatt under en virksomhetsoverdragelse. Bl.a. har ansatte rett til å beholde lønns- og arbeidsvilkår, jf. arbeidsmiljøloven § 16-2 (1), samt rett til å motsette seg at et arbeidsforhold overføres til ny arbeidsgiver, jf. arbeidsmiljøloven § 16-3 (1). I tillegg må det selvfølgelig nevnes at den ansatte kan ønske å gjennomføre en M&A på grunn av prestisje. Det er lenge spekulert i at spesielt ledere for selskaper ofte vil gjennomføre en M&A, selv om den ikke vil være lønnsom (Healy et al., 1992). Dette kan enten gjøres i ond tro, eller ved at de underbevisst støtter opp om sammenslutninger fordi det er i deres egeninteresse. Dette blir av flere pekt på som en grunn til at noen M&A ikke blir vellykket (se underpunkt 4.3)

4.2.4 Kunder

Kunder ønsker at en M&A ikke negativt påvirker selskapets varer eller tjenester i form av økt pris eller lavere kvalitet. Det er ikke uvanlig at det blir kundeopprør i forbindelse med en M&A. For eksempel opplevde Sbanken kundeflukt da DNB startet sitt oppkjøp av banken (Solheimsnes, 2021). Mange kunder protesterte fordi de oppfattet DNB som et selskap med dårligere lånevilkår og kundebehandling. Det er for øyeblikket et annet dagsaktuelt eksempel på hvilken negativ påvirkning et eierskap kan ha. Mange kunder boikotter nå det

norskstartede selskapet Freia fordi deres nåværende eier Mondelez, kontroversielt opererer i sanksjonsrammede Russland (Dagens Næringsliv, 2023).

4.2.5 Leverandører

Leverandørers interesse i en M&A omhandler deres omfang av levering til selskapene som er involvert. En M&A kan bidra til at en leverandør får høyere etterspørsel av sine varer og tjenester fra selskapet som er deres kunde. For eksempel vil det være positivt for et rådgivningsselskap at de får gi råd i en stor M&A, eller for et logistikkselskap at får en større kunde etter en M&A. For leverandøren øker forhåpentligvis også likviditeten til partene i en M&A, sånn at det blir mindre sannsynlighet for mislighold av betalinger. Dette er spesielt viktig for leverandører av finansielle tjenester. For noen leverandører vil en M&A derimot være negativt fordi de kan miste en kunde. For eksempel dersom det kjøpende selskap vil at hele konsernet skal benytte seg av egne leverandører fremfor målselskapet sine. I tillegg kan være at noen leverandører, på samme måte som kunder, ikke ønsker å assosieres med eller levere varer og tjenester til visse selskap.

4.2.6 Konkurrenter

Konkurrenter vil være spesielt opptatt av at en M&A ikke skaper mer konkurranse i markedet de opererer i. For eksempel dersom selskapene i en M&A får stordriftsfordeler og dermed kan skru ned prisene sine. I et slikt tilfelle vil konkurrentene ofte miste markedsandeler med mindre de også skrur ned prisene. Dette er et fenomen som kan sees tydelig i dagligvarebransjen, der de største selskapene får gode innkjøpspriser og dermed kan prise produktene sine lavere (Jordheim, 2023). Det kan lede til mindre inntekter og store utfordringer for konkurrentene, spesielt dersom de er børsnotert og er avhengig av en god aksjekurs.

4.2.7 Samfunnet generelt og myndighetene

Samfunnet generelt og myndighetene ønsker spesielt at en M&A ikke bidrar til negativ påvirkning på lokalsamfunnet, samfunnsøkonomien eller miljøet. De

knytter seg til alle de ovennevnte interessentene, fordi de alle er en del av samfunnet. Det kan på nytt trekkes frem DNBs kjøp av Sbanken, der konkurransemyndighetene først stoppet oppkjøpet. Spesielt viktig er konkurransemyndighetenes lovpålagte autoritet til å stoppe visse sammenslutninger. Det kan likevel være motsatte tilfeller der samfunnet og myndighetene vil være pådriver for visse sammenslutninger for å skape verdi for samfunnet. Dette var tilfelle bl.a. i Statoil/Hydro- fusjonen, der staten var største eier (e24, 2006).

4.2.8 Media

Media vil ofte være interessert i store og samfunnsviktige M&A. For media er det viktig å skape engasjement for å få klikk, visninger, godt omdømme og være en bidragsyter til informasjonsspredning i samfunnet. De har en viktig rolle i hvordan en M&A fremstilles for de ovennevnte interessentene. For mange av disse er det gjennom media de får sin hoveddel av informasjon om M&A. Dette gjelder spesielt dersom en M&A vil påvirke samfunnet generelt. Media kan være en tilrettelegger og pådriver for debatt, og vil i stor grad kunne være med på å drive aksjekurser.

4.2.9 Interesseorganisasjoner

Interesseorganisasjoner vil beskytte de ulike ovennevnte interessentene ved en M&A. For eksempel er det viktig for fagforeninger at deres ansatte ikke får dårligere arbeidsvilkår ved en M&A, eller for bransjeorganisasjoner at en M&A påvirker næringslivet på en positiv måte.

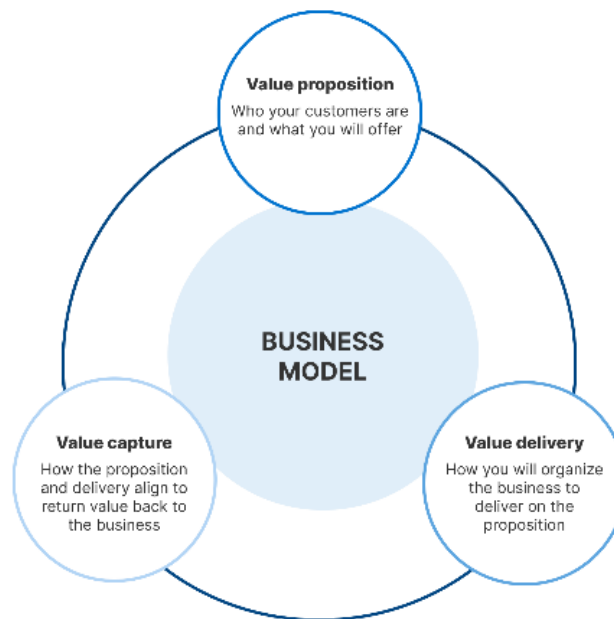
4.3 Verdiskaping ved M&A

Ifølge Christensen et al., (2011) viser de aller fleste studier at 70 % - 90 % av alle M&A blir mislykket. Man lure på hvorfor. Det finnes nok en rekke grunner til at det er slik. Mange, inkludert Christensen et al., (2011), mener at hovedårsaken er at oppkjøpsselskap anskaffer målselskap med feil formål i tillegg til at de gjennomfører selkapsintegrasjonen på en verdifortrengene måte. Selskapene som feiler, evner ikke å se hva det er som faktisk kan skape verdi, og evner ikke å

effektiv ta vare på de verdifulle egenskapene til målselskapet. For eksempel har mange av de M&A som blir mislykket, fokusert på overtakelse av arbeidskraft og markedssegmenter istedenfor å fokusere på å ta over selve forretningsmodellen. En forretningsmodell er selve modellen for hvordan et selskap skal skape verdi fra forretningsideen sin, ved utnyttelse av selskapets ressurser (Se figur 7). Uten god utnyttelse av forretningsmodellen til målselskapet vil ikke arbeidskraften utnyttes optimalt, og det vil ikke oppnås optimal profitt i markedet.

Videre ser det også ut til at selskap har et lite gunstig syn på verdien av sammenslåing av administrative avdelinger som HR, finans, logistikk. De ønskede kostnadsreducerende effektene blir som regel ikke realisert, eller ender opp med å ikke skape profitt på bunnlinjen. Gjerne fordi det oppstår ukjente kostnadselementer, eller fordi konsekvensen av sammenslutningen er at den totale inntekten går ned. For eksempel som i Sbanken der det oppstod kundeflukt. Effektene av tenkte synergier er også ofte feilkalkulert eller helt minimale. For eksempel kan det tenkes to mediehus som slår seg sammen, med den tanke om å få produsert mer innhold for å øke fortjenesten fra annonser. Selskapene vil derimot ikke produsere flere avisartikler per journalist, og synergien er i et slikt tilfelle feilvurdert. De får ikke relativt sett flere annonsevisninger og økt fortjeneste. I et sånt tilfelle uteblir altså den såkalte $2+2=5$ effekten.

Et eksempel som trekkes frem i rapporten til Christensen et al., (2011), er Daimlers oppkjøp av Chrysler for 35 milliarder dollar i 1998. Daimlers strategi med å ta over produktene, kundene, de ansatte, leverandørene og hele markedssiden til Chrysler, feilet totalt. De klarte ikke å se at den virkelige verdien til Chrysler nettopp lå i forretningsmodellen deres. Chrysler hadde skapt en modell som gjorde at bildesignsprosessen tok $1/3$ av tiden sammenlignet med Daimler. Kostnaden til Chrysler for å designe biler var derfor hele $1/5$ sammenlignet med Daimler, i tillegg til at de kunne lansere nye biler oftere. Dette stimulerte salgsinntektene i mye større grad enn konkurrentene, og potensiale for høye profittmarginer var enorme. Fordi Daimler ikke klarte å se dette, ble Chrysler til slutt fisjonert ut og solgt med en verdsettelse på så lite som 9 milliarder dollar i 2007 (Wearden, 2007).



Figur 2: Aha! (u.å). Fremstilling av forretningsmodell. Selskapet må ha en forretningside, samt levere verdi til kundene og få kundene til å gi selskapet verdi.

En annen interessant årsak til at M&A ikke skaper så mye verdi som man kanskje kunne trodd kan sees i sammenheng med strukturerte prosesser, der flere kjemper om å kjøpe samme selskap. En slik prosess kan gjerne sammenlignes med en auksjon, og i en auksjon oppstår det et fenomen som kalles «The Winner's Curse» (Thaler, Richard (1988). Kort beskrevet forteller «The Winner's Curse» at den som vinner en auksjon, i realiteten faktisk ofte har tapt. Det er nemlig slik at dersom kjøper har vunnet en auksjon, betyr det at kjøper har vært villig til å betale mer enn noen andre i markedet. Som regel er dette fordi kjøper har overvurdert verdien til eiendelen. Kjøper vil nå ikke kunne selge eiendelen til noen andre for prisen han kjøpte for. Dette perspektivet viser at markedsverdien på eiendelen går ned umiddelbart etter at kjøper har kjøpt den. Markedsverdien på et selskap defineres i mange tilfeller som den summen noen ville betalt for selskapet (Berk et al, 2020). Videre mener Gilberto & Varaiya, (1989) at dette spesifikt også gjelder oppkjøp.

En siste eksemplifisert årsak til at M&A ikke blir vellykket, kan sees i sammenheng med interessentene i en M&A. Det finnes forskning som peker på at

ledere og spesielt CEOs er en av grunnene til at M&A ikke blir vellykket (Healy m.f, 1992). Ledelsen i et selskap vil i mange tilfeller ha avvikende målsettinger fra selskapets eiere. Videre er ledelsen de som styrer den daglige driften og er nærmest å forme strategier for videre drift. Disse strategiene kan både bevisst og underbevisst være basert på andre mål enn de selskapets eiere har. M&A kan være en slik strategi (Dutta et al, 2011). Dersom ledelsen jobber mot andre mål enn selskapets eiere, er det klart at noen M&A kan bli gjennomført på bakgrunn av å skape mer verdi for ledelsen enn for eierne.

Som nevnt i underpunkt 4.2.3 vil ansatte føle på prestisje når det gjelder selskapet de er ansatt i. En M&A kan bidra til økt prestisje, spesielt i form av at lederne får lede større selskaper. For ledere kan det bety mer enn at selskapet faktisk skaper verdi for aksjonærene. Med hensyn til vinningsformålet, bør dette sies å være uheldig. Under intervjuet med Hellebust (se vedlegg 10.3), påpeker han likevel at en motvirkende effekt for dette i dagens godt informerte arbeidsmarked er at slike gjennomføringer gjerne kan skade omdømmet til ledelsen, og de vil bli mindre attraktive i arbeidsmarkedet. Det kan likevel tenkes at ledere gjerne «stikker av» når de ser at gjennomføringen av M&A ikke bærer de fruktene som aksjonærene forventet. Fordi ledelsen er nærmest den daglige driften, vil de høyst sannsynlig se dette tidligere enn noen andre. På den måten kan de unngå dårlig omdømme fordi de ikke er i selskapet når markedet forstår at M&A ikke er vellykket.

Et viktig poeng som de fleste studier ikke virker å ta særlig fatt på, er hvordan man faktisk bør måle verdien på en M&A. Zollo og Meier, (2008) forteller at verdimålingene i de empiriske studiene om M&A, ikke er omfattende nok til å takle kompleksiteten i transaksjonene. Det bør derfor stilles store spørsmålstegn til om studiene faktisk evner å vise det riktige bildet av verdien som en M&A skaper. Også begge intervjuobjektene sier seg enig i at studienes verdimåling av M&A virker å være overfladisk. De fleste studier virker å ta et utgangspunkt i at det er aksjeverdien som avgjør om en M&A er vellykket eller ikke. Det gjør de ved å sammenligne den samlede totale aksjeverdien til to selskap før en M&A, med den samlede totale aksjeverdien en tid etter M&A er fullført. For eksempel ved at selskap A har en markedsverdi på 10 og selskap B har en markedsverdi på 15. Dette gir en samlet markedsverdi på 25. De to slår seg sammen og har etter et

år en samlet markedsverdi på 30. I så tilfelle er deres samlede markedsverdi 5 høyere enn den var før de slo seg sammen. En enkel betraktning er da at M&A er vellykket. Med samme logikk vil en fullført M&A som oppnår en samlet markedsverdi på 20 etter et år, være mislykket. På tross av den forførende enkelheten ved metoden, er en slik verdimåling begrenset. En slik metode vil unngå å fange opp vesentlige elementer som bør være med i en vurdering av om en M&A er vellykket eller ikke. Det bør analyseres mer i dybden av hvorfor markedsverdien har steget eller hvorfor den har sunket. Det må først undersøkes hvor mye de spesifikke tiltakene for å oppnå synergier, har bidratt til en målbar endring av profitten til selskapet. Så må det undersøkes om markedet faktisk har observert effekten av tiltakene, og om markedsverdien derfor er endret direkte på grunn av dette. I mange tilfeller vil markedsverdien ha blitt påvirket av helt andre faktorer enn effekten av M&A. En slik analyse kan være komplisert og omfattende å gjennomføre.

I tillegg finnes det et annet interessant teoretisk aspekt. Opplysninger om et oppkjøp vil innebære at markedene priser inn eventuelle synergieffekter umiddelbart. Aksjekursen endres dermed til selskapets verdi basert på fremtidige kontantstrømmer der synergieffektene fra M&A er inkludert. Dersom man skal bruke aksjekursen som et målepunkt for å se hvor vellykket en M&A er, må man derfor bruke aksjekursen som var før oppkjøpet ble kjent i markedet. Aksjekursen etter at oppkjøpet ble kjent, skal teoretisk sett ikke gå opp med mindre selskapet etter gjennomføringen av M&A faktisk presterer bedre enn forventet. Markedet har allerede priset inn synergieffektene. Noe interessant er det at Christensen et al., (2011) selv faktisk beskriver dette fenomenet, uten å drøfte at metoden som blir brukt for verdimåling i flere studier kan kritiseres. Det viser seg at selskap som kommer med banebrytende forretningsmodeller, oppnår en høyt stigende aksjekurs, og at årsaken til det er at markedet konstant undervurderer inntjeningspotensialet til slike selskap. Med dette mener de at aksjekurser altså bare vil stige når selskap oppnår høyere profitt enn markedet forventer. Med samme tilnærming betyr altså en stigende aksjekurs etter en M&A, at synergieffektene har gitt større verdi enn det var forventet at de skulle.

Med den ovennevnte metoden å måle verdien av en M&A, burde man altså kalle en M&A vellykket, så lenge verdien på aksjene minst forblir den samme som den var etter at oppkjøpet ble kjent i markedet. Effektene av synergier har da stått til forventningene. Studiene vil derimot si at en M&A med lik aksjeverdi en tid etter M&A er gjennomført, ikke er vellykket fordi den ikke har tilført noen ekstra verdi.

Det er også klart at dersom selskapets aksjer er unotert før eller etter M&A, blir det vanskeligere å sammenligne markedsverdien over en gitt periode. Spesielt dersom ikke selskapet eller noen av selskapets aksjer selges igjen på et senere tidspunkt. Et salg er nemlig den mest håndfaste indikatoren man får på hva den faktiske markedsverdien til et selskap er (Berk et al, 2020). I et tilfelle der selskap ikke er notert på et regulert marked, finnes det ikke en observerbar aksjekurs, og man må da bruke andre verdsettelsesprinsipper. For å finne verdien til et selskap som ikke er notert på børs, er det spesielt én metode som omtales som «gullstandarden» for verdifastsettelse av selskap (Misamore, 2017). Denne metoden benytter kontantstrømsanalyse («Discounted Cash Flow analysis»). Med denne metoden regner man seg frem til nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer. For å komme frem til selskapets fremtidige kontantstrømmer, bør det være foretatt en god analyse. En god analyse av hva selskapets fremtidige kontantstrømmer kommer til å være, innebærer at effekten av de tiltak som gjøres i forbindelse med en M&A, er vurdert nøyaktig og presist. I så tilfelle vil grunnlaget for å måle verdien av en M&A være større enn ved å kun benytte seg av aksjekursen som verdimåler.

Andre vil påstå at en reell verdimåling av om en M&A er vellykket eller ikke, bør bero på helt andre faktorer enn målinger av selskapets verdi. Blant annet mener Bjørn Løvenskiold i Arctic Securities at man må se på hvilke faktiske mål selskapet hadde med å gjøre M&A. Han mener at om målene er nådd, er M&A vellykket. Dersom målene ikke er nådd, er M&A ikke vellykket. Løvenskiold sa «Å se på selskapets verdi, vil ikke gi et presist bilde av hvilken verdi M&A har tilført selskapet.». Å gjennomføre en M&A kan nemlig gjøres på bakgrunn av mål som ikke nødvendigvis er like enkle å observere gjennom nøkkeltall i regnskapet.

Ifølge Løvenskiold gjøres for eksempel M&A i mange tilfeller på grunn av strategiske mål som ikke nødvendigvis vil øke profitten til et selskap, men heller bidra til at det går bedre enn det ville ha gjort uten en M&A. I tilfellene der måling av selskapsverdi kategoriserer en M&A som mislykket, vil det i realiteten kanskje ha vært nettopp M&A som har gjort at selskapet ikke har mistet enda mer verdi. Ta for eksempel to selskap, Selskap A og Selskap B. Selskapene går med stort overskudd, men de ser begge at de står i fare for å miste viktige produksjonsområder dersom de ikke blir større og av den grunn får mer forhandlingskraft. Dersom de mister produksjonsområdene, vil begge selskapene gå med stort underskudd. Dersom de slår seg sammen, vil de beholde produksjonsområdene, men forretningsmodellen til begge selskapene må endres så mye at de kommer til å få mindre overskudd enn før. I et slikt tilfelle vil selskapene ende opp med å tjene mindre penger til aksjonærene sine etter sammenslåingen, men konsekvensene av ikke å slå seg sammen kunne vært at de ikke tjente penger i det hele tatt. Noen vil si at en slik risiko vil være priset inn i aksjekursen også før oppkjøpet, men det vil ikke alltid stemme. Spesielt relevant er dette i to ulike situasjoner. Først og fremst når ledelsen i selskapet har et annet informasjonsgrunnlag enn det markedet har, for å foreta en risikovurdering av fremtiden. Et annet tilfelle kan som tidligere nevnt være at andre interessenter er med på å styre selskapets skjebne. Ansatte vil være opptatt av å ta godt vare på arbeidsplassens omdømme, og vil styre selskapet i den retningen de mener vil bidra mest til dette. For eksempel kan det være viktigere for de ansatte å være i et selskap som bruker mye ressurser på ESG, selv om aksjonærene i utgangspunktet ikke ønsker dette fordi det vil svekke kontantstrømmen. Leverandører, kreditorer, kunder, interesseorganisasjoner, konkurrenter, media og samfunnet ellers kan også ha sterk påvirkningskraft på hvordan selskapet opererer, og deres meninger kan plutselig skifte og differensiere fra hva markedet forventer og hva aksjonærene ønsker. Selskapets aksjonærer er selvsagt de som velger styret, men ansatte i bedriften har ulike lovfestede retter til å ha styreposisjoner i selskapet. For eksempel ved aksjeselskapsloven og allmenaksjeselskapsloven §§ 6-1, 6-3 og 6-35. I tillegg vil ansatte selvfølgelig ha en relativt stor makt ved hjelp av interesse- og fagorganisasjoner, der streik er en av de sterkeste virkemidlene for å legge press på selskap til å endre strategi.

Å finne hensiktsmessige verdimålere ved M&A, er altså omdiskutert og vanskelig. Dette skaper en utfordring når man skal optimalisere M&A fra et juridisk strategisk perspektiv. Det må nemlig fastslås hvilke løsninger det er på juridiske problemstillinger som kan bidra til å skape verdi i en M&A. Hvis vi ikke vet hvordan man måler slik verdi, er det utfordrende å vite hvordan gitte problemstillinger faktisk kan bidra.

Som intervjuobjektene begge fortalte, er det likevel sikkert at å redusere kostnader isolert sett alltid vil være en verdidriver i en M&A. Som Hellebust sa «Gitt at alt annet er likt, så vil det alltid være bedre å redusere kostnader enn å ikke gjøre det. Den totale prisen kjøper må betale, er etter min erfaring nesten alt kjøper bryr seg om». Det er derfor klart at dersom løsningene på de juridiske problemstillingene bidrar til å redusere den totale kostnaden ved å gjøre en M&A, vil det påvirke verdien av en M&A for kjøper i positiv retning. I dette ligger det hovedsakelig tre ulike kostnader man strategisk kan være med på å redusere, ved hjelp av å løse juridiske problemstillinger.

Det første er transaksjonskostnader, som i all hovedsak vil dreie seg om å gjennomføre selve oppkjøpsprosessen så effektivt som mulig. Dette dreier seg typisk om å bruke minst mulig arbeidskraft eller å betale minst mulig honorar til rådgivere og konsulenter. Aller viktigst i forbindelse med dette er det nok likevel at prosessen bør ta så kort tid som mulig. Som begge intervjuobjektene har påpekt, øker selskapets kostnader mye dersom M&A-prosessen tar lang tid.

Det andre er fremtidige uventede kostnader. Slike kostnader er i mange tilfeller ikke mulig å sikre seg helt mot, men det er mulig å redusere risikoen for at de oppstår. Å redusere risikoen for kostnader er verdifullt for selskap (Berk et al, 2020). Dette kan gjøres ved å ha gode undersøkelsesprosesser, foreslå eventuelle fornuftige tiltak og lage solide avtaler.

Det tredje er å bidra til at det vederlaget som blir gitt for å erverve selve selskapet, er så lite som mulig. Dette gjøres ved å være en god forhandler, men spesielt viktig er det å ha kontroll på reglene og de tilhørende strategier som finnes ved kjøp av aksjer notert på et regulert marked.

5. Prosessen ved en M&A

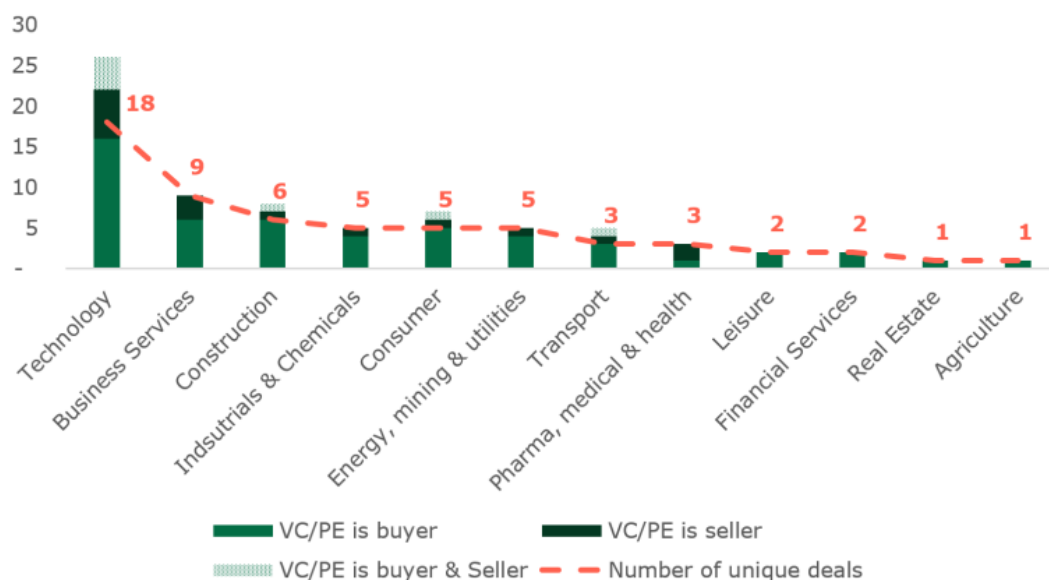
5.1 Introduksjon

For å velge ut et juridiske tema som kan påvirke verdien til en M&A, er det naturlig å gå gjennom prosessen og «livsløpet» til et oppkjøp. Fordi denne prosessen fanger opp valgene til transaksjonspartene, vil de mest relevante juridiske problemstillinger forhåpentligvis belyses i gjennomgangen.

For å forstå hva som er juridiske verdidrivere i en M&A, er det viktig å først se på årsakene til at eiere ønsker salg av selskap. Et typisk transaksjonstilfelle er der eier ønsker å realisere selskapets verdi til likvide midler, ofte fordi det krever mye arbeidsinnsats av eieren å opprettholde verdien til selskapet. Dette kan typisk være et selskap som avhendes av gründerne fordi de nå ønsker en utbetaling for verdien de har skapt. Ofte kan det være at selger fortsatt har stor tro på at selskapet skal utvikle seg positivt, og dermed kun vil selge en del av selskapet. En slik transaksjon kan tilføre mye trygghet til en mulig kjøper, da selger etter transaksjonen fortsatt har et såkalt «skin in the game». I utvidelse av dette kan det selvsagt også være eiere som generelt er åpne for oppkjøp av selskapet sitt, eller som blir overbevist om at et mottatt bud er for godt for å avslås. For eksempel gikk Danske Bank nylig ut offentlig for å opplyse om at deres norske enhet er til salgs til riktig pris, muligens for å øke konsernets lønnsomhet (Finansavisen, 2023). Et annet tilfelle er salg av et selskap som nylig er arvet, der arvingene ikke ønsker å beholde det av ulike årsaker. Et tredje tilfelle er der eier av et tidligere ervervet selskap nå ønsker å realisere verdiøkningen som er skapt siden ervervet ble gjort. Slike transaksjoner blir gjerne kalt secondaries, og er ofte systematisk gjort av såkalte Private Equity fond(aktive eierfond).

Hva som er årsaken til kjøp, kan også variere i stor grad. Formålet vil i hovedsak være en ting; å skape verdi for kjøper. Hvem som er kjøper, beror ofte på hva slags målselskap det dreier seg om. Ovennevnte Private Equity fond spesialiserte seg på å kjøpe opp selskaper, for så å gjøre de mer verdifulle før de til slutt selges ved en såkalt «Exit». De ser gjerne etter selskaper de mener kan øke betydelig i verdi på kort tid, gjerne ved hjelp av effektivisering og utvikling. I Norge ser vi en klar trend på at oppkjøp av teknologiselskap er populært, og spesielt Private

Equity fond leder an her (Wiersholm, 2023). Andre kjøpere kan være selskap som mener at målselskapet vil tilføre verdi til deres selskap eller konsern, gjerne ved hjelp av synergieffekter. Kjøpere kan selvsagt også være privatpersoner eller andre profesjonelle investorer som mener at målselskapet av ulike årsaker vil være profitabelt for dem. Dette kan for eksempel være verdien av utbytte, eller ved et fremtidig salg i et marked som har opplevd god verdivekst.

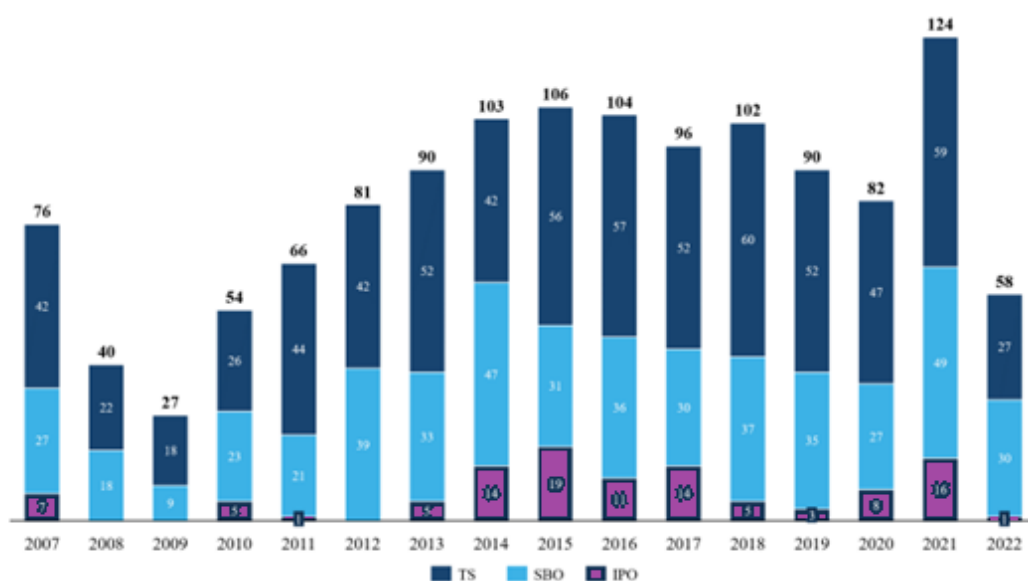


Figur 3: Wiersholm, (2023). Fremstilling av transaksjoner foretatt av Private Equity fond i Norge i 2022, etter sektor.

For en kjøper vil prosessen i en M&A se nokså lik ut i startfasen. Kjøperen ser i markedet etter et mulig målselskap. Kjøper kan ha sett seg ut et spesifikt selskap, et selskap i en spesifikk type gruppe og bransje, eller en mer vilkårlig type selskap. Kjøper må så innlede samtaler med eierne direkte eller ta kontakt eiernes rådgivere, som allerede kan ha lagt ut selskapet for salg. Dersom målselskapet er på børs, må kjøper forberede bud spesielt med bakgrunn i tilhørende lover og regler som gjelder verdipapirer på handelsmarkeder. I denne sammenhengen er reglene om flagging og tilbudsplikt spesielt relevante.

Selger av et selskap har derimot en litt mer kompleks rute når det kommer til valg av prosess. Noen ganger kan det allerede være opplagt hvem som er kjøper (bilateralt salg). For eksempel gjennom samarbeid eller tidligere kontakt. Andre ganger vil ikke selger ha noen opplagt «kjøpermatch», og det vil derfor være

naturlig å forsøke å avhende selskapet gjennom en form for auksjonsprosess (strukturert salg). Selger kan også gjennomføre en børsnotering, som på engelsk kalles «Initial Public Offering» forkortet «IPO». Der legges selskapets aksjer ut på et handelsmarked for verdipapirer. Selger kan også tilrettelegge for bilaterale og strukturerte salg, parallelt som selskapet forberedes for å gjennomføre en IPO. Det er selvsagt kun en av prosessen som til slutt kan gjennomføres. Børsnoteringer er likevel en av de mindre vanlige måtene å selge selskapet sitt på. Dette kan eksemplifiseres ved Exit-strategiene til Private Equity fond. Private Equity fond har tre hovedmåter å gjøre Exit på. Disse tre metodene refereres som regel til som «trade sales» (TS), «secondary buyouts» (SBO) og nevnte IPO (Andersen, 2015). TS er ifølge Preqin, (2023) den vanligste formen for salg. I en TS gjør gjerne selger en såkalt «clean exit» ved at alt vederlag og erstatningsansvar blir «lagt igjen» i transaksjonen så fort den er fullført. I en TS er det ofte en strategisk kjøper som verdsetter målselskapet høyt fordi de vil utnytte synergieffekter. I en SBO selges selskapet til et annet Private Equity fond, der den finansielle strukturen for betaling og erstatningsansvar gjerne er litt mer fleksibel. Kjøper vil i dette tilfelle gjerne verdsette målselskapet litt lavere fordi Private Equity fond som nevnt fokuserer mer på effektivisering før fremtidig salg, fremfor synergieffekter. I en SBO er det likevel ofte lettere å forhandle gjennom en transaksjon, fordi partene ofte vurderer målselskapet likt (Rosenbaum & Pearl, 2018).



Figur 4: Preqin, (2023). Historisk fremstilling av Exit-ruter for Private Equity selskap i Norden

5.2 Hvordan gjennomgå prosessen ved en M&A

5.2.1 Innledning

Dersom kjøper og selger har funnet hverandre, kan prosessen og livsløpet til en M&A deles opp i tre; (1) før forhandlinger, (2) under forhandlinger og (3) etter forhandlinger. For å belyse de mest relevante juridiske problemstillingene, er det nyttig å gjøre enkle beskrivelser av hvordan delene av prosessen i en M&A ser ut og hvordan problemstillingene som dukker opp kan løses optimalt.

Større transaksjoner blir gjort ved hjelp av rådgivingselskap. Disse selskapene skal i mange tilfeller ha godt betalt. Som tidligere nevnt er det derfor et poeng i seg selv å gjøre prosessen i en M&A så enkel som mulig, slik at transaksjonskostnadene holder seg så lave som mulig. Poenget med å ha et rådgivningselskap bør være å få mest mulig verdi ut av en transaksjon. Både ved å forhandle en god økonomisk pakke, men også ved å forminske risiko i transaksjonen, gjerne ved å løse de juridiske problemstillingene optimalt.

I denne prosessforklaringen vil informasjon fra en rekke ulike kilder suppleres med egne reflekteringer rundt hva som vil være hensiktsmessig for å gjennomføre en god og optimal M&A.

5.2.2 Kontrollforhold

Før gjennomgangen begynner er det greit å avklare hva slags kontrollforhold som er viktig for en kjøper. Det er spesielt fire kontrollforhold som er viktige i en M&A (Kinander, 2020). Det er negativ kontroll, alminnelig kontroll, kvalifisert kontroll og full kontroll.

Det første kontrollforholdet er såkalt negativ kontroll. Negativ kontroll foreligger når aksjonær eier mer enn 1/3 av de stemmeberettigede aksjene. Med negativ kontroll kan aksjonær blokkere beslutninger som krever **kvalifisert kontroll**.

Det andre kontrollforholdet er såkalt **alminnelig kontroll**. Alminnelig kontroll foreligger når aksjonær eier mer enn 50 % av de stemmeberettigede aksjene. Med

dette har aksjonær alminnelig kontroll over generalforsamlingen ved at han på egen hånd kan treffe beslutninger der, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-17 (1). Med alminnelig kontroll kan en aksjonær selv i utgangspunktet derfor velge styremedlemmer, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 6-3 (1). Videre er det i utgangspunktet styret som velger daglig leder, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 6-2 (2). Forvaltningen av selskapet og den daglige ledelse av selskapets virksomhet hører til henholdsvis styret og daglig leder, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven §§ 6-12 (1) og 6-14 (1). Videre er det generalforsamlingen og styret som beslutter utdeling av utbytte, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-2 (1). Det er også relevant at dersom kjøper er et selskap, vil målselskapet bli datterselskapet til kjøper og selskapene inngår således i et konsern, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 (2) nr. 1. Da et selskap som nevnt er til for å skape økonomisk utbytte for sine eiere, vil slik alminnelig kontroll tilsi at kjøper bestemmer over selskapets viktigste funksjoner. Det er likevel slik at det kan være bestemt i vedtektene at det skal være et annet flertallskrav for beslutninger i generalforsamlingen, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-17 (3). Kjøper bør derfor undersøke om selskapet faktisk har andre flertallskrav bestemt i vedtektene.

Et interessant aspekt ved alminnelig kontroll er eiers mulighet til å foreta salg eller utleie av selskapets eiendeler (se underpunkt 5.3.1.2.3). Styret og den daglige ledelse kontrollerer som nevnt virksomheten og er i utgangspunktet i sin rett til å selge eller leie ut sine selskapets eiendeler. Dersom kjøper kun er interessert i deler av målselskapet, kan han altså med alminnelig kontroll få tak i disse delene. Selvfølgelig gitt at de i praksis faktisk er mulig å avhende. Kjøper må likevel være oppmerksom på noen regler i forbindelse med dette. Alle konserninterne transaksjoner skal gjøres på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 3-9 (1). Altså skal salg og utleie gjøres til tilnærmet markedspris, selv mellom datter- og morselskap. Kjøper må også være oppmerksom dersom selskapets aksjer er notert på et regulert marked. Regulerte marked har gjerne regler om strykning av aksjer dersom det skjer vesentlige endringer i selskapet. Til slutt må kjøper være oppmerksom på at selskapets virksomhet skal angis i vedtektene, jf. aksjeloven § 2-2 (1) nr. 2 og allmennaksjeloven § 2-2 (1) nr. 4. Disse beskrivelsene kan være nokså generelle jf. Prop. 111 L (2012–2013) s. 28. NUES, (2021) anbefaler imidlertid at

vedtektene tydelig angir hva slags virksomhet selskapet skal drive med. Det kan derfor være vanskelig å vite om salg eller utleie av selskapets eiendeler inngår i selskapets virksomhet, basert på å lese vedtektene. Derfor må kjøper gjøre en konkret vurdering basert på hva slags eiendel det er snakk om, og om avhending av denne skal sees på som å være innenfor selskapets virksomhet.

Det tredje kontrollforholdet er såkalt **kvalifisert kontroll**. Kvalifisert kontroll foreligger når aksjonær eier mer enn $2/3$ av de stemmeberettigede aksjene. Med slik kontroll, kan aksjonær i tillegg nå bestemme de aller fleste vedtektsendringer, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-18 (1). Vedtektsendringer som forringer en annen aksjeklasses rett, må likevel i tillegg ha stemmer fra minst halvparten av de aksjonærer som bare har aksjer i den aksjeklassen, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-18 (2). Dette kan gjelde for eksempel fjerning av fortrinnsrett til utbytte, kapitalforhøyelser og kapitalnedsettelse. Videre kan det med slik kvalifisert kontroll bestemmes fusjonering eller fisjonering, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven §§ 13-3 (2) og 14-6 (1). Kvalifisert kontroll gir også adgang til å bestemme at selskapet skal ta opp lån, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 11-2 (1). Det er også verdt å nevne at selskap får lov til å «... stille midler til rådighet eller gi kreditt eller stille sikkerhet i forbindelse med en tredjepersons erverv av aksjer...», jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10 (1). Disse bestemmelsene er spesielt relevante for kjøpere som ønsker å finansiere oppkjøpet hovedsakelig med lån. Slike lån kalles «Leveraged Buyouts» (LBO), og blir i visse tilfeller svært kritisert i media. For eksempel da familien Glazer kjøpte opp fotballklubben Manchester United i 2005 for 790 millioner pund, der 550 av disse ble tatt opp i lån med sikkerhet i klubben. Klubben hadde vært tilnærmet gjeldfri i 75 år, og klubbupportere har vært rasende for dette i lang tid (Critchley, 2022). I forbindelse med kvalifisert kontroll er det spesielt viktig at kjøper undersøker om selskapet har et annet flertallskrav for vedtektsendringer, bestemt i vedtektene. Det kan nemlig fastsettes i vedtektene at selskapet kan ha strengere flertallskrav for vedtektsendringer, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-18 (3). En fastsettelse av strengere flertallskrav for vedtektsendringer, kan da naturligvis ikke fjernes fra vedtektene uten at det fastsatte flertallskravet er oppnådd (Andenæs, 2016).

Det siste kontrollforholdet er såkalt (tilnærmet) **full kontroll**. Full kontroll foreligger når kjøper eier mer enn 90 % av aksjene. Med slik kontroll og dersom kjøper er et selskap, er nå Skattelovens vilkår i § 10-4 (1) om konsernbidrag oppfylt. Selskapet kan utdele slike konsernbidrag, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-5 (1). Dette gjør at kjøper kan utnytte fremførbare underskudd som ligger i konsernet. Videre kan kjøper nå tvangsinnløse de øvrige aksjene i selskapet etter henholdsvis aksjeloven og allmennaksjeloven §§ 4-26 (1) og 4-25 (1). Kjøper må være oppmerksom på at han må ha 90 % av både aksjene og stemmerettighetene i selskapet for at han skal kunne tvangsinnløse de øvrige aksjonærene. Det kan også nevnes at kjøper sannsynligvis nå også kan stryke selskapets aksjer som er notert på et regulert marked. Tvangsinnløsning og strykning omtales nærmere i underpunkt 5.3.2.5.3.

På bakgrunn av ovennevnte betraktninger på kontrollforholdene, legges det videre til grunn av kjøper ønsker å minst oppnå alminnelig kontroll.

5.3 Juridisk strategisk gjennomgang av prosessen ved en M&A

5.3.1 Selskap som kontrolleres av få aksjonærer (Ikke børs)

5.3.1.1 Før forhandlinger

5.3.1.1.1 Konfidensialitetsavtale (NDA)

Det første stedet en transaksjonsadvokat kommer inn i prosessen er gjerne ved utformingen av en konfidensialitetsavtale. «NDA» som er en forkortelse for det engelske uttrykket non-disclosure agreement, blir gjerne brukt i norsk praksis. En NDA er til for å forsikre seg om at interesserte parter på hver sin side av bordet i en forhandling, ikke misbruker konfidensiell/sensitiv informasjon de tilegner seg i prosessen. Det er naturlig at en NDA utformes av selgers rådgivere, men det er viktig at denne avtalen ikke blir laget altfor fordelaktig for selger. Det kan tenkes å være tilfeller der informasjon gitt av kjøper også må beskyttes. For å spare tid vil noen selgere utforme en såkalt non-disclosure undertaking (NDU) istedenfor. En NDU er ensidig bebyrdende for kjøper, der han må erklære at han ikke skal videreformidle konfidensiell/sensitiv informasjon som han tilegner seg i prosessen. Den er altså mindre gjensidig enn en NDA. Det som er viktig er at

selve avtalen i en NDA eller NDU er utformet på en måte som er hensiktsmessig ut ifra hva den spesifikke transaksjonen trenger. Et godt avtaleforhold er ifølge Helland (2016) som regel gjensidig, så en NDA bør i de fleste tilfeller være foretrukket.

Det er to forhold ved en NDA som er spesielt viktig. Først og fremst bør den omtale hva slags informasjon som skal regnes som sensitivt nok til å dekkes av avtalen. Dette bør være nøye gjennomtenkt, og vil bero mye på hva slags bransje det dreier seg om. Dersom ikke all informasjon skal ansees som sensitiv, kan det for eksempel være greit å markere faktisk sensitiv informasjon når det sendes over til annen part. Sensitiv informasjon skal behandles og oppbevares annerledes, og når informasjon kan sorteres så snart det mottas vil det redusere arbeidsbyrden. Det vil også redusere risikoen for at det i ettertid oppstår uenigheter om at sensitiv informasjon er lekket eller misbrukt. Så er det også viktig at en NDA ikke omfatter for generell informasjon uten tidsbegrensning, med mindre det er dette partene vil. Ofte vil det for eksempel ikke være et poeng å avskjære interessenter for konkurrentsamarbeid i evigvarende tid etter at forhandlingene er avsluttet.

Til slutt er det verdt å nevne at utførelsen av en NDA kan være viktig for at partene ikke skal bryte med lovens konkurranseregler, selv om det strengt tatt ikke alltid vil være nok for partene å bare unngå å gi opplysninger til andre. For eksempel forbyr konkurranseloven § 10 i visse tilfeller utveksling av innkjøps- eller utsalgpriser mellom sterke markedsaktører. Hellebust sier at det i praksis er klart at parter som regel må utveksle slik prisinformasjon under forhandlinger. Et forebyggende tiltak for dette kan være å lage en såkalt «black box» der kun transaksjonsrådgiverne til partene har tilgang til den mest sensitive informasjonen. Dette kan også være fornuftig i et konkurransemessig perspektiv. Det vil være et poeng for et selskap å gi så lite som mulig sensitiv informasjon til interessenter som til slutt ikke ender opp med å være transaksjonsparten. Ikke nødvendigvis fordi informasjonen kan bli misbrukt med viten og vilje av motparten, men også fordi det i dagens teknologiske samfunn kan skje at sensitiv informasjon blir lekket via hacking eller datalekkasjer. Å balansere informasjonsutveksling i en forhandling kan altså være utfordrende, og partene bør derfor i forkant være godt forberedt på hva slags informasjon de tror motparten ønsker og trenger.

5.3.1.1.2 Informasjonsutveksling og prosessbrev

Etter at det er gjort nok informasjonsutveksling, vil selger sende ut et prosessbrev. Her ønsker ofte selger blant annet at kjøper skal redegjøre for budet sitt. Her kan selger be om en forklaring på hvor stort budet vil bli, hvordan det finansieres, hvorfor kjøper ønsker å gjennomføre transaksjonen og hva transaksjonen eventuelt betinges av. I hvilken del av forhandlingsprosessen et slikt prosessbrev kommer, kan variere.

5.3.1.2 Under forhandlinger

5.3.1.2.1 Intensjonsavtale

En intensjonsavtale er en avtale mellom parter som har en intensjon om å forhandle seg frem til en endelig avtale. Det er ikke gitt når eller om det i det hele tatt kommer i stand en intensjonsavtale under transaksjonsprosessen. Formålet til en intensjonsavtale er å danne grunnlaget for en enighet mellom partene om hvordan prosessen videre skal være, og gi hverandre en indikasjon på hvordan deler av transaksjonsavtalen kan se ut. Den bør inneholde hovedvilkårene i forhandlingen og tentative tidslinjer på når spesifikke elementer i prosessen skal være avklart eller gjennomført. I utgangspunktet kan intensjonsavtalen være noe lik selgers prosessbrev, men i motsetning til den, vil partene utferdige intensjonsavtalen sammen. På den måten kan de gå grundigere til verks og allerede tidlig i prosessen enes om visse avtalepunkter, som for eksempel selgers garantier eller hva slags metoder vederlaget skal beregnes på. Partene får dermed anledning til å se om forholdene ligger til rette for å inngå en avtale, uten å ofre unødvendig mye ressurser i det som potensielt kan ende opp med å ikke bli en transaksjon.

Det finnes ulike varianter av intensjonsavtaler. Det virker å være «Letter of intent (LoI)» som er den mest vanlige formen å bruke i norske transaksjoner, utenom i eiendomstransaksjoner, der man ofte bruker et såkalt «Term Sheet». Videre beskrivelser vil omhandle det mest vanlige formen; «LoI».

Selger og kjøper kan ha forskjellige mål med intensjonsavtalen. Selger ønsker å påta seg så lite garantier som mulig, samtidig som vederlaget er så høyt som mulig. Kjøper vil derimot at selger skal påta seg så mye garantier som mulig og at

vederlaget skal være så lavt som mulig. Kjøper vil videre at garantiene skal bli gitt etter at det er gjort nøye undersøkelser av målselskapet, mens selger ofte kan ønske at garantiene skal fastsettes før det er gjort nøye undersøkelser. Begge partene vil også ha motsatte ønsker når det gjelder forhandlingseksklusivitet. Kjøper vil ofte at selger ikke skal kunne forhandle med andre parter, mens selger ønsker å kunne forhandle med så mange parter som mulig. Partene bør forhandle om de ovennevnte elementene relativt tidlig i prosessen.

Intensjonsavtalens innledning bør beskrive hvilke deler av den som faktisk er bindende og hvilke eventuelle konsekvenser det skal være å bryte med de bindende punktene. Det bør også være et punkt som sier at intensjonsavtalen erstatter alle enigheter partene har hatt i samtaler forut for intensjonsavtalen. På denne måten skapes det forutberegnelighet for partene, fordi ingen kan påberope at det var avtalt noe annet i tiden før intensjonsavtalen.

Hoveddelen til intensjonsavtalen bør inneholde en prosessuell plan og noen mer spesifikke vilkår. Dette innebærer blant annet hvordan prisen skal fastsettes, hvordan oppgjøret skal foretas og eventuelle betingelser som må være oppfylt for at avtalen skal kunne gjennomføres. Videre bør den inneholde diverse standardbestemmelser som for eksempel hvordan en tvist skal løses, hvem som har ansvar for meldinger til offentlig organer og om det eksisterer noen eksklusivitet i forhandlingene. Den bør også omtale hvordan DD-prosessen skal gjennomføres. Her bør det spesifikt omtales hva slags type informasjon partene skal få, samt hvor lenge og hvordan informasjonen skal mottas og oppbevares. Til slutt bør det settes en tentativ tidslinje på når gjennomføringen av transaksjonen skal være fullført, og hva som skjer dersom den ikke er gjennomført innen en gitt dato. Sistnevnte kalles gjerne «drop dead date». I utvidelsen av dette kan det avtales hva som skal være akseptable grunner til at transaksjonen ikke gjennomføres, og hva som i ikke-akseptable tilfeller skal være bruddgebyret for avbrytelse, såkalt «break fee». For eksempel kan det være veldig relevant å formulere en break fee som bestemmer hvem som skal bære risikoen for konkurransetilsynets eventuelle stopp av transaksjonen.

Ved å gjennomføre en presis og effektiv intensjonsavtale som spesielt inneholder de ovennevnte elementene, kan partene redusere både risikoen og kostnaden ved det å gjennomføre en M&A.

5.3.1.2.2 Undersøkelser av målselskap (Due diligence, DD)

Det er stor risiko knyttet til transaksjoner der store og ofte komplekse selskap er involvert. Den kan knytte seg til selskapets nåværende interne tilstand, men også de eksterne forholdene selskapet befinner seg i. Å måle den interne forfatningen til et selskap er lettere fordi opplysningene ligger direkte for partenes hånd. Det er derimot noe vanskeligere å måle de eksterne forholdene selskapet befinner seg i og hvordan utviklingen av disse vil være i fremtiden. Due diligence (DD) tar fatt på dette, og er en av de viktigste delene av prosessen i en M&A. I følge Hellebust kan det «... ikke understrekes nok hvor viktig DD er». Due diligence er en prosess der målselskapet blir analysert for å oppnå et virkelighetsbilde av selskapet, slik at det legges til rette for et så godt beslutningsgrunnlag som mulig.

Rådgivingselskapet har mange ulike måter å gjøre undersøkelser på. De kan blant annet se på regnskap, se interne dokumenter, intervju nøkkelpersonell og gjøre egne undersøkelser av markedet. De vanligste typer DD et selskap gjør er juridisk DD, finansiell DD, kommersiell DD, teknisk DD, Miljø-, Sosiale- og Forretningssetiske(ESG) DD, Anti-korrupsjons DD og forsikrings DD. Som tidligere nevnt, er det viktig at det avtales hvordan informasjonen skal deles. Det er gjerne i forbindelse med informasjonsdelingen under nettopp DD at dette er spesielt viktig. En DD bør gjøres nøye, og det vil derfor være omfattende informasjon som skal deles. Retningslinjene bør være klare, sånn at selve den praktiske gjennomføringen av dette ikke blir en mer krevende enn nødvendig.

Spesielt juridisk due diligence og finansiell due diligence er viktige for kjøper, og de gjøres ifølge Hellebust i tilnærmet i alle transaksjoner. Dette kan ha noe med å gjøre hvilke interessenter en M&A er viktigst for, og hva de bryr seg mest om. Det er nærliggende å tro at det aksjonærene og de ledende ansatte i stor grad bryr seg om er det juridiske og finansielle. De andre DD-områdene er kanskje av større interesse for de øvrige interessentene i en M&A. Det er likevel slik at spesielt ESG DD synes viktigere og viktigere. EUs regulering på området blir stadig mer

fremtredende, og innføringen av taksonomi vil bidra til å belønne selskap som presterer på dette område (Wiersholm, 2022). I det videre vil kapittelet ha et fokus på den juridiske DD sine ulike elementer.

En selger vil stå i en sterkere forhandlingsposisjon dersom selskapet ser ut som det er solid og veldrevet. Selger har derfor et incentiv til å gi kjøper et bilde av at selskapet er solid og veldrevet, selv om det nødvendigvis ikke er det. Noen ganger vil selger gjøre en såkalt VDD («vendor due diligence») for å analysere sitt eget selskap, og gjerne legge dette frem for potensielle kjøpere. VDD kan innebære tiltak som gjør at selskapet fremstår bedre enn tidligere. Dette skylder ikke nødvendigvis ondsinnethet, men kan være et tiltak som gjør at potensielle kjøpere får et bedre inntrykk av verdien til målselskapet. Uansett er risikoen til stede for at kjøper får en presentasjon av selskapet som ikke representerer den underliggende verdien. Viktigheten av at kjøper gjør sine egne undersøkelser av selskapet selv om selger kan fremlegge en VDD, er derfor høy. Det vil i de aller fleste tilfeller være umulig å fjerne transaksjonsrisiko, men oppgaven til et rådgivningsselskap vil være å minimere den så mye som mulig. Å gjøre en god DD er derfor helt sentralt for å skape verdi i en M&A.

Under en juridisk DD bør det først gjennomføres en undersøkelse av hvordan selskapet **juridisk** er organisert, hvilke rettigheter som er tilknyttet aksjene og om det foreligger annen informasjon om selve selskapet av lignende juridisk betydning. Det bør for eksempel gjennomgås om det er visse vedtekter som kan gjøre oppkjøpet vanskeligere, og det bør sjekkes om det er bestemt noe av spesiell fremtidig betydning under tidligere generalforsamlinger eller styremøter. Noen selskap vil for eksempel forsøke å forsvare seg mot oppkjøp ved å benytte seg av såkalte giftpiller («poison pills») eller kronjuveler («crown jewels»), men slike mekanismer er ikke holdbare etter norsk rett (Bergo, 2014 s. 135). Som nevnt i underpunkt 5.2 om kontrollforhold, kan det likevel fastsettes i vedtektene at flertall for vedtektsendringer kan settes høyere enn det lovbestemte flertallet på 2/3 av stemmene i selskapet. Dersom kjøper ønsker å gjøre vedtektsendringer, er det derfor viktig å undersøke om han med sitt kjøp faktisk oppnår det antall stemmer han trenger. Videre kan måten selskapet eller styret tidligere har opptrådt på ha konsekvenser for selskapets tilstnad. Spesielt gjelder dette

selskapsendringer. Ofte vil selskap ha gjort tiltak for å spare skatt eller for å fremstå mer solid og veldrevet, som tidligere nevnt. Det er selvsagt viktig å påse at det ikke er gjort noe ulovlig, men like viktig kan det være å belyse for kjøper om det er eventuelle tiltak som må gjøres for å unngå store fremtidige kostnader. For eksempel bør sjekkes spesielt nøye at alle konserninterne transaksjoner er gjort på forretningsmessige riktige vilkår, og at de er forsvarlige fra et økonomisk perspektiv. Det vil også være lurt å spesifikt sjekke med ledelsen om det foreligger konserninterne avtaler som ikke er nedfelt skriftlig. Disse konserninterne problemstillingene rammes typisk etter aksjelovens §§ 3-8 og 3-9, men også av en ulovfestet lojalitetsplikt.

Det kan også være situasjoner der målselskapet har et datterselskap som ikke har forholdt seg riktig til loven. I en slik situasjon kan morselskapet bli holdt ansvarlig for datterselskapets handlinger. Det foreligger nemlig en risiko for selskapsrettslig gjennomskjæring. Slik gjennomskjæring skjer sjelden i Norge, men en domstol kan fravike det alminnelige selskapsrettslige prinsippet om at selskap er selvstendige rettssubjekter. En sak i nyere tid som omhandlet slik ulovfestet gjennomskjæring var HR-2016-2165-A. IKEA-konsernet fisjonerte egne eiendommer til egne eiendomsselskaper, som igjen ble solgt til IKEA ved hjelp av et konserninternt lån. Her kom Høyesterett frem til at IKEA ikke kunne få fradragsrett på det konserninterne lånet, fordi hovedformålet med omorganiseringen var å spare skatt. Dersom det tidligere er gjort en fisjon er det også et poeng å tenke på solidaransvaret som foreligger for alle parter i fisjonen, i forbindelse med utestående forpliktelser, jf. asl. § 14-11 (3). Hvis selger for eksempel har foretatt en fisjon i forbindelse med sin VDD, er det altså viktig å se om målselskapet har en utestående forpliktelse.

Et annet element som bør gjennomgås i denne delen av en juridisk DD, er eventuelle aksjonæravtaler. Disse er som regel ikke bindende for målselskapet, men avtalene bør likevel gjennomgås for å sikre at det ikke er noen mekanismer der som kan påvirke gjennomføringen av transaksjonen. For eksempel bør kjøper inkludere eventuelle tredjeparter i transaksjonsavtalen dersom det foreligger en avtalt «medsalgsplikt» ved salg av aksjene.

Det siste som bør sjekkes i den juridiske selskapsdelen er eventuelle tidligere DD-er som er gjort om målselskapet, for å se om det er noe relevant juridisk informasjon som foreligger der.

Så bør alle kunde-, leverandør- og kommersielle **avtaler** undersøkes. Det bør sjekkes hvordan selskapet vanligvis utformer og utfører avtalene sine. For eksempel bør det sjekkes at standardavtaler mot kunder er gyldige. Det er viktig å kartlegge hva slags risiko det er for at selskapets avtaler ikke vil gjennomføres, og hvorvidt det skyldes motpart eller målselskapet selv. Det er også fornuftig å sjekke om det ofte forekommer reklamasjoner mot målselskapet, og om det ofte oppstår mislighold fra leverandører eller kunder. I sammenheng med disse avtalene er det også verdt å kartlegge eventuelle kontrollskifteklousuler. Kjøper bør gjøres oppmerksom på eventuelle tiltak som kan gjøres for å forbedre avtalesituasjoner til selskapet. Hvis kjøper får vite at det er muligheter for å endre avtaler med de ulike partene, vil dette kunne øke hans vurdering av målselskapets verdi. Det kan for eksempel tenkes at en kontrollskifteklousul vil kunne brukes til kjøpers fordel for å tre ut av en ugunstig leverandøravtale.

I forbindelse med avtaler, er det ofte spesielt viktig å lage en oversikt over foreliggende gjeldsforpliktelser og kredittavtaler, samt kartlegge om selskapet har en utfordrende **finansiell struktur**. Utover de normale vilkårene i kredittavtaler, er det viktig å sjekke om det foreligger noen såkalte kontrollskifteklousuler («change of control clauses») eller spesielle finansielle vilkår («financial covenants»). Dersom det gjøres endringer på eiersiden eller finansieringsstrukturen i et selskap, kan det i mange tilfeller være avtalt at låneavtaler skal forfalle eller at kredittavtaler skal heves (se underpunkt 4.2.5). Dette kan ha stor innvirkning på om kjøper i det hele tatt har råd til å ta over målselskapet. Dersom selskapet hovedsakelig er finansiert ved gjeld, kan det være store summer utover transaksjonsvederlaget som kjøper må betale kort tid etter overtakelse. I så tilfelle kan det være fornuftig for kjøper å opprette kontakt med långiver for å vite om de foreliggende avtalene kan videreføres. Eventuelt kan selvsagt kjøper forhøre seg med andre långivere om de kan tre inn i lignende avtaler.

Videre vil det være lurt å se på konsulent-, agent- og **arbeidsavtalene** som foreligger i selskapet, og om disse er i henhold til gjeldene arbeidsrett.

Arbeidstakere har sterke rettigheter i Norge (se underpunkt 4.2.3), og det kan utløses store kostnader dersom det foreligger ugyldige kontrakter i arbeidsforhold. Det er derfor spesielt viktig å undersøke om arbeidsmiljøloven §§ 14-5 og 14-6 er fulgt i selskapet. Mange oppkjøp gjøres med en strategi som innebærer restrukturering og oppsigelse av personell. Hvordan arbeidsavtalene er utformet, kan ha stor innvirkning på hva slags kostnader slike restruktureringer og oppsigelser vil medføre. For eksempel åpner arbeidsmiljøloven § 15-16 (2) for at det kan avtales vekk lovbestemt etterlønn for virksomhetens øverste leder. Det bør også sjekkes om eventuelle konkurranseklausuler er gyldige i henhold til arbeidsmiljøloven § 14 A. Med konkurranseklausuler menes det klausuler i arbeidsavtalen som «... begrenser arbeidstakers adgang til å tiltre stilling hos en annen arbeidsgiver eller starte, drive eller delta i annen virksomhet etter arbeidsforholdets opphør», jf. § 14 A-1 (1). Videre vil det være spesielt viktig å undersøke, gjerne ved hjelp av intervjuer, hva slags arbeidsrettslig tilknytningsform som faktisk foreligger. Myndighetene kan gjøre en skattemessig reklassifisering av konsulenter og agenter. Dette kan skje dersom disse reelt sett er arbeidstakere etter folketrygdloven § 1-8 og arbeidsmiljøloven § 1-8 (1), og dermed ikke selvstendig næringsdrivende etter folketrygdloven § 1-10. Det kan ha store konsekvenser for målselskapet fordi det innebærer en rekke ekstra kostnader å ha ansatte arbeidstakere, sammenlignet med å kjøpe inn konsulenttjenester. I mange tilfeller kan det i tillegg komme et krav om faste ansettelse for de som før reklassifiseringen bare leide ut sine tjenester. I forbindelse med dette ble en relevant sak nylig avgjort i Lagmannsretten. Saken LB-2019-184977 dreide seg om hvorvidt 22 omsorgsarbeidere i selskapet Stendi (tidligere Aleris), skulle bli sett på som arbeidstakere eller som konsulenter. Omsorgsarbeiderne vant frem, og Stendi måtte betale arbeidstakerne i gjennomsnitt over 1 million kroner hver. Da saken fortsatt pågikk, gikk ytterligere 194 arbeidere til sak. Stendi inngikk forlik med disse arbeidstakerne, men deler av saken tok de fortsatt til tingretten. Her tapte Stendi igjen, men saken er anket til lagmannsretten og foreløpig ikke avgjort. Etter at det første søksmålet var kjent, men før den første dommen ble avgjort i tingretten, ble det offentliggjort at Stendi var kjøpt opp av investeringsselskapet Triton for 2.6 milliarder kroner (Ekeseth, 2019). I ettertid

har Stendi satt av 158 millioner kroner til krav og advokatutgifter i denne saken, og medier anslår at rettsaken kommer til å koste 200 millioner kroner (NTB, 2023). Forhåpentligvis hadde Triton gjort en god juridisk DD av Stendi sine agent- og konsulentavtaler, sånn at kostnadene ikke kom som en helt uventet overraskelse. En kostnad på 5-10 % av vederlaget, må sies å kunne være helt avgjørende for om et kjøp ville blitt gjennomført eller ikke. Dette understreker poenget til Hellebust om hvor viktig den juridiske DD er.

Så er det verdt å nevne **rettigheter til åndsverk** som er skapt i forbindelse med arbeid i målselskapet. I en stadig mer teknologisk verden, skapes det flere og flere immaterielle rettigheter i forbindelse med digitale produkter. Som tidligere nevnt i underpunkt 5.1, er også oppkjøp av teknologiselskap «i vinden». Det kan være vanskelig å manøvrere i dette feltet dersom man ikke har full forståelse for hva produktet faktisk er. Noe som kan være vanskelig, selv for de som lager produktet. For eksempel innrømmer CEO i Facebook Mark Zuckerberg at han ikke har full oversikt over hva slags produkt de har laget, ei heller hvordan det er bygget opp (Levy, 2018).

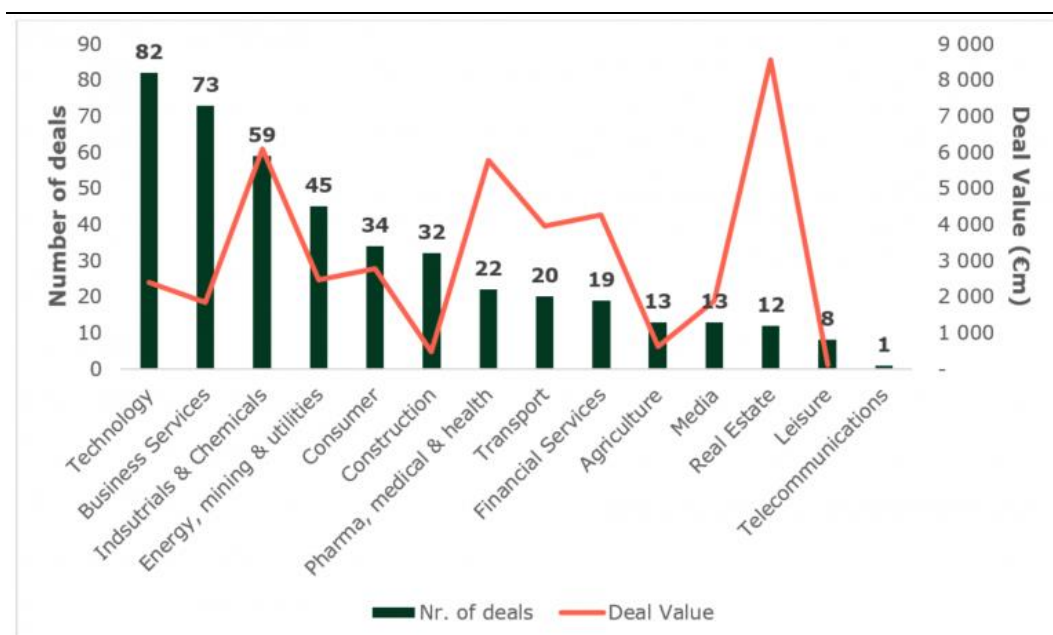
I forbindelse med en M&A blir det viktigste i første omgang for kjøper å forsikre seg om at målselskapet faktisk eier rettighetene til sine egne produkter. Det bør undersøkes om det foreligger noen avtaler som gir opphavsretten til åndsverk til andre enn målselskapet. Likevel er det ikke sikkert at kjøper er trygg selv om slike avtaler ikke eksisterer.

Det er bare en presumpsjon, og ikke sikker rett, at opphavsrett til åndsverk som er skapt i et ansettelsesforhold, i utgangspunktet går over til arbeidsgiver (Blaauw, 2019). Derimot er det sikker rett at opphavsretten til datamaskinprogrammer skapt i arbeidsforhold, i utgangspunktet går over til arbeidsgiveren, med mindre noe annet er avtalt jf. åndsverkloven § 71. Dersom et selskaps hovedvirksomhet er tett knyttet til et eller flere slike dataprogram der overdragelse til arbeidstaker er avtalt, vil dette kunne ha store konsekvenser. For eksempel dersom den ansatte velger å forlate selskapet, eller ikke ønsker at selskapet skal bruke dataprogrammet lenger.

Videre er det viktig at målselskapet «klart» har avtalt med eventuelle tekniske og digitale leverandører hvem som har rett til å råde over åndsverk. Åndsverkloven § 67 (2) sier nemlig «Ved overdragelse av opphavsrett skal opphaveren ikke anses for å ha overdratt en mer omfattende rett enn det avtalen klart gir uttrykk for.» Fordi teknologien nå utvikles raskt i samfunnet, er det klart at relevansen til disse reglene også blir sterkere. Et eksempel på tjenester der slike problemstillinger lett kan oppstå, finnes i saken TOSL-2020-176499. I denne saken var det tale om en levering av en fullautomatisert booking-, innsjekkings, og administrasjonsløsning for et hotell.

Det bør til slutt også undersøkes hvorvidt målselskapets ideer og varemerker er patentert og registrert. Dersom varemerket ikke er registrert, bør det undersøkes om det er oppnådd enerett til varemerket gjennom innarbeidelse, jf. § varemerkeloven § 3 (3). Det må da sjekkes om varemerket «... i omsetningskretsen her i riket for slike varer eller tjenester det gjelder, er godt kjent som noens særlige kjennetegn...». En stor del av verdien til et selskap ligger i varemerket, og dette kan således utgjøre en enorm forskjell i den reelle verdien til målselskapet (Erskine, 2017).

Fast eiendom er også noe som bør kartlegges. Blant annet bør det sjekkes hvilke eiendommer som faktisk eies av målselskapet, hva slags pant som foreligger, om det finnes tilbakekjøpsklausuler og om det foreligger leieavtaler på noen av eiendommene. Det bør også undersøkes om alle gjennomførte eiendomstiltak er søkt om og godkjent, så det ikke vil komme senere krav fra myndighetene om rivning eller lignende. Eiendomssektoren var den sektoren med høyest samlet verdi på norske transaksjoner i 2021, og det er grunn til å tro at det vil fortsette i fremtiden (Wiersholm, 2022). Denne delen av DD-en vil derfor kunne sies å være en sentral del av norske M&A.



Figur 5: Wiersholm, (2022). Fremstilling av transaksjoner i Norge i 2021, etter sektor.

Så bør det gjøres en juridisk undersøkelse av **konkurransen** i markedet. I den forbindelse er det viktigste å undersøke hvorvidt konkurransetilsynet kan ønske å gripe inn mot foretakssammenslutningen. Dersom de gjør det kan det være at kjøper forbys å gjennomføre transaksjonen. Konkurranseloven § 16 (1) sier: «Konkurransetilsynet skal forby foretakssammenslutninger som i betydelig grad vil hindre effektiv konkurranse, særlig som et resultat av at en dominerende stilling skapes eller styrkes...». Videre sier konkurranseloven § 17 (1):

«En foretakssammenslutning foreligger når

- a. to eller flere tidligere uavhengige foretak eller deler av foretak fusjonerer, eller
- b.
 - en eller flere personer, som allerede kontrollerer minst ett foretak, eller
 - ett eller flere foretak

direkte eller indirekte, helt eller delvis, varig overtar kontrollen over ett eller flere andre foretak».

Foretakssammenslutninger kan altså gjelde både oppkjøp og fusjoner. I Norge er det i mange bransjer relativt få aktører, og det er derfor høy risiko for at

konkurransetilsynet griper inn. Det gjorde de bl.a. da dagligvarekjeden Coop kjøpte ICA Norge i 2015. Coop fikk likevel kjøpe ICA, men med en betingelse om at de måtte selge butikker i 102 markeder (Konkurransetilsynet, 2015).

Konkurransetilsynet kan tillate ellers forbudte foretakssammenslutninger, dersom de finner avhjelpende tiltak, jf. § konkurranseloven § 16. Et annet eksempel er det nevnte oppkjøpet av Sbanken (se underpunkt 4.2). Konkurransetilsynet vedtok å ikke tillate sammenslutningen, men konkurranseklagenemnda opphevde vedtaket og DNB fikk likevel lov til å kjøpe Sbanken (Konkurransetilsynet, 2022). Hele prosessen tok cirka et år, og ifølge Hellebust vil dette sannsynligvis ha vært svært kostbart for DNB.

Dersom produksjonen til målselskapet eller datterselskap av målselskapet innebærer spesifikke **miljøpåvirkninger**, bør det undersøkes nøye om disse er i tråd med lover og regler. Miljøskader kan ha enorme konsekvenser, og det økonomiske erstatningsansvaret kan bli stort. Et relevant eksempel er der Høyesterett i saken Rt-2010-306 påla et morselskap å bekoste og besørge nødvendige miljøundersøkelser i forbindelse med en forurensing som et datterselskap hadde forårsaket. Forurensingsloven § 51 (1) sier «Forurensningsmyndigheten kan pålegge den som har, gjør eller setter i verk noe som fører eller som det er grunn til å tro kan føre til forurensning, å sørge for eller bekoste undersøkelser eller lignende tiltak...». Høyesterett tolket ordlyden i loven utvidende og mente at morselskap i mange tilfeller har «... faktisk styring og avgjørende innflytelse over datterselskapets virksomhet, herunder de beslutninger som kreves for å oppfylle forpliktelsene etter § 51».

Videre sier forurensingsloven § 55 (1) at «Eier av fast eiendom, gjenstand, anlegg eller virksomhet som volder forurensningsskade, er ansvarlig etter kapitlet her uten hensyn til egen skyld, dersom eieren også driver, bruker eller innehar eiendommen m.v...». Domstolene har også her lagt seg på en utvidende tolkning av ordlyden i loven. De legger ansvaret til den som til enhver tid er eier av eiendommen, selv om forurensingen skjedde før ervervet. Kjøper må altså påse at målselskapet og eventuelle datterselskap tidligere har forholdt seg tilfredsstillende miljøvernrettslig.

Til slutt bør det undersøkes om det foreligger spesielle konsesjoner eller tillatelser fra myndighetene, og det bør vurderes hvor vidt det er risiko for at disse kan opphøre i fremtiden.

Etter dette er det viktig med en undersøkelse av målselskapets **forsikringer**, og eventuelle uforsikrede risikoer som selskapet selv har båret risikoen for. Hvorvidt forsikringen fortsetter å løpe, eller stanser som følge av et kontrollskifte, er også noe som bør avklares. Utgangspunktet i norsk rett er at forsikringer automatisk fornyes dersom annet ikke er avtalt, jf. forsikringsavtaleloven § 3-2. En forsikring skal også gjelde til fordel for ny eier med mindre annet er avtalt, jf. forsikringsavtaleloven § 7-2.

Så er det videre viktig å undersøke at selskapet på generelt grunnlag opptrår på en juridisk ryddig måte når det gjelder **offentligrettslige forhold**. For eksempel bør det kartlegges om selskapet håndterer informasjon i henhold til GDPR, forholder seg riktig til innsending av årsregnskap og beregner riktig MVA for varer og tjenester. I den forbindelse bør det også innhentes tidligere skattemeldinger, og det bør redegjøres for om det kan foreligge latente skattekrav.

Helt til slutt i en juridisk DD bør det gjennomgås om selskapet står overfor rettslige **tvister**, og hva risikoen er for at selskapet ender opp med kostnader i forbindelse med disse. Det er i den forbindelse relevant å igjen nevne Stendi-saken. Forhåpentligvis var kjøper (Triton) klar over at det forelå en tvist med arbeidstakerne, før oppkjøpet ble gjennomført. En beregning av risikoen for kostnad i forbindelse med tvisten, burde vært direkte lagt inn ved fastsettingen av vederlaget for Stendi.

Når **DD så er fullført**, er det viktig at kjøper får oppgitt punktene som øker risikoen i transaksjonen. Det bør avgjøres om kjøper som følge av funn i DD, må sette betingelser for at transaksjonen kan gjennomføres. Er det for eksempel uklarheter i hva slags arbeidsforhold som foreligger, kan kjøper kreve at det skal lages nye klare arbeidsavtaler før «closing». Under beskrivelsen av aksjekjøpsavtalen, vil det nedenfor nevnes at selgers garantier er et viktig punkt i en M&A. Disse garantiene vil i mange tilfeller være basert på informasjon som

har kommet frem i DD. I andre tilfeller vil selger «gå god for» visse elementer, uten at det har vært mulig å oppdrive relevant informasjon i DD.

5.3.1.2.3 Aksjekjøpsavtale og innmatskjøp

Det er to ulike metoder å foreta et oppkjøp på. Den mest vanlige metoden er å kjøpe aksjene til målselskapet ved en **aksjekjøpsavtale** («Share Purchase Agreement»). Den andre metoden er å kjøpe eiendelene til selskapet, ved en avtale om kjøp av eiendeler («Asset Purchase Agreement»). Sistnevnte kalles for innmatskjøp. Hva som er mest hensiktsmessig å gjøre er situasjonsbetinget for både kjøper og selger. Av ulike årsaker kan for eksempel kjøper synes at det er risikabelt å ta på seg de forpliktelser selskapet som helhet har. I andre tilfeller kan det være at kjøper kun er ute etter en spesifikk del av selskapet. I så tilfelle kan det være fornuftig å forsøke seg på et kjøp av de eiendelene målselskapet har, som er nødvendig for å oppnå målene med oppkjøpet. Det er i så fall viktig at avtalen presist beskriver hvilke eiendeler som skal erverves. For å trekke tråden tilbake til redegjørelsen om åndsverk, kan det i den nye teknologiske æraen være vanskelig å skille ulike digitale produkter fra hverandre. Dersom det ikke lages en presis ervervsbeskrivelse, så kan kjøper stå i fare for å gå glipp av verdifulle og vesentlige deler av målselskapet. Et alternativ til et innmatskjøp dersom kjøper kun ønsker å erverve en del av selskapet, er at selger fisjonerer ut den ønskede delen til et eget selskap og at kjøper erverver det nye selskapet.

En stor forskjell ved aksjekjøp og innmatskjøp er skattereglene. Hvis visse vilkår er oppfylt, er det fritaksmetoden som gjelder ved aksjekjøp, jf. skatteloven § 2-38. Dersom kjøper er et slikt selskap som denne oppgaven befatter, er selskapet «... fritatt for skatteplikt av inntekt og har ikke fradragrett for tap...», jf. skatteloven § 2-38 (1) a. Videre presiserer skatteloven § 2-38 (2) a. at «Inntekter og tap som omfattes av første ledd er: a. gevinst eller tap ved realisasjon eller uttak av eierandel i selskap mv. som nevnt i første ledd a...». Altså vil fremtidig salg av målselskapet, ikke utløse gevinstskatt. Det er verdt å merke seg at det heller ikke blir gitt fradrag dersom selskapet i fremtiden selges med tap. På samme måte vil heller ikke selger skatte på sin eventuelle gevinst ved salget. Det kan således være med på å dempe selgers prisforlangende. Derimot vil et salg ved innmatskjøp innebære en skattemessig realisasjon av et formuesobjekt, jf. skatteloven § 5-30

(1), og transaksjonen skal beskattes på alminnelig måte. Her ligger skjæringspunktet for om man skal gå for aksjekjøp eller innmatskjøp. Det kan nemlig være tilfeller hvor det er fornuftig å kjøpe et fradragsberettiget formuesobjekt. Som intervjuobjektene nevner, gjennomføres mange M&A med et mål om å minimere fremtidig tap. I et slikt tilfelle, kan det være lurt å heller foreta et innmatskjøp dersom kjøper mener at innmaten (formuesobjektet), vil bli solgt med tap en gang i fremtiden. Salget av innmaten vil da gi selger (tidligere kjøper) et skattefradrag på tapet.

Aksjekjøpsavtalen bygger videre på de samme aspektene som ble nevnt i underpunkt 4.3.2.1 om intensjonsavtalen. Den store forskjellen er at aksjekjøpsavtalen vil være mer detaljert og ha en klar bindende form. For eksempel bør aksjekjøpsavtalen alltid inneholde klare betingelser («Conditions Precedent») for at salget skal kunne gjennomføres. Avtalen inneholder ofte også en rekke garantier som selger, og kjøper i noen tilfeller, står inne for. Dette kalles selgers garantier, eller kjøpers garantier. Det er spesielt viktig at det avtales hva målselskapet kan foreta seg i perioden mellom forhandlingsstadiet og overtakelse av selskapet faktisk skjer. Slike avtalevilkår kalles «restrictive covenants». For eksempel kan det avtales at målselskapet ikke kan iverksette salg av eiendom, foreta nyansettelser eller endre produkter. Dersom slike vilkår ikke lages, kan kjøper stå i en situasjon der betydelige verdier er tømt ut av selskapet før det overtas.

Det kan være vanskelig å redegjøre for de faktiske konsekvensene av oppståtte brudd på slike garantier. Partene må derfor avgjøre hvordan erstatning for brudd på disse garantiene, skal utmåles. Dersom selger ønsker å minimere risikoen i transaksjonen, kan det være hensiktsmessig å sette en fast erstatningssum for brudd på disse garantiene. For kjøper kan dette være positivt så lenge bruddet ikke fører til en økonomisk konsekvens utover erstatningssummen. Hvis bruddet derimot fører til større konsekvenser enn erstatningssummen kan gjøre opp for, kan det bli svært negativt for kjøper. Partene bør derfor før garantiene avtales, nøye analysere hva slags økonomiske konsekvenser brudd på garantiene fører til. Det vil også være fornuftig å vurdere risikoen for at garantiene blir brutt. Etter en muntlig samtale med Kirsten Vegge i Riskpoint, viser det seg at

forsikringselskapene synes det er utfordrende å beregne erstatningssummene etter brudd på selgers garantier, og det kan bli kostbart å ta disse sakene til retten.

Til slutt er det greit å nevne at aksjekjøpsavtalen bør omtale hvordan transaksjonen praktisk skal gjennomføres. Det gjelder både elementer under selve dagen for «closing», men også ved fremtidige transaksjonselementer. Sistnevnte gjelder for eksempel hvordan utbetalingen av såkalte tilleggsvederlag eller «earn-outs» skal utføres, i det tilfelle de oppstår. Slike vederlag er en form for bonus som selger vil motta, dersom selskapet i fremtiden oppnår avtalte kriterier. Partene bør være klar over at slike vederlag skattemessig kan klassifiseres som arbeidsinntekt og ikke kapitalinntekt. Dette er spesielt relevant dersom selger fortsetter å arbeide i målselskapet for en periode etter overtakelse. Vederlag som er «Fordel vunnet ved arbeid...» skal klassifiseres som arbeidsinntekt, jf. skatteloven § 5-10. Dersom selger på slik måte bidrar til at selskapet oppnår de avtalte kriterier, er det klart at tilleggsvederlaget er en «fordel vunnet ved arbeid».

5.3.1.3 Etter forhandlinger

5.3.1.3.1 Closing

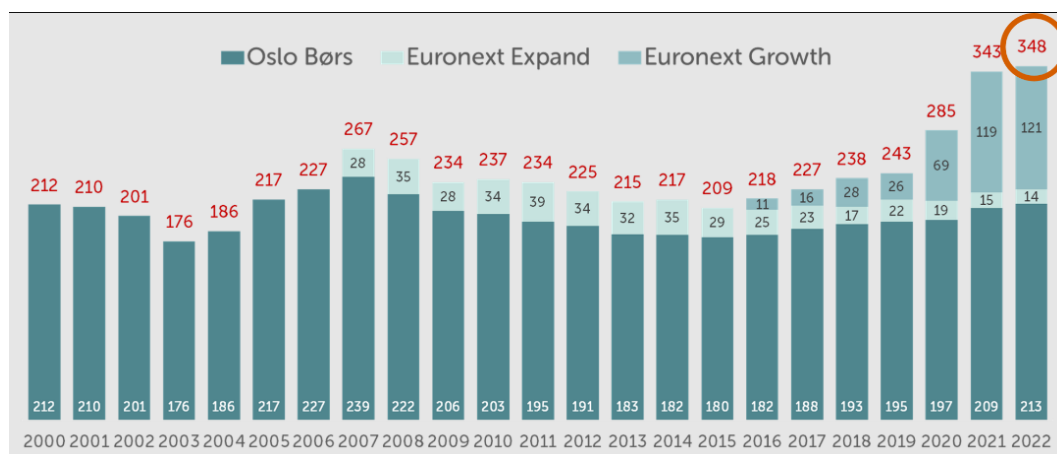
I forbindelse med closing, er det noen spesifikke elementer som bør avklares. Bl.a. må styret i målselskapet godkjenne erverv av aksjer dersom noe annet ikke er fastsatt i vedtektene, jf. aksjeloven § 4-15 (2). Selve styregodkjennelsen bør legges frem under closing, så det ikke kan oppstå noen tvil om at styret faktisk har godkjent at kjøper erverver aksjene. Videre er det klart at eventuelle øvrige aksjonærer har forkjøpsrett på aksjene, dersom det ikke er bestemt noe annet i vedtektene, jf. § aksjeloven 4-19 (1). Det bør derfor under closing være avklart om de øvrige aksjonærene er en del av avtalen, eller om de har fraskrevet seg forkjøpsretten i vedtektene. Kjøper må videre «... straks sende melding til selskapet om sitt aksjeerverv», jf. aksjeloven § 4-12. Dersom dette ikke gjøres, foreligger det ikke rettsvern for kjøpers rettighet til aksjene i selskapet. Dersom en så enkel sak neglisjeres, kan kjøper plutselig ende opp i en situasjon der kreditor eller godtroende tredjepart ekstingverer kjøpers rett til aksjene i selskapet. Til slutt bør det nedfelles praktiske detaljer angående selve betalingstransaksjonen og overføring av aksjene, sånn at vederlaget blir overført samtidig som eierskapet. Her vil det være praktisk om partenes banker har kontakt med hverandre.

5.3.2 Selskap med aksjer notert på et regulert marked (Børs)

5.3.2.1 Introduksjon

Der målselskapet har aksjene sine notert på et regulert marked, vil fremgangsmetoden for kjøpet være annerledes. Mange av de tidligere nevnte problemstillingene er fortsatt aktuelle, men ved oppkjøp av selskap med aksjer notert på børs er det et tillegg av omfattende regler å forholde seg til. I et juridisk strategisk perspektiv er det spesielt viktig å ha kontroll på reglene om flagging, tilbudsplikt og frivillige tilbud. Disse reglene legger sterke føringer for hvordan kjøper skal opptre i oppkjøpssituasjoner.

De siste årene har såkalte Public2Private-transaksjoner («P2P») tatt fart i det norske M&A markedet (Wiersholm, 2023). Dette er transaksjoner der selskap med aksjene sine notert på regulerte markeder (Public), blir kjøpt opp, for så å få aksjene sine strøket så de ikke lenger er allment tilgjengelig (private). Likevel er det fortsatt også en stigende trend når det gjelder antall selskap på børsen. Det betyr at markedet for å kjøpe opp selskap som har aksjene sine notert på børs, er stort og kommer sannsynligvis til å fortsette å være stort i fremtiden. Reglene om flagging og tilbudsplikt er av den grunn svært aktuelle.



Figur 6: Oslo Børs, (2022). Antall selskap med aksjene sine notert hos Oslo Børs, EuroNext Expand og EuroNext Growth

5.3.2.2 Kort om flagging

Det er etter den såkalte flaggingsregelen i verdipapirhandelloven § 4-2 (1) en meldeplikt til børsen og Finanstilsynet dersom kjøpers «... andel av aksjer med tilknyttet stemmerett når, overstiger eller faller under 5 prosent, 10 prosent, 15

prosent, 20 prosent, 25 prosent, 1/3, 50 prosent, 2/3 eller 90 prosent av stemmene som følge av erverv eller avhendelse...». Videre sier verdipapirhandelloven § 4-2 (2) at dette gjelder tilsvarende for «... en eiers andel av aksjekapitalen». Det betyr at kjøper i en oppkjøpsprosess må gi beskjed hver gang disse grensene passerer. Dette gjelder også eventuelle lånte aksjer, jf. verdipapirhandelloven § 4-2 (3).

Videre forteller verdipapirhandelloven § 4-4 (1) at «Plikten til å sende melding etter § 4-2 første ledd gjelder tilsvarende for stemmeretter som den flaggepliktige innehar i følgende situasjoner...». Verdipapirhandelloven § 4-4 (1) nr. 1 følger så med: «... stemmeretter som innehas av en tredjeperson og som den flaggepliktige etter avtale har forpliktet seg til å føre en langsiktig, felles strategi med, ved samordnet utøvelse av stemmeretter». Altså skal aksjene til tredjepersoner et slikt samarbeid er inngått med, tas med i beregningen når det kommer til kjøpers meldeplikt. Bruken av «tredjeperson» i lovteksten virker å være for å skjerme eventuelle avtaler som aksjeeier har med selskapet selv, som i alle tilfeller vil være «andrepert».

Det er til slutt et viktig poeng at kjøper må passe på at selve flaggemeldingen skal komme «... straks, men senest innen åpning av regulert marked andre handelsdag etter at avtale om erverv, eller avhendelse er inngått, eller etter at den meldepliktige blir kjent med eller burde ha blitt kjent...» med at slikt erverv er inngått, jf. verdipapirhandelloven § 4-7 (1). Altså kan kjøper ikke vente til aksjene faktisk er mottatt eller vederlaget er betalt, men med en gang ervervet er avtalt. Det at den meldepliktige også er meldepliktig for erverv han «... blir kjent med eller burde ha blitt kjent med...», virker å være for å presisere at han har et ansvar for å kontroll på ovennevnte tredjeparts aksjeandel.

5.3.2.3 Kort om tilbudsplikt

Sentralt i tilbudspliktreglene, er verdipapirhandelloven § 6-1.

Verdipapirhandelloven § 6-1 (1) sier: «Den 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 (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9».

Dersom kjøper altså erverver nok aksjer til å passere tilbudspliktgrensen på «... mer enn 1/3...», må han gi et pliktig tilbud til de øvrige aksjonærene i selskapet. Det oppstår også en relativt lik «gjentatt tilbudsplikt» dersom kjøper når en andel på minst 40 % og dersom han når en andel på minst 50 %, jf. § 6-6 (1). Det finnes enkelte unntak der disse grensene kan passerer uten å måtte gi et pliktig tilbud. De unntak som er relevante, omfattes nedenfor.

Når tilbudsplikt oppstår er det en rekke krav som kjøper må følge. Spesielt relevant er det at «Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte...», jf. verdipapirhandelloven § 6-10 (4) første punktum. Etter andre punktum kan i tillegg tilbudsprisen uansett aldri være mindre enn markedsprisen som «klart» foreligger på tidspunktet tilbudsplikt inntre. Det er også viktig at tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 (2) og at tilbudet ikke kan gjøres betinget, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 (3). Videre er det i verdipapirhandelloven § 6-13 (1) et krav om at kjøper må utarbeide et relativt omfattende tilbudsdokument. Kriteriene for dette tilbudsdokumentet omtales i § 6-13 (2).

5.3.2.4 Kort om startfasen i et oppkjøp av selskap på børs

Det er ulike strategier for en kjøper som vil bli eier av et selskap som har aksjene sine notert på et regulert marked for verdipapirhandel. Et smart første steg i en oppkjøpsprosess kan være å erverve én eller flere større aksjeposter, som til sammen ikke overskrider tilbudspliktgrensen. Det er likevel viktig å være klar over en økonomisk konsekvens som kan oppstå før tilbudspliktgrensen inntre. Aksjekursen justeres nemlig gjerne i markedet når kjøpers aksjepost passerer de ulike grensene for flagging. Det skjer fordi informasjon om hvem som passerer grensene blir synliggjort for markedet i større grad enn ved vanlig erverv eller avhending. I et oppkjøpstilfelle vil markedet ofte allerede ved mindre flaggingsgrenser, forstå at kjøper ønsker seg kontroll i selskapet. Aksjonærene vil dermed etter hvert kreve en såkalt «kontrollpremie» for å selge aksjene sine. Kontrollpremien kan i mange tilfeller bli relativt høy, spesielt dersom aksjonærene vet at kjøper er både villig og har midlene til å betale «i dyre dommer» for å få kontroll i målselskapet.

5.3.2.5 Erverv med frivillig tilbud

Uavhengig av om kjøper har gått for ovennevnte som første steg eller ikke, vil en fornuftig strategi være å fremsette et tilbud til så mange av aksjonærene i målselskapet som trengs for å få nødvendig kontroll. Et slikt tilbud vil i de fleste tilfeller omfattes av verdipapirhandelens § 6-19 om «Frivillig tilbud».

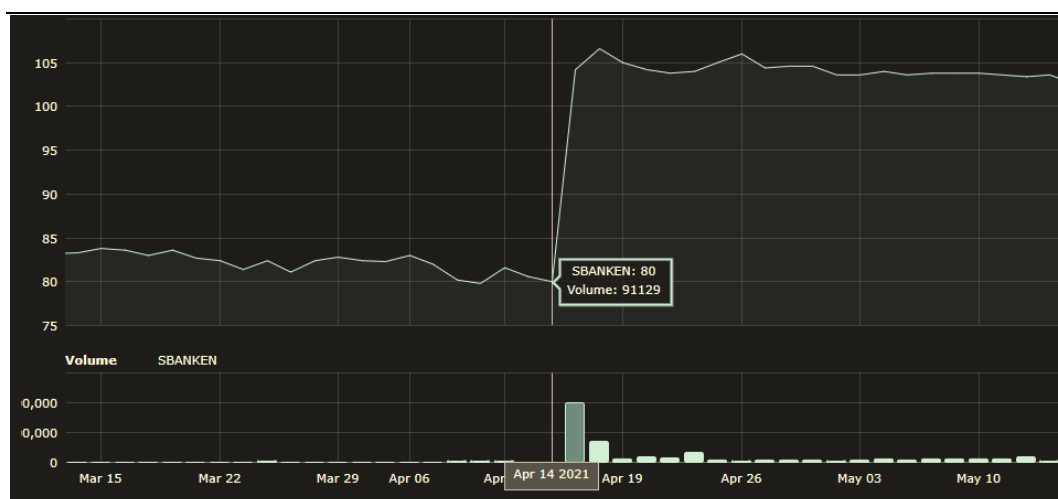
Verdipapirhandelloven § 6-19 (1) sier: «Bestemmelsene i § 6-10 siste ledd og §§ 6-12 til 6-18 får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det.». Dersom det frivillige tilbudet altså gjelder så mange aksjer at kjøper vil få tilbudsplikt dersom alle aksjonærer godtar, må tilbudet i utgangspunktet følge mange av de samme reglene som gjelder ved et vanlig pliktig tilbud. Det er likevel noen spesielt relevante forskjeller. Bl.a. omfattes ikke et frivillig tilbud av bestemmelsen om tilbudsprisen i verdipapirhandelloven § 6-10 (4). I tillegg kan et frivillig tilbud, i motsetning til et pliktig tilbud, være betinget av kriterier som kjøper velger selv, jf. § 6-10 (3). (Se kapittel 6 for nærmere redegjørelse av verdipapirhandelloven §§ 6-19 (1) og 6-19 (2).

Spesielt viktig er det at et frivillig tilbud kan gjøres betinget. Det er fornuftig om det frivillige budet inneholder en betingelse om at aksjene bare erverves dersom kjøper får aksept på det gitte antall aksjer som trengs for å få nødvendig kontroll over målselskapet. På den måten sikres det at kjøper plutselig ikke sitter med en stor aksjonærpost, men uten ønsket kontroll over selskapet, og potensielt må gi et pliktig tilbud på de resterende aksjene fordi grensen for tilbudsplikt er passert.

Et motargument for å starte med et slikt frivillig tilbud i en oppkjøpsprosess er at vederlaget ofte må være ganske mye høyere enn hva aksjekursen er, for å få aksept fra nok aksjonærer. Markedet og aksjonærer kan for eksempel spekulere i at budgiver i en oppkjøpsprosess vil gi et høyere bud på et senere tidspunkt, og som nevnt blir det gjerne lagt til en høy kontrollpremie under oppkjøpsforsøk. I tillegg går aksjekursen som regel umiddelbart opp dersom et selskap står ovenfor et oppkjøpsforsøk (McGowan & Sulong, 2008). Et betinget bud vil også gi mindre forutsigbarhet for de aksjonærer som raskt aksepterer. Det er fordi aksjonærene ikke vet om budet blir stående, eller hvor lenge kapitalen deres er bundet opp i en

aksje som ikke er like likvid etter de har akseptert. Aksjonærene vil å si fall kun akseptere om budet er så høyt at det er verdt uforutsigbarheten. Det kan også være aksjonærer som mener at et oppkjøp ikke er for selskapets beste, eller aksjonærer som har andre følelsesmessige tilknytninger til eierskapet sitt. De vil gjerne kreve en ekstra høy premie for å selge aksjene sine. På den andre siden kan det være aksjonærer som ikke synes at selskapet har nok potensiale til å på sikt øke aksjekursen noe mer enn tilbudet. De vil kanskje se på et tilbud litt over aksjekurs som en gyllen mulighet til å komme seg ut av selskapet til en gunstig pris. Det kan også være aksjonærer som ikke tror at de vil få solgt sine aksjeposter uten rabatt, fordi etterspørselen i markedet ikke er høy nok.

Disse elementene kan alle eksemplifiseres ved DNBs relativt nylige oppkjøp av Sbanken. DNB eide fra før cirka 1 % av aksjene i Sbanken da det 15.04.21 annonserte sitt første frivillige tilbud om å erverve 100 % av aksjene i Sbanken til en pris på 103,85 kroner per aksje (Sbanken ASA, 2021). Denne tilbudsprisen var 30 % over sluttkursen til aksjene i Sbanken på Oslo Børs dagen før. Dette illustrerer at DNB vurderte det dithen at de ikke ville få nok akseptert uten å gi et frivillig tilbud vesentlig over den daværende aksjekursen. Historisk må en kjøper tilby et sted mellom 25 % og 37 % for å gjøre et vellykket oppkjøp på Oslo Børs (Bugge, 2011). Muligens hadde også DNB samme informasjon som McGowan & Sulong, (2008), som viser at aksjekurser i snitt går opp med 30 % under et oppkjøpsforsøk. Tilbudet til DNB var betinget av at de fikk akseptert nok til å representere mer enn 90 % av aksjer og stemmerettigheter i Sbanken. Samme dag som annonseringen ble offentliggjort, steg aksjekursen på børsen drastisk og holdt seg over tilbudsprisen i to uker. Dette illustrerer et poeng om at aksjekurser som regel stiger umiddelbart etter et annonsert oppkjøpsforsøk. I et frivillig tilbud bør naturligvis aksjekursen stige til minst tilbudsprisen, minus den nominelle risikoen markedet legger inn for at tilbudet kommer frafalle. I en tid lå aksjekursen i dette tilfellet over tilbudsprisen. Dette reflekterer poenget om at aksjonærer spekulerer i at de på et senere tidspunkt vil motta mer for aksjene sine enn tilbudsprisen. For eksempel ved at tilbyder vil komme med et høyere frivillig tilbud på et senere tidspunkt, eller at et annet selskap vil forsøke å «kuppe» oppkjøpet.



Figur 7: Euronext, (2023). Aksjekursen til Sbanken under oppkjøpsforsøket til DNB. Pluss/minus en måned fra DNBs første frivillige tilbud

I eksempelet med DNBs oppkjøp av Sbanken, viste det seg faktisk at det første frivillige tilbudet fra DNB ikke var godt nok. Etter nesten to måneder forelå det nemlig bare aksepter som representerte cirka 65 % av Sbanken. DNB eide selv på dette tidspunktet 9,9 %, etter å ha foretatt flere erverv i mellomtiden. Med aksepter som ville tatt DNB til et eierskap på 74,9 %, var det klart at de var langt unna den opprinnelige betingelsen på 90 % eierskap.

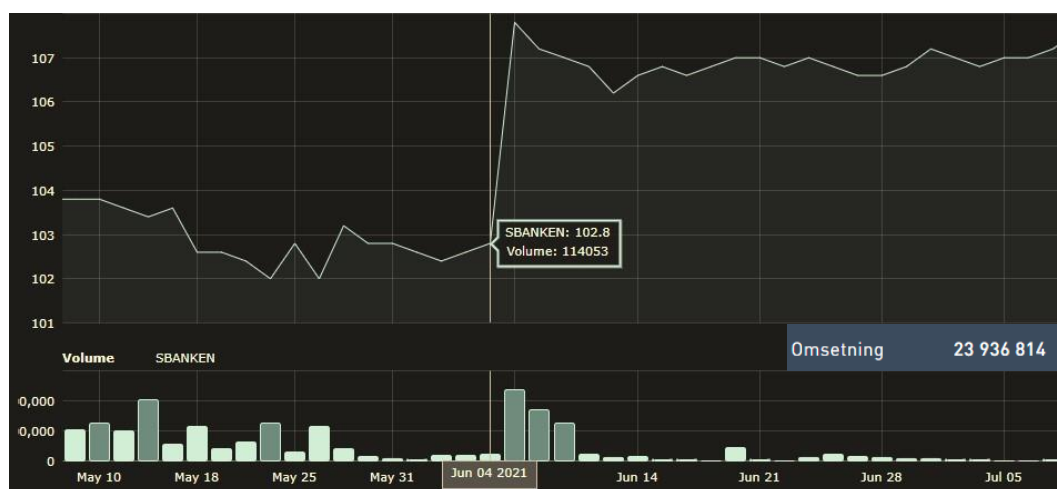
At de fikk så lite aksepter kan skyldes flere av de tidligere nevnte faktorene. Det var nok mange aksjonærer som etter det første frivillige tilbudet, spekulerte i at de ville få en høyere pris dersom de holdt på aksjen lenger. Det var kanskje også aksjonærer som på grunn av lite forutsigbarhet, ikke ville akseptere. Det er også klart at det i denne saken var mange aksjonærer som uttalte at de ikke likte oppkjøpet av både personlige årsaker og prismessige årsaker (Solheimsnes, 2021). I samme sak var det også opprørte bankkunder i Sbanken som ønsket å kjøpe aksjer i Sbanken for å kunne stoppe oppkjøpet til DNB.

Den 7.6.21 kom DNB med et nytt, forbedret bud på 108,85 kroner per aksje (Oslo Børs, 2021). I dette budet reduserte også DNB minstekravet i betingelsen om eierskap til 67 %. Det kan spekuleres i hvorfor de satt ned eierskapskravet, men trolig var det for å legge press på aksjonærer som ikke hadde gitt aksept på det forrige tilbudet. Med eierskap på 67 % har DNB som nevnt i underpunkt 4.3 nemlig mulighet for å fusjonere selskapene. Sammenslutninger er som tidligere

nevnt ikke alltid det aksjonærer ønsker, og mange aksjonærer vil derfor selge seg ut før en sånn prosess. En annen årsak som skaper press er at DNB kunne endt opp med så mange aksjer at selskapet hadde blitt strøket fra børs, selv uten at de endte opp med 90 % av aksjene. I så tilfelle vil de øvrige aksjonærene risikere å sitte på en aksje som ikke er like likvid som før, og uten noen kontrollerende poster.

Et litt interessant aspekt ved det nye frivillige tilbudet var bevegelsen til aksjekursen. Selv om aksjekursen gikk opp etter annonsering, var kursen ikke som ved det første tilbudet, på noe tidspunkt over den nye tilbudsprisen. Dette kan nok skyldes at mange av aksjonærene som tidligere spekulerte i at de senere ville få en høyere pris for aksjene, ikke lenger gjorde dette.

Presset DNB skapte og økningen i vederlaget, var nok til å overbevise flesteparten av de siste aksjonærene. DNB annonserte 14.6.21 at de hadde fått nok aksepter til at de minst vil ende opp med 90,9 % eierskap i Sbanken (Oslo Børs, 2021).



Figur 8: Euronext, (2023). Sbankens aksjekurs. Pluss/minus en måned fra DNBs andre frivillige tilbud. Man ser her mange av de samme kurseffektene som ved første tilbud, men ikke «overpriseffekten».

Ved et frivillig tilbud vil det altså være fornuftig å i forkant analysere godt hva slags tilbud som må til for å få ønsket eierskap. Kjøper bør være forberedt på å måtte gjøre flere forbedrede tilbud for å få mange nok aksepter. I tilfelle med Sbanken er det interessant å spekulere i om oppkjøpsstrategien til DNB alltid var å komme med et litt høyere tilbud nummer to og samtidig sette eierskapskravet betydelig lavere, for å legge det nevnte presset på øvrige aksjonærer. En spill-

teoretiker ville kalt dette en strategisk troverdig trussel, der enhver fornuftig aksjonær som ikke vil være med på en fusjon, vil velge å akseptere tilbudet (Helland, 2016).

Legg til grunn at strategien deres faktisk var å komme til i en posisjon der de inkludert akseptene, ville stått med over 67 % aksjer etter det første tilbudet. Det at de etter det første tilbudet faktisk endte i en posisjon på 74,9 %, betyr at de fikk mer enn nok aksept. Det interessante her er hvorvidt DNB egentlig da kunne gitt et lavere frivillig tilbud, men fortsatt stått i sin ønskede strategiske posisjon. De hadde sannsynligvis ikke fått aksept som ville tatt de til en posisjon på 74,9 %, men dersom prisen ikke var for lav ville de kanskje minst oppnådd 67 %. Sbanken bestod på dette tidspunktet av 23.936.814 aksjer (Se figur 6). Med så mange aksjer er det klart at hver krone i et tilbud, nominelt vil telle mye. Dersom aksjonærene hadde akseptert 4-5 kroner mindre per aksje, ville DNB spart rundt 100 millioner kroner på oppkjøpet. Dette viser hvor viktig det kan være å i forkant gjøre analyser og undersøkelser av hva slags pris aksjonærer vil godta.

I forbindelse med frivillige tilbud, nevnes det avslutningsvis at den noe spesielle ordlyden i verdipapirhandelloven § 6-19 (2) skaper uklarhet i hvilke individuelle forhandlingsretter tilbyder faktisk har. Regelen oppstiller nemlig et unntak, og et unntak fra unntaket, for når kjøper må fremsette et frivillig tilbud etter § 6-19 (1). § 6-19 (2) sier: «Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold». For det blotte øyet er det kanskje ikke noe spesielt å legge merke til ved ordlyden i unntaket fra unntaket. En person som er over gjennomsnittlig interessert i norsk grammatikk, kan likevel legger merke til at setningen gjerne kunne vært tillagt et ekstra kommategn. Spørsmålet blir i så fall hvor det eventuelle kommategnet i så fall må stå, for å vite hvilke vilkår regelen krever for å være oppfylt. Regelen i seg selv omhandler en kjøpers rett til å forhandle og gi tilbud til individuelle aksjonærer, uten å måtte følge reglene om frivillige tilbud. Regelen er derfor interessant å se på for en kjøper som ønsker å forhandle med individuelle aksjonærer. Forhandlingsfrihet gir økt forhandlingskraft, og kan derfor bidra til at kjøper får en bedre avtale (Helland, 2016).

Verdipapirhandelloven § 6-19 (2) er derfor det valgte temaet i den senere analysen om hvordan man kan optimalisere en M&A.

5.3.2.6 Erverv med pliktig tilbud

5.3.2.6.1 Introduksjon

Dersom strategien til en kjøper innebærer at det vil forekomme en tilbudsplikt, er det mye kjøper bør gjøre for å forsøke å minimere kostnadene ved oppkjøpet. Det vil i den forbindelse være fornuftig å gå gjennom hvordan oppkjøpsprosessen ser ut i de ulike intervallene der aksjene i målselskapet erverves.

Dersom kjøperen ikke har valgt å gå for strategien om å med en gang gi et frivillig tilbud til alle aksjonærer, kan det som allerede nevnt være lurt å først erverve så tett opptil $\frac{1}{3}$ av de stemmeberettigede aksjene som mulig. Dette kan gjøres ved å «støvsuge» markedet for aksjer, og eventuelt gjøre forhandlinger med aksjonærer som sitter på større aksjeposter. På denne måten kan kjøper raskt få en større eierandel av målselskapet, i tillegg til at det er en fordel at de større aksjonærene er «ryddet vekk fra banen» på et tidlig tidspunkt i oppkjøpsprosessen. Aksjonærer med store aksjeposter kan nemlig være tøffe å forhandle med dersom man på et senere tidspunkt i oppkjøpsprosessen, er avhengig av deres aksjer for å oppnå kontroll i målselskapet. Slike saker får ofte mye medieoppmerksomhet, og det kan gjøre saken enda vanskeligere fordi ingen av partene vil offentlig fremstilles som svake forhandlere. For eksempel trengte Stan Kroenke hele ti år på å overbevise Alisher Usmanov om å selge aksjeposten sin på 30 % prosent i fotballklubben Arsenal. Kroenke ervervet seg til en stadig større aksjepost år etter år ved å kjøpe ut mindre aksjonærer, men trengte til slutt Usmanovs aksjepost for å få den ønskede kontrollen over selskapet (Panja, 2018).

Videre bør kjøperen unngå å betale en for høy pris for noen av disse aksjene dersom de erverves kort tid i forkant av en tilbudsplikt. Som nevnt kan nemlig det høyeste vederlaget kjøper betaler for selskapets aksjer i seks måneder før tilbudsplikt inntre, gjøre store utslag på tilbudsprisen i det pliktige tilbudet. I tillegg til prisen som er betalt for disse aksjene, må kjøper på samme måte ha stålkontroll på hvilken pris eventuelle «nærstående» har betalt for selskapets aksjer. Det er nemlig slik at nærstående skal konsolideres og deres aksjer skal

regnes med når det kommer til reglene om tilbudsplikt, jf. § 6-5 (1). Nærstående defineres i verdipapirhandellovens § 2-5. I utvidelse av dette er det selvsagt også viktig å ha kontroll på hvor mange aksjer konsoliderte parter har, så man ikke sammen går over en grense for tilbudsplikt uten å egentlig ønske det.

5.3.2.6.2 Erverv fra aksjeposisjon under 1/3 av aksjene

Dersom kjøper har klart å erverve større aksjeposter, og eventuelt “støvsugd” markedet for andre aksjer, vil det på et tidspunkt nærme seg den første grensen for tilbudsplikt. Denne grensen er som nevnt 1/3, jf. verdipapirhandelloven § 6-1 (1). Før tilbudsplikt inntreer er det viktig at kjøper har en klar strategi og formening om hvordan oppkjøpet videre skal gjennomføres, og hva kontrollpostene i målselskapet verdsettes til. Det bør lages en «hva-skjer-hvis» analyse, der kjøper på forhånd kan planlegge for ulike scenarioer i oppkjøpsprosessen. Dersom kjøper for eksempel gir et pliktig tilbud og ender opp med å ha 55 % av aksjene i målselskapet, bør det være planlagt hva slags videre tilbud som vil være fornuftig å gi. Dette kan skape forutsigbarhet og kontroll for kjøper, og et bedre perspektiv på hva oppkjøpet faktisk kan ende opp med å koste.

Dersom kjøper på et tidspunkt overskrider grensen for tilbudsplikt, må det altså foretas et tilbud til alle øvrige aksjonærer. Dette tilbudet kan i motsetning til det frivillige tilbudet, ikke gjøres betinget. Den fremtidige aksjeposten til kjøper etter det pliktige tilbudet vil således ikke være enkel å forutse. En omfattende undersøkelse og analyse av hvor mange aksjonærer som vil godta det pliktige tilbudet, er derfor lurt å gjøre i forkant. Det pliktige tilbudet må nemlig følge reglene i verdipapirhandelloven §§ 6-12 til 6-18. Disse omhandler blant annet krav til tilbudsdokument, godkjennelseskrav, formkrav, offentliggjøringskrav og gebyrer. Under en forelesing i faget «Oppkjøp og fusjoner» sa Morten Kinander at pliktige tilbud er svært ressurskrevende å gjennomføre. Dersom en søker kontroll i et selskap, kan det derfor være lurt å allerede på dette tidspunktet tilby aksjonærene et høyere vederlag enn det som er minimumskravet etter tilbudspliktreglene. På den måten unngår man å bruke store ressurser på å ende opp i en posisjon der man ikke har den ønskede kontrollen i målselskapet. I tillegg vil oppkjøpsprosessens kostnader øke enda mer hvis videre erverv også omfattes

av reglene om gjentatt tilbudsplikt. De samme omfattende reglene må nemlig følges ved gjentatt tilbudsplikt.

Dersom kjøper derimot fortsatt er under tilbudspliktgrensen, kan det vurderes hvorvidt det er fornuftig å gi et såkalt «frivillig pliktig tilbud» fremfor å gjennomføre erverv som vil utløse tilbudsplikt. Årsaken til at det kalles et frivillig pliktig tilbud er at et slikt tilbud skal etter verdipapirhandelloven § 6-1 (5) nr. 1 fremsettes i «... samsvar med reglene om pliktige tilbud». Det innebærer altså at et slikt tilbud gjerne gir de samme konsekvensene som et pliktig tilbud. Man kan derfor lure på hva poenget med et slikt frivillig pliktig tilbud er. Årsaken til at dette kan være et poeng er at dersom kjøper passerer tilbudspliktgrensen som følge av aksept på et slikt frivillig pliktig tilbud, er han fritatt fra å gjøre et pliktig tilbud, jf. § 6-1 (5) andre punktum. Slike tilbud fremsettes sjelden, da det heller oftere er naturlig å gi et frivillig tilbud med betingelse om en valgt nødvendig akseptgrad (Tjaum, 2014). Et frivillig pliktig tilbud bør derfor kanskje heller sees på som et alternativ til det å gå over tilbudspliktgrensen ved vanlig erverv. Eventuelt kan det være et alternativ der hvor kjøper rett og slett ikke ønsker å vente til et senere tidspunkt med å gi det pliktige tilbudet. Kanskje kreves det allerede så mye ressurser for kjøper å lansere et frivillig tilbud, at det vil være lønnsomt å heller «gjøre unna» det pliktige tilbudet på et tidlig tidspunkt.

5.3.2.6.3 Erverv etter aksjeposisjon mellom mer enn 1/3, 40 % og 50 % av aksjene Verdipapirhandelloven § 6-6 omhandler såkalt «gjentatt tilbudsplikt».

Verdipapirhandelloven § 6-6 (1) første punktum sier at det på nytt blir tilbudsplikt dersom kjøper erverver seg til «... 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet». Andre punktum forteller videre at det samme gjelder ved erverv til «... 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet». Grensene «mer enn 1/3», 40 % og 50 % kan man kalle for «grensevegger». Kjøper kan altså fritt erverve aksjer mellom disse grenseveggene, men så snart han treffer eller går forbi grenseveggene på 40 % eller 50 % oppstår det gjentatt tilbudsplikt. Reglene for gjentatt tilbudsplikt er de samme som for et ordinært pliktig tilbud. Det ser altså nokså likt ut for kjøper, men han må være oppmerksom på at tilbudet nå må baseres på de siste seks månedene før den siste tilbudsplikten oppstod.

Den gjentatte tilbudsplikten gjelder ikke dersom kjøper kommer over grensene på grunn av aksepter som kom i forbindelse med et pliktig tilbud, som skjedde «i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1», jf. § 6-6 (1) tredje punktum. Verdipapirhandelloven § 6-1 gjelder det pliktige tilbudet kjøper fikk ved å treffe den første grenseveggen på «mer enn $\frac{1}{3}$ ». Altså må ikke kjøper gi et nytt pliktig tilbud dersom aksepter på det første pliktige tilbudet tok han til eller forbi grensene på 40 % eller 50 %. Etter kjøper har kommet seg i en aksjeposisjon på minst 50 % vil han i utgangspunktet altså være fri for å gi tilbudsplikt ved senere erverv av aksjer. Dette er med mindre kjøper kom seg over grensen på en måte som ikke innebar tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-1 eller verdipapirhandelloven § 6-6. I så tilfelle får nemlig kjøper tilbudsplikt ved «... ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen...», jf. § 6-6 (2).

Konsekvensene av å komme seg over grenseveggene med frivillige pliktige tilbud, er noe forskjellige alt ettersom hvilken aksjeposisjon kjøper står i. Si et eksempel der det frivillige pliktige tilbudet har tatt kjøper til en aksjeposisjon mellom de nevnte grenseveggene. Dersom han så går over en av grensene, vil det på normal måte oppstå tilbudsplikt fordi verdipapirhandelloven § 6-6 (2) bare unntar passering av tilbudsplikten etter verdipapirhandelloven §§ 6-1 (1) til 6-1 (4). Dersom kjøper derimot erverver seg til minst 50 % ved et frivillig pliktig tilbud, vil han likevel ikke være nødt til å gi pliktige tilbud ved ethvert etterfølgende erverv (Oslo Børs, 2010). Regelen i § 6-6 (2) kan altså her ikke tas helt på ordet.

Kjøper kan også havne i en noe spesiell posisjon dersom han står mellom grenseveggene, og ønsker å gi et tilbud til andre aksjonærer. Dersom kjøper i denne posisjonen ønsker å gi aksjonærer et tilbud som tidligere ville vært omfattet av reglene om frivillige tilbud i verdipapirhandelloven § 6-19, er han nå nemlig fritatt fra å følge disse reglene. Det er fordi verdipapirhandelloven § 6-19 (1) sier at reglene om frivillig tilbud kun gjelder grensen for «... tilbudsplikt etter § 6-1...». Verdipapirhandelloven § 6-1 omfatter bare erverv til mer enn $\frac{1}{3}$, og således ikke grensene på 40 % og 50 %. Selv om kjøper står fritt til å gi slike tilbud uten å følge reglene av verdipapirhandelloven § 6-19, er han ikke helt fri fra å tenke på konsekvenser av hans tilbud. Han bør nemlig være oppmerksom på at denne periodens vederlag for aksjer kan bli grunnlaget for senere inntrådt tilbudsplikt, eller grunnlaget for løsningssummen ved tvangsinnløsning av aksjer.

5.3.2.6.4 Erverv etter aksjeposisjon på minst 50 % eierskap

Når kjøper står i en aksjeposisjon på minst 50 %, er det i utgangspunktet ingen tilbudspliktregler å forholde seg til. Det er med mindre kjøper har kommet seg til en slik posisjon på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, jf.

verdipapirhandelloven § 6-6 (2). Som tidligere nevnt, gjelder dette likevel ikke frivillige pliktige tilbud. Det gjelder ved unntakene i verdipapirhandelloven § 6-2 (1) som omhandler arv, gave, vederlag ved skifte, eller vederlag ved fusjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Det gjelder også ved unntakene i verdipapirhandelloven § 6-3 (1), som omhandler finansinstitusjoner som «... erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement...» eller verdipapirhandelloven § 6-3 (2) som omhandler Statens finansfond.

Når kjøper står i en aksjeposisjon på minst 50 % kan det likevel som tidligere nevnt, være avgjørende hva slags aksjonærer som er igjen i selskapet. Er dette parter med stor forhandlingsstyrke, kan det bli dyrt å anskaffe de siste aksjene. Veien herfra til å nå 67 % og spesielt 90 % av aksjene kan derfor være spesielt vanskelig.

Dersom kjøper har klart å tilegne seg mer enn 90 % av aksjene gjennom et pliktig tilbud, eller et frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven § 6-19 vil han kunne beslutte tvungen overføring av de øvrige aksjene i målselskapet «... i henhold til lov om allmennaksjeselskaper § 4-25...», jf. verdipapirhandelloven § 6-22 (1) første punktum. Likeså har de gjenværende aksjonærene rett på å kreve at kjøper skal overta de siste aksjene, jf. verdipapirhandelloven § 6-22 (1) andre punktum. Dersom slik tvungen overføring skjer «... innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen i § 6-11, skal tilbudsprisen skal legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen...», jf. verdipapirhandelloven § 6-22 (2). Samme paragraf gir et unntak for dette dersom «... særlige grunner...» tilsier en annen pris. Særlig grunner kan for eksempel være tilfeller der tilbudsprisen avviker markant fra aksjekursen av ulike årsaker. I disse tilfellene skal tvangsinnløsningen ha andre verdsettelsesprinsipper. For børsnoterte aksjer ble et slikt prinsipp etablert i Norway Seafood-dommen (Rt. 2003 s. 713) der Kjell Inge Røkke tvangsinnløste minoritetsaksjonærer etter et oppkjøp av Norway Seafood. Det ble først slått fast at aksjene skulle fastsettes etter «aksjenes virkelige verdi». Hovedspørsmålet

dreide seg så om aksjenes virkelige verdi skulle verdsettes på grunnlag av aksjenes omsetningsverdi (børskurs), eller selskapets underliggende verdier. Høyesterett slo fast at selskapets underliggende verdier måtte legges til grunn. Hvordan man skal verdsette selskapers underliggende verdier kan derimot være utrolig vanskelig, noe vi ser nærmere på i kapittel 5. I denne noe kontroversielle saken ble aksjenes underliggende verdi vurdert til 30,40 kr. per aksje. Dette var rundt 90 % høyere enn de 16,00 kr per aksje Røkke hadde tilbudt aksjonærene som løsningssum.

Poenget er at kjøper må være oppmerksom på at innløsningssummen i noen tilfeller kan bli vesentlige høyere enn tidligere gitt tilbudspris, eller aksjekurs. Hvorvidt det er aksjekursen eller selskapets underliggende verdier som skal være grunnlaget for innløsningssummen, vil i de fleste tilfeller bero på hva slags oppkjøp det er snakk om. Dersom det er snakk om en såkalt «squeeze-out» der majoritetsseier har hatt nærmere full kontroll over selskapet i lang tid før innløsning, og dette har påvirket aksjekursen, vil det i større grad rettferdiggjøre at det er selskapets underliggende verdier som legges til grunn. Dersom det er et normalt oppkjøp der det går relativt raskt fra majoritetsseiers siste vesentlige erverv og til tvangsinnløsning, taler det mer i retning av at aksjekursen skal legges til grunn (Andenæs et al. 2016).

Videre bør kjøper vite at dersom han har kommet seg til en aksjepost på mer 90 % ved et frivillig tilbud, kan tvangsinnløsning skje uten at det først er fremsatt et pliktig tilbud, jf. verdipapirhandelloven § 6-22 (3). Etter verdipapirhandelloven § 6-22 (3) nr. 1, nr. 2, og nr. 3 gjelder dette likevel bare om:

1. tvungen overføring iverksettes senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført,
2. løsningssummen tilsvarer minst det laveste beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud, og
3. det stilles tilsvarende garanti som ved fremsettelse av pliktig tilbud etter § 6-10 syvende ledd. Allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd gjelder ikke i den utstrekning det er stilt slik garanti

På noterte markeder er det mulig å søke om å få strøket selskapets aksjer fra markedet. Det er veldig situasjonsavhengig om markedsinstitusjonen velger å stryke aksjene eller ikke. Reglene er det markedene selv som står for. I Norge er det Euronexts «Rules of Euronext Regulated Markets» som gjelder for Oslo Børs og de andre regulerte markedene i landet. Som regel vil aksjene i et selskap ikke sees på som likvide nok for et marked (børs) dersom det er en aksjonær som nærmer seg en aksjepost på så mye som 90 %. Dersom det er få aksjonærer igjen som deler på de siste aksjene, vil dette også tale for at selskapet kan strykes fra børs. Hva minoritetsaksjonærer ønsker, kan også komme med i vurderingen (Oslo Børs, 2010). Se for øvrig Tabell 2 for Oslo Børs' oversikt over behandlede strykningssaker og deres utfall. Det at selskap kan strykes fra børs dersom majoritetsseier får en vesentlig stor post, vil i mange tilfeller legge press på de øvrige aksjonærene. Mange aksjonærer vil nemlig ikke være særlig interessert i å sitte på noen prosenter i et selskap som i all praksis er fullt kontrollert av én storaksjonær, samtidig som aksjene ikke er notert på børs og dermed ikke er like likvide. Mange vil derfor tenke at det er en god ide å komme seg ut av et selskap før strykning skjer.

selskap	Avstemningsresultat gen.fors. for/mot i %	Avstemningsresultat gen.fors. for/mot i antall stemmer	ant. aksjonærer/ børsposteiere	aksjonærsammensetning	Forutgående tilbud/ ikke tilbud	Utfall
Kosmos	88 / 12	alle min.aksj. tilstede stemte mot (tall mangler)	5707 / 495	To hov.aksj. 84,4%. Største min.aksj. 11,6%	tilbud	Nektet strøket
Jøtul	70,5/29,5		450/250	Hov.aksj. 66,7%. Største	tilbud	Nektet strøket
Kristiansand Dyrepark	85 / 15	10 / 10	267 / 64	Hov.aksj. 81%. To største min.aksj. 13,7%	tilbud	strøket
Fosen Trafikkselskap	87,6 / 12,4	13 / 5	672 børsposteiere	Hov.aksj. 74,5%. To største min.aksj. 13,7%	ikke tilbud, men del av fusjon	strøket
Namsos	72,1 / 27,7	186 / 45	1167 / 465		Ikke tilbud	Nektet strøket

Tabell 3: Oslo Børs. (2009). Strykningspraksisen til ulike strykningssaker på Oslo Børs. Legg merke til vurderingskriteriene; avstemningsresultat, antall aksjonærer og aksjesammensetning

6. Spesielt valg tema: Verdipapirhandelloven § 6-19 (2)

6.1 Introduksjon

6.1.1 Kort om verdipapirhandelloven § 6-19 (1)

Ifølge Hellebust er det først og fremst prisen kjøper må betale for målselskapet, som driver verdien av en M&A. For aksjeselskap er prisen kjøper må betale i utgangspunktet kun avhengig av kjøpers forhandlinger med aksjonærene. Dersom det er flere aksjonærer kan kjøper individuelt forhandle med disse, og er i sin rett til å tilby de forskjellige vederlag og avstå fra å gi tilbud på enkelte aksjer. Tilbudet fremsettes som regel etter vanlige kjøps- og avtalerettslige prinsipper.

For allmennaksjeselskap er derimot denne forhandlingsfriheten noe mer begrenset. Kjøper risikerer å måtte følge reglene i verdipapirhandellovens § 6-19 om frivillige tilbud (se underpunkt 5.3.2.4). Disse reglene skal anvendes dersom kjøpers tilbud om å kjøpe aksjer «... innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det», jf. verdipapirhandelloven § 6-19 (1). Dersom kjøper omfattes av bestemmelsen, har det en rekke konsekvenser. Han må bl.a. følge de nevnte reglene i verdipapirhandellovens §§ 6-12 til 6-18. Disse reglene gjør at fremsettelsen av et frivillig tilbud i seg selv blir dyrt, og det kan føles unødvendig når man må følge reglene igjen ved et eventuelt etterfølgende pliktig tilbud. Størst konsekvens for kjøper har likevel regelen i verdipapirhandelloven § 6-10 (9). Den sier «Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud.». Konsekvensene er store fordi regelen innebærer at det samme tilbudet må rettes til alle aksjonærer i selskapet (Bugge, 2011). Dersom kjøper sitt tilbud faller inn under § 6-19 (1) er han altså i utgangspunktet avskåret fra å kunne utelate noen aksjonærer i tilbudet, og samtlige må få like vilkår i tilbudet.

6.1.2 Kort om verdipapirhandelloven § 6-19 (2)

Verdipapirhandelloven § 6-19 (2) gir likevel et unntak fra å bli omfattet av verdipapirhandelloven § 6-19 (1). Verdipapirhandelloven § 6-19 (2) sier «Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre

tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold». For den videre redegjørelses skyld er det hensiktsmessig å dele opp ordlyden i to deler; del (1) og del (2). Del (1) forteller når unntaket gjelder, mens del (2) forteller når unntaket likevel ikke gjelder. Del (2) kan derfor sies å være et unntak fra unntaket. Delene ser slik ut:

- (1) Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere,
- (2) med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold

6.2 Nærmere om verdipapirhandelloven § 6-19 (2)

6.2.1 Del (1) av verdipapirhandelloven § 6-19 (2)

Ordlyden i del (1) gir et unntak fra verdipapirhandelloven § 6-19 (1) dersom tilbudet rettes særskilt til enkelte aksjonærer. Med dette åpner loven opp for at det eksisterer en viss forhandlingsfrihet for kjøper. Årsaken til at lovgiver åpner opp for dette kan forklares ved innsyn i lovens forarbeider. Da verdipapirhandelloven fra 1997 skulle fornyes, forklarte utvalget i NOU 2005:17 hensikten bak unntaksregelen ved å vise tilbake til betraktningene i NOU 1996:2 om hva som skal definere frivillige tilbud. Utvalget i NOU 1996:2 skrev at de i samsvar med utvalget i NOU 1991:25, la til grunn at frivillige tilbud er tilbud som har «... preg av å være en markedsmessig henvendelse mer enn en henvendelse overfor enkeltpersoner...». Med dette mener altså utvalget at frivillige tilbud avgrenses mot de tilbud som ikke er av mer markedsmessig natur og rettet mot individuelle enkeltaksjonær. Utvalget virker således å ønske at tilbyder skal ha en rett til å gi tilbud til enkeltaksjonærer så lenge det ikke er av markedsmessig natur.

Ovennevnte understøttes av hva utvalget i NOU 1991:25 anførte. I deres syn på frivillige tilbud, understrekte utvalget hvordan man må skille frivillige tilbud fra de «ordinære» tilbud som fremkommer. Utvalget sa at frivillige tilbud «... må avgrenses mot *enkeltstående* henvendelser som rettes til en enkelt eller noen aksjonærer og som vil være gjenstand for reelle forhandlinger mellom partene, dvs. mellom den potensielle kjøper og selger...». På bakgrunn av dette skal kjøper

som utgangspunkt altså få lov til å forhandle og gi tilbud til enkelte eller flere individuelle aksjonærer, uten at kjøper må gi et frivillig tilbud. Utfordringen for lovgiver er at tilbyder (kjøper) potensielt kan utnytte dette. Gjerne ved å gi tilbud til flere aksjonærer samtidig som han påstår at tilbudet har oppstått via forhandlinger, selv om det reelt sett ikke har det. Om noe er en forhandling eller ikke, kan i mange tilfeller være vanskelig å definere. Et forsøk på det vil ofte være relativt og bero på situasjonsbestemte faktorer og skjønnsmessige vurderinger.

6.2.2 Del (2) av verdipapirhandelloven § 6-19 (2)

6.2.2.1 Introduksjon

I utvidelsen av ovennevnte betraktninger, virker det som at del (2) i ordlyden skal sikre at tilbyder ikke utnytter det nevnte skjønnsmessige forhandlingselementet. Unntaket fra unntaket ser ut til å være tatt inn for å sikre at dersom tilbudet ikke er gjenstand for reelle forhandlinger med de enkelte individuelle aksjonærene, så må reglene i verdipapirhandelloven § 6-19 (1) fortsatt gjelde. Spørsmålet er hvor streng lovgiver har ønsket å være for å sikre at tilbyder ikke skal kunne omgå hensikten med reglene. For å finne ut av dette, er det greit å først redegjøre for de tre vilkårene i del 2 av verdipapirhandelloven § 6-19 (2):

- (1) Samtidig
- (2) I sammenheng
- (3) Samme innhold

Før det redegjøres for disse vilkårsbegrepene er det greit å klargjøre at vurderinger om en ny verdipapirhandellov i NOU 1991:25 og NOU 1996:2 ikke brukte begrepet «samtidig», men heller brukte begrepet «under ett». Utvalgenes forslag til en bestemmelse om unntak fra å gjøre frivillig tilbud, var i NOU 1991:25:

«Bestemmelsene i første og fjerde ledd gjelder ikke tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjonærer med mindre tilbudene fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold».

og i NOU 1996:2:

«Bestemmelsene i §§ 4-13 til 4-15 gjelder tilsvarende ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det, unntatt når

1. tilbudet rettes særskilt til enkelte aksjonærer, og
2. tilbudet ikke fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.»

I tillegg var det en nokså lik bestemmelse i den opprinnelige kunngjorte versjonen til børsforskriften av 1994. Denne børsforskriftens § 7-1 (1) andre punktum lød:

«Reglene om overtagelsestilbud gjelder likevel ikke tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjonærer, med mindre tilbudene fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.»

6.2.2.2 Vilkår (1): «samtidig»

Innst.O.nr.83 (1996–1997) erstattet bruken av begrepet «under ett» med begrepet «samtidig», og dette fulgte inn i verdipapirhandelloven av 1997. «Samtidig» har vært brukt siden, og det fremkommer ikke av noen rettskilder hvorfor slik erstatning skjedde. Det kan stilles spørsmål til om bestemmelsens betydning faktisk ble noe ulik ved å endre ordlyden på denne måten. Uansett bør begrepet «samtidig» sammenstilles med det tidligere brukte begrepet «under ett», fordi de nyeste forarbeidene klart henviser til tidligere arbeider om tilsvarende bestemmelser uten å nevne denne forskjellen. De tilsvarende bestemmelsene ser også ellers nokså like ut.

Nyere forarbeider og etterarbeider gir ikke konkrete forklaringer på hva som ligger i samtidighetsvilkåret (1). Derimot omtales vilkåret til en viss grad i NOU 1991:25. Utvalget omtaler forståelsen av «under ett» på følgende måte: «Tilbudet kan fremsettes *under ett* overfor aksjonærene, f.eks ved offentlige kunngjøring på børsen, i dagspressen mv.». På bakgrunn av denne uttalelsen kan det virke som om «under ett» betyr at aksjonærene mottar tilbudet samtidig og i tillegg på samme sted. I eksemplene blir nemlig tilbud både gitt av kjøper og mottatt av selger, på samme upersonlige offentlige sted. Det kan derfor drøftes hvorvidt det

faktisk foreligger et stedslement i vilkåret. Det er naturlig å tenke at børskunngjøringer og aviser er samme «sted», selv om informasjonen kan distribueres via forskjellige digitale skjermer eller flertalls aviser.

Dersom meningen til dagens bruk av «samtidig» skal tilsvare datidens bruk av «under ett», er det på bakgrunn av ovennevnte vanskelig å avgjøre hva vilkåret faktisk er ment å bety. Kanskje årsaken til at «samtidig» ble tatt inn istedenfor «under ett», var at lovgiver ønsket å fjerne det potensielt forvirrende stedslementet i vilkåret. Dette blir i så fall kun spekulasjoner. I forelesinger til Morten Kinander i BI-faget «Oppkjøp og fusjoner» har et slikt stedslement ikke vært spesifikt nevnt, og det legges dermed til grunn i det videre at samtidighetsvilkåret kun har et tidselement.

Spørsmålet blir dermed hva som definerer samtidig. Ordet samtidig betyr naturligvis at noe skal skje på samme tidspunkt, men spørsmålet blir likeså hva som definerer samme tidspunkt. Reelle hensyn tilsier at dette bør sees i sammenheng med aksjemarkedets aktiviteter. Med dagens moderne informasjonsteknologi og markedets mulighet til å gjøre raske avgjørelser i løpet av en dag, er det naturlig å fastslå at vilkåret «samtidig» i hvert fall ikke bør bety noe mer enn maks én dag. Hvor mye mindre enn én dag vilkåret bør gjelde, er det derimot noe vanskeligere å avgjøre. Såkalte «day traders» kan handle aksjer på børs fra et minutt til et annet. Noen av de vil kanskje definere samtidig som en forskjell på «maks et sekund». Hensikten bak bestemmelsen i sin helhet bør derfor brukes i hver enkelt tilbudssituasjon, for å se om samtidighetsvilkåret er oppfylt. Det vil dermed være et visst rom for skjønn i vurderingen (se underpunkt 6.3).

6.2.2.3 Vilkår (2): «i sammenheng»

Videre må vilkåret «i sammenheng» (2) bety at tilbudene er forbundet med hverandre. Det er ikke helt klart hvor langt utvalget i NOU 1991:25 går i å forklare hva «i sammenheng» faktisk betyr. Etter utvalgets tidligere nevnte eksempel om «under ett», fortsetter utvalget med «Markedsføringen kan også skje ved koordinerte henvendelser til de enkelte aksjonærer, for eksempel ved masseutsendelser basert på aksjonærregistret.». Det kan ikke konkluderes her, men det er mulig at dette er et forsøk på å eksemplifisere hva sammenhengs-

vilkåret vil omfatte. Å gi tilbud til aksjonærene basert på aksjonærregisteret må sies å være «i sammenheng». Tilbudene er åpenbart forbundet med hverandre dersom de er gitt ut basert på en samlet liste av aksjonærene. Videre bør det fastslås at tilbud som gis samtidig, nødvendigvis også må være «i sammenheng». Det skal vanskelig gjøres at tilbud som gis til samme tid ikke er i sammenheng, da valget av tid for å sende ut tilbud sannsynligvis vil være en del av tilbyders strategi. Tilbyder er således den som «forbinder» budene ved at de er laget i forbindelse med en felles strategi. Uansett virker begrepet «i sammenheng» å være relativt åpent for utvidet tolkning, og det vil derfor være rom for at mange type tilbud faller inn under dette begrepet. Det gjelder nok her, som ved det første vilkåret (1), at hensikten bak bestemmelsen i sin helhet bør brukes som argument i hver enkelt tilbudssituasjon for å se om vilkåret er oppfylt. Det vil dermed også her være et visst rom for skjønn i vurderingen.

6.2.2.4 Vilkår (3): «samme innhold»

Til slutt har vi vilkår (3) «samme innhold». Spørsmålet er hvor innskrenkende tolkningen av dette vilkåret bør være. På den ene siden er det lite hensiktsmessig om «samme innhold» skal bety at tilbudene må være like helt ned til hver enkelt bokstav eller tall. På den andre siden er det lite hensiktsmessig å la det være helt opp til subjektive meninger å vurdere hvorvidt innholdet egentlig er det samme, dersom det er store forskjeller i tekst eller tall. Det er vanskelig å konkludere med noe annet enn at det også her må sees til meningen bak bestemmelsen i sin helhet. Hver enkelt situasjon må sees i sammenheng med hvordan tilbudet faktisk fremstår. Det viktigste i med «innholdsvilkåret» bør være å se om tilbudene «reelt sett» er de samme. Det viktigste innholdet i et tilbud vil i de fleste tilfeller være prisen. Et tilbud på 10.000 kroner per aksje for 10.000 aksjer er i praksis (reelt sett) det samme som et annet tilbud på 10.001 kroner per aksje. Selv om det nominelt åpenbart er en forskjell (10.000 kroner), er den prosentvise forskjellen på budet tilnærmet ingenting (0,01 %). Derimot bør et tilbud på 10 kroner per aksje for 10.000 aksjer ansees å reelt sett ikke ha samme innhold som et tilbud på 11 kroner per aksje. Den nominelle forskjellen er her den samme som i eksempelet over (10.000 kroner), men den prosentvise forskjellen er derimot vesentlig (10,00 %). Videre kan tilbud være betinget av ulike kriterier i tekstform, som vil være vanskeligere å sammenligne enn tall. Det kan være fornuftig å fastsette

oppfyllelse av vilkår (3) basert på om forskjellen i innholdet er «helt ubetydelig» eller ikke. Dersom forskjellen på tilbudene er helt ubetydelig, bør tilbudene ansees som å ha «samme innhold», og vilkåret er dermed oppfylt. Dersom forskjellen derimot ikke er «helt ubetydelig», kan det tale mer for at vilkåret ikke er oppfylt. Det bør nok likevel også her sees på hensikten bak bestemmelsen i sin helhet, og bruke den som argument i hver enkelt tilbudssituasjon for å se om vilkåret er oppfylt. Det vil dermed også her være rom for skjønn i vurderingen.

6.3 Samtidig eller i sammenheng og samme innhold

6.3.1 Introduksjon: Tolkning av ordlyden i sin helhet

Det er allerede redegjort for at unntaket i verdipapirhandellovens § 6-19 (2) del (1), gjelder dersom tilbud er rettet særskilt til enkelte aksjonærer. Etter gjennomgangen av hvert av de enkelte vilkårene i bestemmelsens del (2), kan det nå redegjøres for unntaket på unntaket i sin helhet.

Del (2) i verdipapirhandelloven § 6-19 (2) bestemmer når tilbyder likevel ikke får unntak fra å følge reglene om frivillige tilbud, selv om tilbudet er rettet særskilt til enkelte aksjonærer. Ved første øyekast er det likevel ikke helt enkelt å se om ordlyden som foreligger, danner kumulative vilkår eller alternative vilkår. Del (2) sier: «... med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold». Det ser ut til at dette språklig sett kan tolkes på to ulike måter. Disse måtene kalles her «tolkning (A)» og «tolkning (B)»:

(A) med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng,
og har samme innhold

(B) med mindre tilbudet fremsettes samtidig,
eller i sammenheng og har samme innhold

Dersom det er tolkning (A) som er riktig, foreligger det to kumulative vilkår. Med denne tolkningen må begge vilkårene være oppfylt for at unntaket på unntaket skal gjelde. Etter tolkning (A) er det første vilkåret at tilbudet fremsettes

«samtidig eller i sammenheng». Det andre vilkåret er at tilbudet som fremsettes «har samme innhold».

Dersom det er tolkning (B) som er riktig tolkning foreligger det to alternative vilkår. Med denne tolkningen holder det at et av vilkårene er oppfylt, for at unntaket på unntaket gjelder. Etter tolkning (B) er det første vilkåret at tilbudet fremsettes «samtidig». Det andre vilkåret er at tilbudet fremsettes «i sammenheng og har samme innhold».

Den rettslige problemstillingen er hvorvidt den riktige tolkningen av verdipapirhandellovens § 6-19 (2) del (2) er tolkning (A) eller tolkning (B).

6.3.2 Tolkning etter språkregler

Svaret på problemstillingen beror seg altså på hvor i ordlyden et mulig kommategn burde stå. Det er naturlig å først undersøke om det er en av tolkningene som språklig sett er mer riktig enn den andre.

For å unngå en dyp grammatisk analyse, ble det forespurt en språklig løsning fra forfatter, journalist og språkeksperter Magnus Braaten (se vedlegg 10.4). Braaten var i selskap med flere andre journalister, og de var ifølge han enstemmige i sin sak: «Dette er faktisk veldig interessant! Loven er umulig å tolke. Det er to mulige betydninger...». En tolkning av loven er selvsagt ikke umulig, men Braaten fikk fortsette: «Det foreligger ingen språkregler som kan svare på hvilket alternativ som er riktig. Du skapte for øvrig en god fagdiskusjon i leiren vår. Det var en som mente at det mest naturlige ville være å tolke det som tolkning (A), fordi han «følte» at det forelå en ekstra innskutt leddsetning». Braaten konkluderer altså med at dette språklig sett kan tolkes i begge retninger.

En tid etter dette ble det også opprettet kontakt med Språkrådet (se vedlegg 10.5). De uttalte følgende: «Språklig er det ikke noe feil ved noen av de to formulerte tolkningene, så det bør altså omformuleres for at det skal bli klart hva som er ment».

På bakgrunn av språkekspertenes betraktninger kan det bemerkes at det er noe besynderlig at lovgiver språklig sett virker å ha bommet, og aldri fått rettet dette opp. Setningen burde ha inneholdt et ekstra komma for å språklig gi loven den faktiske meningen den var tiltenkt.

6.3.3 Tolkning etter rettskildelære

Det må altså brukes rettskildelære for å finne svaret på problemstillingen.

Tilsvarende bestemmelse som i dagens verdipapirhandellov § 6-19 (2) har ikke i noen av de historiske lovene inneholdt et kommategn. Ingen av lovens nyere forarbeider eller etterarbeider inneholder heller noe kommategn i sin omtalelse av bestemmelsen. Det finnes dermed dessverre ingen antydninger om hvordan dette skal tolkes i moderne ordlyd. Derimot er det interessant å se tilbake til det historisk første stedet bestemmelsen omtales i rettskilder. I forbindelse med sitt forslag til en bestemmelse om frivillige tilbud, ga utvalget i NOU 1991:25 en lengre beskrivelse av hvordan «ordinære» tilbud bør avgrenses mot de frivillige tilbud. Utvalget avslutter sitt tredje avsnitt under «Til § 5C. Frivillige tilbud» i kapittel 12 med følgende:

«Bestemmelsene i utkastet § 5C jf § 5B, bør derfor også gjelde tilbud som fremsettes særskilt overfor enkelte aksjonærer forutsatt at tilbudet fremsettes under ett eller i sammenheng, og har samme innhold, jf femte ledd.»

I forklaringen på hva som bør være definert som et frivillig tilbud, bruker utvalget altså et kommategn etter «i sammenheng», og det kan således være en indikasjon på at tolkning (A) er den riktige tolkningen. At ordlyden i utvalgets avsnitt er en form for speilvendt formulering enn selve bestemmelsen er av ingen betydning, da vilkårene er akkurat de samme.

På bakgrunn av ovennevnte kommaplassering, kan det være fristende å allerede her konkludere med at tolkning (A) er gjeldende. Det blir likevel litt for simpelt. Dette er både første og siste gang i rettskilder der ordlyden i del (2) er skrevet med et komma. Selv de tre etterfølgende stedene utvalget i NOU 1991:25 omtaler

bestemmelsen, er ikke kommaet med. Det fremkommer heller ingen steder hvorfor kommaet ikke ble brukt noe mer etter den første gangen. Dette betyr at en konklusjon på den rettslige problemstillingen foreløpig må vente.

Det er allerede redegjort kort for at lovgiver ønsket å avgrense markedsmessige henvendelser (frivillige tilbud), mot henvendelser som ikke er av markedsmessig natur og rettet mot individuelle enkeltaksjonærer. Utvalget i NOU 1996:2 forklarte nærmere: «... En slik markedsmessig henvendelse vil normalt være rettet under ett til alle eller større deler av aksjonærene i et selskap. Både antall aksjonærer henvendelsen rettes til og henvendelsens utforming, bør imidlertid ha betydning for vurderingen av henvendelsens karakter». Denne uttalelsen kan kaste noe lys over hvilke av vilkår (1), (2) og (3) som skal være forbundet med hverandre. Det virker som om utvalget mener at frivillige tilbud i hovedsak er de markedsmessige henvendelsene som er «rettet under ett til alle eller større deler av aksjonærene». Dette er altså knyttet direkte til vilkår (1) «samtidig» og vilkår (2) «i sammenheng». Når utvalget begynner med å si at det normalt er dette som er et frivillig tilbud, virker det som at deres etterfølgende setning er et slags subsidiært element som bør sjekkes for å bekrefte at et tilbud er av markedsmessig karakter. Utvalget forsetter nemlig med å si «Både antall aksjonærer henvendelsen rettes til og henvendelsens utforming, bør imidlertid ha betydning for vurderingen av henvendelsens karakter». At utvalget forteller at antall aksjonærer skal være et vurderingselement, er noe overraskende. Dagens ordlyd i bestemmelsene av verdipapirhandelloven § 6-19 sier ikke noe om at antallet aksjonærer skal være avgjørende for om et tilbud skal sees på som et frivillig tilbud. Det er interessant i seg selv, men kan ikke tillegges annet enn at antallet aksjonærer bør tas med i vurderingen av det helhetlige situasjonsbilde. Det som derimot er interessant for tolkningen av verdipapirhandelloven § 6-19 (2) er utvalgets bruk av «henvendelsens utforming». Utvalget mener at henvendelsens utforming bør være en slags sjekk for om tilbudet er av markedsmessig karakter. Det er ikke ufornuftig å konkludere med at «henvendelsens utforming» gjelder tilbudets faktiske innhold, og ikke for eksempel formkrav. I så fall kan det gjøres en slutning om at «henvendelsens utforming» faktisk har en direkte sammenheng med vilkår (3) «samme innhold».

Dersom den ovennevnte delkonklusjonen er riktig, ser det altså ut til at utvalget i NOU 1996:2 har en formening om hvordan de ulike vilkårene skal sees i sammenheng. De mener i så fall at tilbud som er gitt samtidig eller i sammenheng, i utgangspunktet er av markedsmessig karakter, men at dette bør sjekkes ved å se om innholdet i tilbudene er det samme. Tilbud av markedsmessig karakter, som eksemplifiserte «kunngjøring på børsen eller i dagspressen», har nemlig alltid samme innhold. Fordi utvalget kun bruker disse eksemplene, virker det som at de mener at tilbud som er av markedsmessig karakter, oftest vil være tilbud med samme innhold.

At innholdet bør sjekkes, kommer trolig av utvalgets sterke ønske om å bare regulere de tilbud som faktisk er markedsmessige. Utvalgets syn er at det er «... de generelle markedsmessige tilbud som bør reguleres». Videre sier de: «Utvalgets standpunkt medfører bl.a. at oppkjøp av større aksjeposter gjennom direkte kontakt med megler eller enkelte aksjonærer, ikke vil omfattes av de regler som foreslås nedenfor». De anfører altså et klart skille mellom markedsmessige tilbud og de henvendelsene som faktisk gjøres individuelt til aksjonærene. I praksis kan det likevel være utfordrende å faktisk skille «direkte kontakt» fra «markedsmessige henvendelser». Dersom tilbyder for eksempel sender e-post, ringer eller møter svært mange av aksjonærene en etter en for å tilby kjøp av aksjene, er tilbudene teknisk sett bare fremsatt gjennom direkte kontakt. Den vanskelige avgjørelsen blir i slike tilfeller å bestemme når grensen for «markedsmessig henvendelse» er passert. Er det når to aksjonærer har fått slike tilbud? Er det når ni aksjonærer har fått tilbud? Hva med når 25 aksjonærer har fått tilbud? Det vil i tillegg være vanskelig å definere hvilke av aksjonærene som representerer «større aksjeposter».

Fordi det er utfordrende å avgjøre ovennevnte, virker lovgiver å ha et ønske om at det foretas den nevnte sjekken av innhold. Dersom disse tilbudene direkte til aksjonærene har samme innhold, mener trolig lovgiver at det oftest vil være snakk om en markedsmessig henvendelse. Dette kan antas også med bakgrunn i at hensikten til lovgiver er å skille standardiserte henvendelser fra reelle forhandlinger. Utvalget i NOU 1991:25 omtaler nemlig frivillige tilbud med å si «Bestemmelsene i utkastets § 5C omfatter i utgangspunktet alle former for

standardiserte henvendelser...». Før de senere fortsetter med «Slike tilbud må avgrenses mot *enkeltstående* henvendelser som rettes til en enkelt eller noen aksjonærer og som vil være gjenstand for reelle forhandlinger mellom partene, dvs. mellom den potensielle kjøper og selger. Både antallet personer som henvendelsen rettes til og henvendelsens utforming, kan ha betydning for vurderingen av henvendelsens karakter». Utvalget sier med dette at reelle forhandlinger ikke vil innebære standardiserte henvendelser; altså tilbud med samme innhold. Dette mener de trolig med den tanke at det er noe underlig om potensiell kjøper (tilbyder) gjennom direkte forhandlinger med mange potensielle selgere (aksjonærer), forhandler seg frem til de eksakt samme vilkårene hos alle aksjonærene. Man kan fundere på hva som ville vært meningen med å gjennomføre forhandlinger, dersom de alle ender opp med samme utfall. Bare i de tilfeller der aksjenes underliggende verdier er unormalt enkle å verdsette presist, er det naturlig at de forhandlede vilkårene kan ende opp som det samme i ulike tilbud.

Utfordringen for lovgiver blir i et slikt tilfelle å lage en bestemmelse som skal fange opp de riktige tilfellene. En streng ordlyd vil åpne opp for å forby for mange av tilfellene som faktisk er reelle forhandlinger. En mild ordlyd vil åpne opp for å tillate for mange av de tilfellene som ikke er reelle forhandlinger. Det virker som om lovgiver har ønsket å lage en ordlyd som ligger et sted imellom mild og streng. Lovgiver har trolig ment at det vil være tilstrekkelig å omfatte de tilbud som har «samme innhold», fordi reelle forhandlinger i de fleste tilfeller nettopp ikke vil resultere i et tilbud med samme innhold. Dersom tilbyder retter tilbud til ti aksjonærer og prisen i tilbudene alle er ulike og mellom 40-60 kroner aksjen, er det rimelig å stole på at tilbudet er gitt gjennom reelle forhandlinger. Dersom tilbyder derimot retter tilbud til ti aksjonærer med en lik pris på 50 kroner aksjen, er det vanskeligere å stole på at det er gjort reelle forhandlinger. Vilkår (3) «samme innhold» må ha vært vurdert strengt nok av lovgiver til å fange flesteparten av de tilbud som ikke er gjort etter reelle forhandlinger. Samtidig er det så strengt at de tilbud som er gjort etter reelle forhandlinger, men som har endt opp med samme resultat, også vil bli fanget av vilkåret. Vurderingen til lovgiver virker å være at sistnevnte forhandlinger skjer såpass sjeldent og har så lite for seg, at det ikke er et problem at de også blir omfattet.

Basert på dette kan det konkluderes med at tolkning (B) ville gått langt utover lovgivers hensikt med bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-19 (2). En slik tolkning vil gjøre at alle tilbud som blir gitt samtidig, skal defineres som frivillige tilbud. Dette vil fange opp alle samtidige tilbud, selv om de ble gitt i forbindelse med forhandlinger. Dette er ikke i tråd med lovgivers uttalte ønsker. Lovgiver ønsker klart å fange opp de tilbud som kommer samtidig eller i sammenheng, men bare dersom de også har samme innhold. Dersom verdipapirhandelloven § 6-19 (2) er ment tolket så strengt som tolkning (B), er det noe rart at det utenom forarbeidene ikke foreligger noen kjente rettskilder som omtaler problemstillingen. Dette støttes av to anonymiserte advokater som har erfaring fra flere M&A. De stilte seg begge to bak meldingen fra «Advokat 1»: «Dette er en problemstilling verken jeg personlig har gitt detaljerte råd om, eller sett noen andre her gi detaljerte råd om. Våre klienter blir anbefalt å følge reglene om frivillige tilbud i alle tilfeller der de ønsker å gi ut tilbud til markedet om å erverve seg til over grensene for tilbudsplikt. Jeg har heller ikke sett juridisk teori om dette.». At det tilsynelatende ikke foreligger verken rettspraksis, forvaltningspraksis, privat praksis eller juridisk teori på hvordan dette skal tolkes, forsterker argumentet om at tolkning (B) er for streng. Tolkning (B) ville nemlig gjort det helt uunngåelig å gi detaljerte juridiske råd om bestemmelsen. Samtidige forhandlinger om aksjer i et børsnotert selskap, skjer åpenbart ofte. Av samme årsak burde det ha foreligget dommer eller tvister som omtalte bestemmelsen mer detaljert. Tolkning (B) forkastes dermed som en mulig tolkning av verdipapirhandellovens § 6-19 (2) del 2.

Basert på uttalelser i forarbeidene er det mest nærliggende å tro at vilkår (3) «samme innhold», er et vilkår som må være oppfylt for at tilbudet ikke skal sees på som reelle forhandlinger. I så tilfelle må tolkningen være at vilkår (1) «samtidig» og vilkår (2) «i sammenheng» stilles sammen som det første kumulative vilkåret, og at vilkår (3) er det andre kumulative vilkåret i verdipapirhandellovens § 6-19 (2) del (2). Konklusjonen må derfor være at tolkning (A) er den korrekte måten å tolke unntaket på unntaket i verdipapirhandelloven § 6-19 (2):

(A) med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng,
og har samme innhold

For kjøper bør det likevel bemerkes at bruken av bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-19 (2), bør gjøres med en helhetlig vurdering av totalsituasjonen i tilbudet. Utvalget i NOU 2005:17 skrev om den tilsvarende tidligere bestemmelsen: «Utvalget finner grunn til å bemerke at vurderingen av om tilbudet er et frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven § 4-18 vil være skjønnsmessig. Etter omstendighetene vil et tilbud som rettes til så få som to aksjeeiere kunne anses som et frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven § 4-18». Det kan spekuleres i om lovgiver ikke har satt et komma i bestemmelsens del (2) nettopp fordi det skal gjøres en skjønnsmessig vurdering. Det kan se ut til å foreligge et sterkt ønske om at alle vilkårene i bestemmelsen skal sees i lys av hverandre, og situasjonen som helhet. Det understøttes også av utvalget i NOU 1991:25, som sier «Både antallet personer som henvendelsen rettes til og henvendelsens utforming, kan ha betydning for vurderingen av henvendelsens karakter». Et eksempel er dersom det ikke er helt sikkert om vilkår (1) «samtidig», er oppfylt. Vilkår (3) «samme innhold» bør da bli tolkes mer utvidende til å kunne gjelde tilfeller der det foreligger forskjeller i innholdet. Et annet eksempel er dersom det er helt klart og tydelig at tilbud er rettet «særskilt til enkelte aksjonærer». I et sånt tilfelle bør trolig vilkår (3) tolkes mer innskrenkende i retning av å bare være oppfylt dersom innholdet i tilbudene er helt uten noen form for forskjeller. To tilbud på henholdsvis 1.000 kroner og 1.010 kroner bør da bli tolket til å ikke være av «samme innhold». Er det derimot 20 forskjellige tilbud i intervallet 1.000 kroner – 1.010 kroner, kan det på bakgrunn av antallet aksjonærer, tolkes mer i utvidende retning til at det er «samme innhold». Reelle hensyn blir altså viktig i avgjørelsen av hvordan tilbudene skal tolkes.

Dersom kjøper vil unngå å følge reglene om frivillige tilbud, bør han derfor alltid vurdere hensikten bak reglene når han gir tilbud til flere aksjonærer. NOU 1991:25 forteller følgende om hensynene bak frivillige og pliktige tilbud (oppkjøpstilbud): «Reglene om oppkjøpstilbud i utkastets § 5C jf § 5B, er utformet med henblikk på å sikre de vanlige investorer i verdipapirmarkedet...». Kjøper bør derfor se hvordan de vanlige investorene vil bli påvirket av tilbudet,

fordi lovgiver ønsker at disse skal ha en særegen beskyttelse når de handler verdipapirer. Han bør se om tilbudene, fra en vanlig investors perspektiv, bærer et «... preg av å være en markedsmessig henvendelse mer enn en henvendelse overfor enkeltpersoner...», jf. NOU 1996:2.

Konklusjonen er at verdipapirhandelloven § 6-19 (2) skal tolkes som om den har følgende ordlyd: «Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng, og har samme innhold»

7. Optimalisere M&A: Verdipapirhandelloven § 6-19 (2)

7.1 Introduksjon

For å drøfte om det finnes et uforløst potensial i å bruke verdipapirhandelloven § 6-19 (2) til å optimalisere en M&A, vil det være hensiktsmessig å først ta fatt på hvordan en mulig optimalisering vil se ut fra et selskapsperspektiv. I dette tilfelle er spørsmålet direkte hvorvidt kjøper kan oppnå større verdi i en M&A, dersom han bruker verdipapirhandelloven § 6-19 (2) for å gjøre en optimal oppkjøpsstrategi. Det er deretter nødvendig å se på hvordan en slik optimalisering vil påvirke samfunnet. I dette tilfelle må det redegjøres for om optimaliseringen kan forsvares samfunnsøkonomisk, og at den ellers ikke vil negativt påvirke samfunnets nytte til det uforsvarlige. Dersom samfunnet ikke godtar den tenkte optimaliseringen, kan det tenkes at det vil bli forsøkt stoppet, for eksempel politisk.

7.2 Utnyttelse av forhandlingsfriheten i det frivillige tilbudet

7.2.1 Introduksjon

I intervjuene med Hellebust og Løvenskiold mener de begge at det som skaper mest verdi for kjøper i en M&A, er vederlaget som må betales for å erverve målselskapet. Løvenskiold mener at det viktigste målet til kjøper alltid er «... å få målselskapet så billig som mulig». Hellebust fortalte «... prisen kjøper betaler er som regel det viktigste kriteriet i avgjørelsen av om en M&A er vellykket eller

ikke. Jeg vil derfor påstå at forhandlingene er det elementet som kan drive mest verdi i en M&A». Med disse uttalelsene som utgangspunkt er det verdt å se nærmere på om bruken av verdipapirhandelloven § 6-19 (2) kan skape verdi i en M&A. Fordi verdipapirhandelloven gjelder selskap som har aksjene sine notert på regulerte markeder, vil betraktningene være mest relevant for allmennaksjeselskap.

7.2.2 Selskapsperspektivet

Som tidligere nevnt (se underpunkt 5.3.2.4) risikerer tilbyder (kjøper) å måtte følge reglene om frivillige tilbud når han gir tilbud om å erverve aksjer som er notert på børs. Frivillige tilbud kan bli kostbare hovedsakelig av to årsaker. Den ene årsaken er transaksjonskostnader (se underpunkt 4.3), som gjerne er forbundet med bestemmelsene i verdipapirhandellovens §§ 6-12 til 6-18. Den andre årsaken er at samtlige aksjonærer skal likebehandles (se underpunkt 6.1.1). At de skal likebehandles innebærer at alle aksjonærer må få tilbudet, samt at innholdet i tilbudet skal likt hos alle aksjonærene. For kjøper betyr dette altså at han ikke har frihet til å gi hva slags tilbud han vil til hvilke aksjonærer han vil.

Forhandlingsfriheten til kjøper er altså innskrenket dersom han må følge reglene om frivillige tilbud. Det er tidligere forklart at med en innskrenket forhandlingsfrihet, så mister kjøper også sin forhandlingskraft. Med lite forhandlingskraft vil vederlaget kjøper må betale, sannsynligvis bli høyere enn det ville vært med normal forhandlingskraft. Kjøper i en M&A mister altså dermed den potensielle verdien det ligger i å kunne forhandle. Som nevnt mener Hellebust at verdien fra forhandlingene ofte er det som driver verdien av en M&A i størst grad. Verdipapirhandelloven § 6-19 (1) ser altså ut til å blokkere potensiell verdi i en M&A. Både ved å skape transaksjonskostnader, og ved å redusere kjøpers forhandlingsfrihet.

Kjøper kan derfor være glad for at verdipapirhandelloven § 6-19 (2) unntar visse typer tilbud fra reglene om frivillige tilbud. Som tidligere nevnt unntar bestemmelsen «... tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold». Når kjøper omfattes av unntaket vil dermed transaksjonskostnadene forbundet med de

frivillige tilbud, ikke oppstå. I tillegg vil kjøper ha nevnte forhandlingsfrihet. I hvilken utstrekning tilbud skal omfattes av unntaket, avgjøres likevel av hvordan regelen tolkes.

Hvordan verdipapirhandelloven § 6-19 (2) skal tolkes, avgjør hvor stor forhandlingsfrihet kjøper faktisk har. Tolkningen er nærmere redegjort for i kapittel 6. Tolkning (B) vil begrense kjøpers forhandlingsfrihet i stor grad. Tolkning (A) åpner derimot opp for at kjøper i mye større grad kan forhandle fritt med aksjonærer. Det er ikke utenkelig at potensielle kjøpere i markedet tolker bestemmelsen i retning tolkning (B), spesielt når redegjørelse for bestemmelsen ikke virker å foreligge i praksis. Dette er i så tilfelle uheldig fordi kjøper innskrenker sin egen forhandlingsfrihet. Dersom kjøper derimot blir rådet til at tolkning (A) er den riktige tolkningen av bestemmelsen, kan han benytte seg av potensialet i den foreliggende forhandlingsfriheten. Videre er det heller ikke utenkelig at kjøpere som allerede tolker bestemmelsen i retning (A), tolker bestemmelsen for strengt. Kanskje er de ikke klar over hvor stor den forhandlingsfriheten som foreligger faktisk er.

Kjøper som bruker tolkning (B) kan ikke forhandle med noen aksjonærer samtidig, ei heller forhandle med aksjonærer i sammenheng hvis tilbudet i forhandlingene er av samme innhold. Dette gjør at kjøper som ikke vil følge reglene om frivillig tilbud, i alle praktiske tilfeller der aksept vil ta han over grensen for tilbudsplikt, bare kan gi tilbud til én aksjonær av gangen. Dersom han venter til tilbudene ikke er samtidig lenger, må han uansett passe på at de ikke har samme innhold. Tilbudene han gir er nemlig i sammenheng dersom de inngår i den samme oppkjøpsstrategien. Flexibiliteten til kjøper er altså liten. Med denne tolkningen er kjøper av alle praktiske hensyn avskåret fra å kunne tilegne seg flere større aksjeposter over en kort periode.

Dersom kjøper derimot bruker tolkning (A) er det klart at flexibiliteten som foreligger er mye større. Han har frihet til å forhandle med ulike aksjonærer, selv uten å følge reglene om frivillige tilbud. Det eneste han må passe på er at dersom han samtidig eller i sammenheng gir ut tilbud i forbindelse med forhandlingene, så må innholdet være forskjellig. De tidligere omtalte skjønsmessige

vurderingene av vilkårene i kapittel 6, bestemme hvorvidt tilbud skal betraktes som frivillige eller ikke. Etter å ha redegjort for verdipapirhandelloven § 6-19 (2) ser det ut som om kjøper i de aller fleste tilfeller der forhandlingene er reelle, er unntatt fra å måtte følge reglene om frivillige tilbud. At kjøper tilsynelatende har en relativt stor forhandlingsfrihet, er noe han bør utnytte for å skape mer verdi i ett oppkjøp.

Å sende ut flere tilbud samtidig kan være en stor fordel i oppkjøpssituasjoner. Dersom kjøper er en sterk forhandler og «spiller kortene sine riktig», kan han minimere vederlaget ved ervervet av aksjene og samtidig oppnå kontroll. Som tidligere nevnt vil aksjonærer legge inn en kontrollpremie dersom de ser at tilbyder forsøker å ta kontroll over selskapet. Ved å forhandle med flere aksjonærer samtidig, kan kjøper unngå å vise at han står i en eventuell posisjon til å oppnå kontroll i selskapet. En NDA (se underpunkt 5.3.1.1.1) før forhandlingene kan bidra til å holde samtalene fortrolige, så ikke «ryktebørsen» likevel plukker opp hva kjøper er i ferd med å gjøre. Da vil nemlig aksjekursen normalt stige (se underpunkt 5.3.2.4). Kjøper kommer forhåpentligvis langt nok i forhandlingene om de ønskede aksjepostene, til at han tror at aksjonærene vil akseptere tilbudene. Han må da først passe på at innholdet i tilbudene ikke er de samme, så han fortsatt er under unntaksbestemmelsen i verdipapirhandellovens § 6-19 (2). Kjøper har forhåpentligvis avgjort hva som er den laveste summen de ulike aksjonærene vil akseptere, og koordinert på en måte så ingen får helt like vilkår i tilbudet sitt. Kjøper må deretter koordinere når tilbudene skal legges frem. For å holde vederlaget nede, blir det strategisk viktig når tilbudet fremsettes og når akseptfristen skal være. Dette kommer av de tidligere omtalte flaggingsreglene (se underpunkt 5.3.2.1). Kjøper bør forsøke å få aksept på tilbudene til en slik tid at han unngår å måtte flagge, før han har fått nok aksepter til å gi han den trengte kontrollen i selskapet (se underpunkt 5.2.2). Kjøper kan for eksempel si til aksjonæren at det kommer et bud fredag kveld, som han vil ha et svar på før helgen er omme. På den måten vil selger ha noe tid på å tenke, og samtidig vil ikke markedet få vite om ervervet før mandag morgen. Det kommer av at markeder som regel er stengt i helger. Forhåpentligvis for kjøper har han da fått mange nok aksepter til at han eier en kontrollert del av selskapet. Det vil nå oppstå tilbudsplikt, og han blir nødt til å tilby minst det høyeste vederlaget han har gitt de

siste seks månedene (se underpunkt 5.3.2.2), men forhåpentligvis kan ha sluppet «billigere unna» på vei dit.

Dersom kjøper heller hadde gitt et frivillig tilbud med én gang med en betingelse om å erverve en kontrollpost, måtte tilbudet sannsynligvis vært langt over aksjekurs for å få nok aksept (se underpunkt 5.3.2.3). For å eksemplifisere problemstillingen, er det interessant å igjen se på DNBs oppkjøp av Sbanken. Som tidligere beskrevet var DNBs første frivillige tilbud på om lag 30 % høyere enn aksjekursen som forelå på tidspunktet. Sbanken kommuniserte følgende om budet til DNB den 15.04.2021: «Aksjonærer som samlet sett representerer omtrent 29,0 prosent av de utstedte Aksjene har, på visse vilkår og betingelser, forpliktet seg til å akseptere Tilbudet, herunder Selskapets største aksjonærer, Altor Invest 3 AS og Altor Invest 4 AS, som samlet eier 25,0 prosent av de utstedte Aksjene i Selskapet. I tillegg eier DNB per i dag omtrent 1,0 prosent av de utstedte Aksjene i Selskapet.». Det er altså klart at DNB allerede før deres frivillige tilbud hadde blitt enig med enkelte aksjonærer, trolig via forhandlinger. Spørsmålet er hvorvidt de kunne gjort et forsøk på å erverve flere aksjer før de lanserte sitt frivillige tilbud. Bare noen måneder i forkant var 70 % av aksjene i Sbanken representert av kun 20 aksjonærer fra de totalt 5.500 (Sbanken, 2021). Etter tolkningen som det ble redegjort for i kapittel 6, kunne DNB ha forsøkt å forhandle med disse 20. Ved å følge ovennevnte strategi kunne det kanskje resultert i at DNB ville oppnådd kvalifisert kontroll ved å kun gjøre individuelle forhandlinger. Aksjekursen før 15.04.2021 var kun 80 kroner per aksje. Med den gitte tolkning (se kapittel 6) av verdipapirhandelloven § 6-19 (2), kunne trolig DNB etter forhandlinger gitt et tilbud til disse 20 aksjonærene med en forskjell på for eksempel 1 krone per aksje. Tilbudene vil vært stilt særskilt til enkelte aksjonærer, og ville ikke hatt samme innhold. Samtidig kunne de ha oppnådd kontroll i selskapet til en langt billigere sluttsum enn de faktisk endte opp med, gitt at de hadde gode forhandlere. For eksempel dersom Altor Fund IV ville godtatt de opprinnelig 103,85 kroner per aksje, mens de resterende aksjonærene i rekkefølge fikk 101 kroner per aksje, 101 kroner per aksje, 101 kroner per aksje og så videre... Dette er selvfølgelig kun et tenkt eksempel. Det er mange ulike krefter som ville påvirket om dette var mulig, og slike strategier må være situasjonsbestemte. Poenget er likevel at med forhandlingsfriheten som verdipapirhandelloven § 6-19 (2) åpner opp for, så har

oppkjøper en større fleksibilitet og mulighet for å tilegne seg målselskapet for et lavere vederlag. Dette vil bidra til å skape verdi i en M&A.

	Andel i %
1 Altor Fund IV	25,0 %
2 ODIN Forvaltning AS	4,8 %
3 Fidelity Management & Research Company LLC	4,0 %
4 Lannebo Fonder AB	4,0 %
5 Paradigm Capital Management, Inc.	3,9 %
6 Ferd AS	3,0 %
7 DWS Investment GmbH	3,0 %
8 Neuberger Berman, LLC	2,6 %
9 Didner & Gerge Fonder AB	2,3 %
10 Arctic Fund Management AS	2,2 %
11 Nordea Funds Oy	2,1 %
12 The Vanguard Group, Inc.	2,1 %
13 Templeton Investment Counsel, L.L.C.	1,7 %
14 Kempen Capital Management N.V.	1,7 %
15 Dalton Strategic Partnership, L.L.P.	1,5 %
16 Grandeur Peak Global Advisors, LLC	1,4 %
17 Lazard Frères Gestion S.A.S.	1,3 %
18 Dimensional Fund Advisors, L.P.	1,2 %
19 Janus Henderson Investors	1,1 %
20 Farrington Capital Management SA	1,1 %

Figur 9: Sbanken årsrapport, (2021) - Største aksjonærer per 31.12.2020 i Sbanken

7.2.3 Samfunnsperspektivet

7.2.3.1 Introduksjon

Det er altså klart at verdipapirhandelloven § 6-19 (2) kan brukes for å redusere vederlaget i en M&A, og på den måte skape verdi for kjøper. Spørsmålet er hvordan dette vil påvirke samfunnet. Det er i hovedsak to perspektiver som blir relevante for samfunnet. Det ene er hvordan transaksjonen påvirker samfunnet rent samfunnsøkonomisk. Det andre er hvordan transaksjonen påvirker samfunnets nytteverdi. De to er selvsagt forbundet med hverandre. Det er fornuftig å gjøre en sjekk på om optimaliseringen vil påvirke samfunnet i så

negativ retning at det politisk kan komme et ønske om å innskrenke det juridiske handlingsrommet på dette området.

7.2.2.2 Samfunnsøkonomisk overskudd

I intervjuet med Hellebust forteller han om «handlingsrommet» i en transaksjonsforhandling og tegner opp en oversikt på kontorets tavle (lignende figur 11). Selger har en nedre han er villig til å selge selskapet for. Kjøper har en øvre sum for hva han er villig til å kjøpe for. Handlingsrommet er partenes mulighet for forhandlinger, og ligger mellom selgers nedre sum og kjøpers øvre sum. Det er nyttig å eksemplifisere dette i en veldig forenklet form. For eksempel kan selger verdsette salget av selskapet til 1500, mens kjøper verdsetter kjøpet av selskapet til 1700. Dette er altså selgers minstepris og kjøpers makspris for å gjennomføre transaksjonen. Handlingsrommet til partene er da 200 (1700-1500), og kan sees på som overskuddet partene gjennom forhandlingene fordeler mellom seg. Den som er den sterkeste forhandleren vil ofte ende opp med mest av dette overskuddet. Når det foreligger et handlingsrom, betyr det nødvendigvis at partene mener at transaksjonen vil skape verdien som ligger i handlingsrommet. Denne verdien vil også representere det samfunnsøkonomiske overskuddet ved at transaksjonen gjennomføres. Denne verdien skapes ikke for noen av partene hvis transaksjonen ikke gjennomføres.



Figur 10: Handlingsrom. Selger representerer samlingen av alle aksjonærer i et selskap. Tilfeldig valuta

Betraktningene er selvfølgelig av svært forenklet samfunnsøkonomisk teori, men illustrerer likevel poenget. Gjennomføringen av en transaksjon vil teoretisk skape lik økonomisk verdi for samfunnet, uavhengig av hvilken av partene som blir tilegnet mest av overskuddet. Den optimaliserende bruken av verdipapirhandelloven § 6-19 (2) gjør at kjøper får større forhandlingsfrihet, og han vil derfor være en sterkere forhandlingspart. Konsekvensen er at kjøper oftere

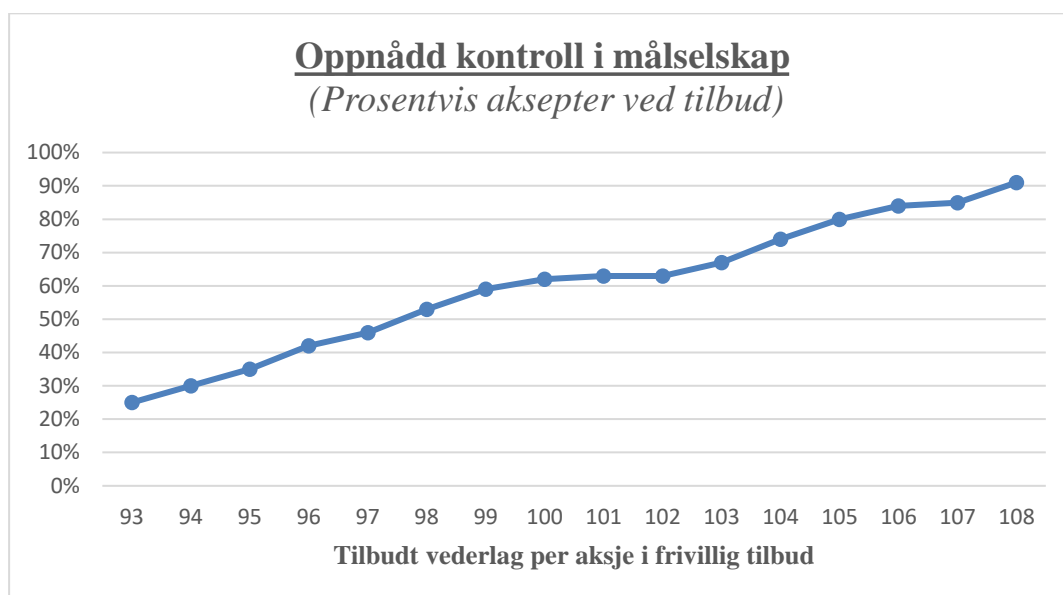
vil tilegne seg mer av verdien ved en M&A, på bekostning av selger. Dette har likevel ingen betydning for det samfunnsøkonomiske overskuddet, fordi overskuddet som sagt er uavhengig av hvem som tilegner mest av verdien i transaksjonens handlingsrom.

Til motsetning kan en ikke- optimalisert bruk av verdipapirhandelloven § 6-19 (2) føre til at det samfunnsøkonomiske overskuddet blir mindre. Det vil skje dersom det oppstår tilfeller der totalsummen for transaksjonen blir så høy at det ikke oppstår noe handlingsrom. Slike situasjoner vil oppstå oftere dersom en potensiell kjøper må følge reglene om frivillige tilbud, jf. verdipapirhandelloven § 6-19 (1). Dersom kjøper i sin oppkjøpsstrategi bruker verdipapirhandelloven § 6-19 (2) på en optimal måte, vil han i mange tilfeller slippe å følge reglene om frivillige tilbud.

Det er hovedsakelig to årsaker til at totalsummen for å gjennomføre en M&A etter reglene om frivillige tilbud, blir for høy for en kjøper. Den første årsaken er høyere transaksjonskostnader ved å følge reglene av verdipapirhandellovens §§ 6-12 til 6-18. Dette gjør at verdien ved å kjøpe selskapet, vil gå ned med den samme summen som disse transaksjonskostnadene vil medføre. Den andre årsaken er at kjøper blir nødt til å likebehandle alle aksjonærer etter verdipapirhandelloven § 6-10 (9). Han vil da ofte måtte tilby et høyere totalt vederlag for selskapet enn dersom han ikke måtte likebehandle (se underpunkt 7.2.1). Dette er uheldig i de tilfellene der det finnes aksjonærer som ville solgt aksjene sine til et vederlag under det vederlaget kjøper nå må tilby etter reglene. Der kjøper tidligere ville kjøpt disse aksjene fordi selger verdsatte de lavt, kan den nye og høyere «regelsatte» prisen på aksjene gjøre at totalprisen for selskapet blir for høy for kjøper.

Dette kan eksemplifiseres ved å bygge videre på tidligere eksempel. Selger verdsetter fortsatt det å selge selskapet til 1500. Dette representerer altså det samlede vederlaget hver enkelt aksjonær minst vil ha for å selge sine aksjer. Kjøper verdsetter nå selskapet til 1600 fordi transaksjonskostnadene ved å følge verdipapirhandelloven §§ 6-12 til 6-18, er 100. Videre oppstår det også et element som forstyrrer den egentlige effektive transaksjon mellom to parter. Elementet

kalles her «Minimumstilbud». Dette elementet representerer det totale vederlaget kjøper nå minst må betale, fordi han følger verdipapirhandelloven § 6-10 (9). «Minimumstilbud» beregnes ved å se på hva slags vederlag kjøper må tilby per aksje for å få nok aksepter til sin ønskede kontrollpost (se figur 12). Denne beregningen kan kjøper forsøke å gjøre ved en analyse i forkant av oppkjøpsforsøket (se underpunkt 5.3.2.4). Ta et eksempel der det nå koster kjøper totalt 200 mer enn hans tidligere maksimale pris, å gi et tilbud på aksjene for å oppnå hans ønskede kontrollpost. Minimumstilbudet han nå må gi for å oppnå den ønskede kontrollposten i selskapet, har da blitt 1700.



Figur 11: Eksempel. Vederlag per aksje som må tilbys for å oppnå ønsket kontroll i et randomisert målselskap. Det kan spekuleres i om et diagram ved DNBs oppkjøp av Sbanken ville sett noe likt ut.



Figur 12: Handlingsrom. Selger er nå ute av bildet fordi selger er på negativ side av kjøper. Elementet «Minimumstilbud» har kommet inn i bildet. Transaksjonskostnadene gjør at kjøper verdsetter selskap til 100 mindre. Det oppstår et negativt handlingsrom fordi kjøper ligger på negativ side av «minimumstilbud».

Vi ser av figur 12 at denne transaksjonen ikke vil finne sted, fordi kjøper nå har negativ verdi av å gjøre handelen. Dette på tross av at kjøper og selger egentlig

kan skape et samfunnsøkonomisk overskudd ved å gjennomføre handelen, fordi selskapet teoretisk sett ville skapt mer verdi dersom det var i kjøpers «hender». Dersom man må følge reglene om frivillig tilbud, vil det altså i noen tilfeller hindre potensielt samfunnsøkonomisk verdifulle transaksjoner. Læren om pareto-prinsippet går ut på at en samfunnsmessig situasjon er å foretrekke fremfor en annen hvis minst én person er på et høyere velferdsnivå, og ingen på et lavere (Store norske leksikon, 2007). Et slikt omfordelingsprinsipp gjelder også selskap. Den som verdsetter selskapet mest, er den som burde eie det.

Å optimalisere M&A ved verdipapirhandelloven § 6-19 (2), vil altså være positivt for det samfunnsøkonomiske overskuddet.

7.2.2.3 Samfunnsmessig nytteverdi

Spørsmålet er så om den samfunnsmessige nytteverdien likevel blir påvirket negativt. Den samfunnsmessige nytteverdien kan bli så negativt påvirket at samfunnet ikke vil tolerere det. Ta for eksempel forbud mot fritt kjøp og salg av våpen. Uregulert kjøp og salg av våpen ville kanskje skapt et større samfunnsøkonomisk overskudd fordi det ville bidratt til vekst i økonomien. Likevel er det ikke lov, fordi samfunnet ønsker å beskytte befolkningen mot farlige situasjoner som kan oppstå i kjølvannet av fritt våpensalg.

I forbindelse med M&A, bør det derfor redegjøres for om optimaliseringen ved å bruke verdipapirhandelloven § 6-19 (2) vil fjerne den beskyttelsen verdipapirhandelloven § 6-19 (1) har som hensikt å gi. Reglene er som tidligere nevnt (se underpunkt 6.3.3), utformet med det hensyn å beskytte vanlige investorer. Det er klart at helt ordinære investorer ikke er i stand til å ta like hensiktsmessige valg som profesjonelle investorer. Ved optimalisert bruk av verdipapirhandelloven § 6-19 (2) er det klart at vanlige investorer kan risikere å stå i forhandlinger med mye mer profesjonelle parter. Slike situasjoner vil være uheldige fordi man ønsker at vanlige investorer skal ta del i handelsmarkeder for å bidra til å stimulere økonomien. Dersom vanlige investorer ikke opplever at de i stor nok grad er beskyttet, vil de kanskje unngå å bidra i verdipapirhandel.

Det kan eksempelvis trekkes frem at det kanskje ville vært attraktivt for en vanlig investor å takke ja til et tilbud fra DNB om å kjøpe investors aksjer i Sbanken 10 % over foreliggende aksjekurs på børsen. Denne aksjonæren ville nok blitt noe skuffet om det på et senere tidspunkt viste seg at DNB tilbød andre aksjonærer 30 % over foreliggende aksjekurs. Profesjonelle investorer er i større grad egnet til å vite hva slags verdi aksjene faktisk representerer. Dersom vanlige investorer ender opp med et mindre vederlag for aksjene sine enn profesjonelle investorer, vil det stride mot prinsippet om at alle aksjer skal representere sin forholdsmessige del av selskapets verdi (Andenæs, 2016).

Likevel er det i tilfelle om verdipapirhandelloven § 6-19 (2) klart at denne bestemmelsen sjelden vil brukes til å gi tilbud til særskilte aksjonærer som er «vanlige investorer». Vanlige investorer vil som regel representere relativt små andeler av aksjer i selskap som er notert på børs. For kjøper vil det i ytterst få tilfeller være en særlig hensiktsmessig strategi å inngå forhandlinger med aksjonærer som ikke representerer relativt store aksjeposter. Kjøper kan nemlig ikke forhandle med så mange små aksjonærer at tilbudet til slutt vil være av mer «markedsmessig karakter». Kjøper må da følge reglene om frivillige tilbud, jf. verdipapirhandelloven § 6-19 (1). Man kan for eksempel se på aksjonærlisten til Sbanken før DNBs oppkjøp (figur 9). De 20 største aksjonærene representerte 70 % av aksjene. Ingen av disse aksjonærene eide mindre enn 1,1 % av aksjene. En aksjepost på 1,1 % var ved DNBs oppkjøp verdt 100 millioner kroner, basert på prisen de betalte per aksje (Oslo Børs, 2021). Til og med en aksjepost på 10 millioner kroner vil trolig ikke ofte være representert av «vanlige investorer». Vanlige investorer er derfor tilstrekkelig beskyttet, selv der kjøper bruker verdipapirhandelloven § 6-19 (2) på en optimal måte

Den samfunnsmessige nytteverdien vil i tilstrekkelig grad opprettholdes selv ved en tolkning av verdipapirhandelloven § 6-19 (2) som gjør at kjøper kan utnytte det juridiske handlingsrommet

8. Avslutning

8.1 Hovedfunn

Undersøkelsene som er gjort viser at markedet for M&A er stort, og at en M&A kan skape verdi for en rekke ulike interessenter. Hvordan man skaper størst mulig verdi kan likevel diskuteres, og det er ulike oppfatninger av hva som i det hele tatt bør defineres som en vellykket M&A. To sentrale aktører i det norske næringslivet mener likevel at en M&A bør defineres som vellykket dersom selskapets mål med transaksjonen er oppnådd. Videre mener de at den viktigste interessenten i en M&A er aksjonæren, og vinningsformålet i aksjeloven og allmennaksjeloven støtter en slik vurdering. Aktørene mener at det spesielt er verdien en M&A skaper for kjøper som er interessant. At kjøper verdsetter selskapet høyere enn selger er det som gjør at en transaksjon faktisk gjennomføres. Det er altså kjøper som driver verdien i M&A. I mange tilfeller beror kjøpers betalingsvillighet på potensialet han ser i det å effektivisere selskapet, eller å få ut synergier som følge av en foretakssammenslutning.

Likevel kan også de juridiske problemstillingene som foreligger ved en transaksjon, avgjørende for kjøper. Løsningen på problemstillingene bidrar til å redusere både transaksjonskostnaden, transaksjonsrisikoen og vederlaget for kjøpet. Det skaper derfor verdi for kjøper å gjennomføre en M&A-prosess i et optimalt juridisk strategisk perspektiv.

Det viser seg at der målselskap ikke har aksjer notert på et regulert marked (børs), er det fornuftig å dele opp en transaksjon i «før forhandlinger», «under forhandlinger» og «etter forhandlinger». Før forhandlinger er det spesielt viktig å lage en solid konfidensialitetsavtale og utforme regler for hvordan informasjonsutvekslingen skal foregå. Under forhandlinger er det fornuftig å opprette en intensjonsavtale, for å unngå at kjøper bruker dyrbar tid på å inngå i forhandlinger som ikke ender opp med en gjennomført transaksjon. Under forhandlinger er også den juridiske due diligence viktig, og helt avgjørende for å redusere transaksjonsrisikoen. Videre er det viktig å avgjøre om det kan være fornuftig å foreta et innmatskjøp fremfor å gjøre en aksjekjøpsavtale. Valget bør gjøres på bakgrunn av hva som er målene med transaksjonen, spesielt fordi kjøper

i enkelte tilfeller kan oppnå skattefordeler. Ved «closing» etter forhandlingene bør det sikres at rettigheten til aksjene faktisk foreligger, og at de vil bli overført til kjøper med rettsvern.

Flere av de ovennevnte elementene gjør seg også gjeldende ved oppkjøp av selskap som har aksjer notert på et regulert marked (børs). Ved slike oppkjøp viser det seg derimot at det er en større korrelasjon mellom løsningene på de juridiske problemstillingene og vederlaget kjøper totalt må betale for målselskapet. Spesielt viktig er verdipapirhandelens regler om flagging, frivillige tilbud og tilbudsplikt. Det ser ut til at samspillet mellom rettsreglene og børsens markedsdynamikk gjør det utfordrende for kjøper å erverve kontrollerende deler av målselskapet. Flaggingreglene gjør at markedet får informasjon når kjøper blir eier av strategisk viktige aksjeposter, og dermed stiger som regel aksjekursen. Videre står kjøper også overfor rettslige forpliktelser som følger av å passere grensene for tilbudsplikt. Uten å ha en fornuftig strategisk plan før grensene passerer, kan vederlaget kjøper må betale for aksjene i målselskapet bli høyere enn nødvendig.

Det viser seg at en fornuftig strategisk plan ofte innebærer å gi aksjonærer et tilbud før tilbudsplikt inntreffer. Selv om en fornuftig løsning kan være å gi et frivillig tilbud, bør kjøper undersøke om det kan være mer fornuftig å erverve aksjer med «ordinære» tilbud. Fordi de ordinære tilbudene slipper å følge reglene i verdipapirhandelloven §§ 6-12 til 6-18, og verdipapirhandelloven § 6-10 (9), kan den totale prisen for oppkjøpet bli vesentlig lavere enn ved frivillige tilbud.

Konklusjonen i denne oppgaven vedrørende tolkningen av verdipapirhandelloven § 6-19 (2), viser at det kan foreligge et uforløst potensial i markedet for å øke verdien ved M&A. Det ser ut til at det er et juridisk handlingsrom til å forhandle med flere aksjonærer samtidig. Dette kan brukes av kjøper for å forsøke å tilegne seg en kontrollerende aksjepost i målselskapet, uten å tidlig gi et frivillig eller pliktig tilbud. Ved å unngå å tidlig gi frivillige eller pliktige tilbud, vil nemlig vederlaget for aksjene avgjøres av de individuelle aksjonærers verdsettelse. Med slik individuell verdsettelse vil det totale vederlaget for aksjene i målselskapet ofte bli mindre, fordi kjøper ikke blir påtvunget å gi et «minimumstilbud» til alle

aksjonærer (se figur 12). Forhandlingsfriheten som følger av ovennevnte tolkning vil ikke bare bidra til at M&A skaper større verdi for kjøper, den vil også bidra til at M&A skaper større samfunnsøkonomisk overskudd. Det synes også som om at en tolkning av verdipapirhandelloven § 6-19 (2) i tråd med det som er nevnt ovenfor, heller ikke i nevneverdig grad vil påvirke vanlige investorer negativt. Samfunnets nytteverdi er således tilfredsstillende ivaretatt.

Ved å gjennomføre en transaksjon i det juridisk strategiske perspektivet som det er redegjort for, er det mulig å optimalisere M&A.

8.2 Forslag til videre studier

I lys av funnene i denne oppgaven, er det spesielt to tema som det ville vært interessante å undersøke videre. Det første er de samfunnsmessige konsekvensene av reglene i verdipapirhandellovens kapittel 6, som det før foretas en nærmere analyse av. Reglene bør være utformet for å maksimere den nytteverdien regulerte markeder har for samfunnet. Dersom det er mange investeringer som ikke finner sted fordi reglene er utformet slik de er, kan det være at reglene har en negativ effekt på nytteverdien. Det ville også vært interessant å se i hvor stor grad reglene faktisk påvirker de foreliggende aksjekursene, og hva som er de relevante mekanismene bak kursstigningen under en oppkjøpssituasjon.

Det ville også vært interessant å tallfeste hvor stor verdi som går tapt i M&A, som følge av elementer som burde vært oppdaget i den juridiske DD. Ved å intervju aktører som har vært en del av oppkjøp som i for eksempel Stendi-saken, kunne man kartlagt hvorvidt slike tap er mulig å oppdage tidligere. Dersom kjøper opplever at det er mindre risiko å kjøpe et selskap, vil verdsettelsen hans være høyere. Det kan bidra til at verdien av en M&A blir høyere.

9. Referanseliste

- Andenæs, H. M., Andenæs, O., Berge, S. & Christoffersen, B. M. (2016). *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper* (3. utg.). Mads Henry Andenæs/Calax
- Andersen, T. K. (2015). *Private Equity: Transactions, Contracts and Regulation* (1st ed.). DJØF Forlag Publishing.
- Berge, K. (2014). *Børs- og verdipapirrett*. (4. utg.). Cappelen Damm akademisk
- Berk, J & DeMarzo, P. M. (2020). *Corporate Finance*. (5. Utg). Pearson Education
- Brand Finance. (2023). US 500 2023: The annual report on the most valuable and strongest American brands.
<https://static.brandirectory.com/reports/brand-finance-us-500-2023-preview.pdf>
- Bugge, A. F. (2011). Oppkjøp av selskap notert på regulert marked – en oversikt. *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2011, 221-254.
https://lovdata.no/pro/#document/JUS/bugge-af-2011-01/KAPITTEL_4-4-1
- CB Insights. (2018, October 30). Fools Rush In: 37 Of The Worst Corporate M&A Flops. <https://www.cbinsights.com/research/merger-acquisition-corporate-fails/>
- Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C. & Waldeck, A. (2011, Mars). The M&A Playbook. *Harvard Business Review*.
<https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook?registration=success>
- Critchley, M. (2022, 22. august). Manchester United and the Glazers's debt explained. *Independent*.
<https://www.independent.co.uk/sport/football/manchester-united-glazers-debt-explained-b2145746.html>
- Dutta, S., MacAulay, K, & Saadi, S. (2011) CEO power, M&A decisions, and market reactions. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(5) 257-278. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2011.07.003>

-
- E24. (2006, 19. desember). Historisk vindu.
<https://e24.no/naeringsliv/i/8mXEWx/historisk-vindu>
 - Ekeseth, F. C. (2019, 12. juli). Landets største private sykehuskjede selges for milliarder. *Dagens Næringsliv*.
<https://www.dn.no/helse/aleris/oppkjop/helse/landets-storste-private-sykehuskjede-selges-for-milliarder/2-1-637390>
 - Erskine, R. (2017, 12. august). What is a Brand Really Worth?. *Forbes*.
<https://www.forbes.com/sites/ryanerskine/2017/08/12/what-is-a-brand-really-worth/>
 - Fronsdal, M. & Solsvik, T. (2007). Statoil to buy Norsk Hydro's oil, gas business. *Reuters*. <https://www.reuters.com/article/uk-hydro-statoil-merge-idUKL1883367720061219>
 - Gilberto, M. S. & Varaiya N. P. The Winner's Curse and Bidder Competition in Acquisitions: Evidence from Failed Bank Auctions. *The Journal of Finance*, 44(1). 59-75. <https://doi.org/10.2307/2328275>
 - Gran, S. (2023, 6. juni). Spekulerer i salg av Danske Banks norske boliglånskunder. *Dagens Næringsliv*.
<https://www.finansavisen.no/finans/2023/06/06/8013562/spekulerer-i-salg-av-danske-banks-norske-boliglanskunder>
 - Healy, P. M., Palepu, K. D. & Ruback, R. S. (1992) Does corporate performance improve after mergers. *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90002-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90002-F)
 - Helland, L. (2016). *Årsak og tilfeldighet. Modeller, eksperimenter og atferd i samfunnsvitenskapene*. Cappelen Damm
 - Hern, A. (2016, 18. mai). Nokia returns to the phone market as Microsoft sells brand. *The Guardian*.
<https://www.theguardian.com/technology/2016/may/18/nokia-returns-phone-market-microsoft-sells-brand-hmd-foxconn>
 - Holpuch, A. (2022). What Is a 'Poison Pill' Defense?. *New York Times*.
<https://www.nytimes.com/2022/04/15/business/twitter-poison-pill-explainer.html>
 - Jakobsen, L. C. (2017). *Vinningsformålet i norsk aksjeselskapsrett*. NTS 2/2018

-
- Johannessen, A., Kristoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag*. Abstrakt forlag.
 - Jordheim, M. H. (2023). Konkurransetilsynet glad for priskrig på mat: – Skal være slitsomt å tjene så mye. *E24*.
<https://e24.no/naeringsliv/i/wAVqon/konkurransetilsynet-glad-for-priskrig-paa-mat-skal-vaere-slitsomt-aa-tjene-saa-mye>
 - Kinander, Morten. (2020, 31. august). *M&A* [PowerPoint presentasjon]. Itslearning.
<https://bi.itslearning.com/ContentArea/ContentArea.aspx?LocationID=18336&LocationType=1>
 - Konkurransetilsynet. (2015). Coop får overta Ica Norge.
<https://konkurransetilsynet.no/coop-far-overta-ica-norge/>
 - Konkurransetilsynet. (2022). Konkurransklagenemnda opphever Konkurransetilsynets forbud mot DNBS kjøp av Sbanken.
<https://konkurransetilsynet.no/konkurransklagenemnda-opphever-konkurransetilsynets-forbud-mot-dnbs-kjop-av-sbanken/>
 - Lawler, N., Monier, J-H. & McNish, R. (2004). *Why the biggest and best struggle to grow*. McKinsey on Finance, Winter issue.
 - Levy, S. (2018). Mark Zuckerberg Says It Will Take 3 Years to Fix Facebook. *Wired*. <https://www.wired.com/story/mark-zuckerberg-says-it-will-take-3-years-to-fix-facebook/>
 - McGowan, C. B. & Sulong, Z. (2008). The Effect of M&A Announcements on Stock Price Behavior and Financial Performance Changes: The Case of Arab Malaysian Bank Berhad and Hong Leong Bank Berhads. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 7(9). <https://doi.org/10.19030/iber.v7i9.3289>
 - Misamore, B. (2017, 21. april). How to Value a Company: 6 Methods and Examples. *Harvard Business School*. <https://online.hbs.edu/blog/post/how-to-value-a-company>
 - NEM (Den nasjonale forskningsetiske komité for medisin og helsefag). (2019, 15. jan). Veiledning for forskningsetisk og vitenskapelig vurdering av kvalitative forskningsprosjekt innen medisin og helsefag. *De nasjonale forskningsetiske komiteene*.
-

<https://www.forskningsetikk.no/retningslinjer/med-helse/vurdering-av-kvalitative-forskningsprosjekt-innen-medisin-og-helsefag/>

- Nilssen, V. (2012). *Analyse i kvalitative studier: Den skrivende forskeren*. Universitetsforlaget.
- NTB. (2023, 12. januar). Omsorgsleverandøren Stendi anker deler av dom. *Dagens Medisin*. <https://www.dagensmedisin.no/sykepleie-ikke-bruk-jobb/omsorgsleverandoren-stendi-anker-deler-av-dom/155888>
- NUES (Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse). (2021). *Norsk anbefaling: EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE* s. 12. <https://nues.no/wp-content/uploads/2021/10/2021-10-14-Den-norske-anbefalingen-om-eierstyring-og-selskapsledelse-2.pdf>
- Oslo Børs. (2021). Siste forlengelse av akseptperioden, endelig økt tilbudspris på NOK 108,85 per aksje og oppfyllelse av endret vilkår for minste akseptgrad på 2/3 for tilbudet om erverv av Aksjene i Sbanken ASA. <https://newsweb.oslobors.no/message/535272>
- Oslo Børs. (2021). DNB Bank ASA annonserer foreløpig resultat av det anbefalte frivillige tilbudet for Sbanken ASA. <https://newsweb.oslobors.no/message/535881>
- Oslo Børs. (2010). Vedtak og uttalelser. <file:///C:/Users/talla/Downloads/Decisions%20and%20statements%202009.pdf>
- Panja, T. (2018, 7. august). U.S. Billionaire Gets Full Control of Arsenal, Buying Out Russian Rival. *New York Times*. <https://www.nytimes.com/2018/08/07/sports/soccer/arsenal-alisher-usmanov-stan-kroenke.html>
- Postholm, M. B. (2010). *Kvalitativ metode: En innføring med fokus på fenomenologi, etnografi og kasusstudier*. (2. utg.). Universitetsforlaget.
- Preqin. (2023). Exit Search – Buyout. <https://pro.preqin.com/discover/deals/buyoutExits>
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2018). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*. (2. utg.). John Wiley & Sons, Inc.
- Saunders, M. N., Lewis, P. & Thornhill, A. (2019). *Research methods for business students*. (8. utg.). Pearson Education Limited

-
- Sbanken. (2021). DNB annonserer anbefalt frivillig tilbud på aksjene i Sbanken. *NTB*. <https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/dnb-annonserer-anbefalt-frivillig-tilbud-pa-aksjene-i-sbanken?publisherId=90074&releaseId=17905511>
 - Solheimsnes, P. A. (2021, 20. april). Kunde­flukt fra Sbanken: Konkurrent har gitt 2 milliarder kroner i bolig­lånstilbud på fem dager. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/zgKx79/kundeflukt-fra-sbanken-konkurrent-har-gitt-2-milliarder-kroner-i-boliglaanstilbud-paa-fem-dager>
 - Store norske leksikon (2005 - 2007): Pareto-prinsippet i Store norske leksikon. *snl.no*. fra <https://snl.no/Pareto-prinsippet>
 - Thaler, Richard (1988). Anomalies: The Winner's Curse. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1) 191–202. <https://www.jstor.org/stable/1942752>
 - Tjaum, A. (2014). *Tilbudsp­likt ved oppkjøp*. Universitetsforlaget
 - Upbin, B. (2012, 9. april). Facebook Buys Instagram For \$1 Billion. Smart Arbitrage. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/bruceupbin/2012/04/09/facebook-buys-instagram-for-1-billion-wheres-the-revenue/>
 - Wearden, G. (2007, 14. mai). From \$35bn to \$7.4bn in nine years. *The Guardian*. <https://www.theguardian.com/business/2007/may/14/motoring.lifeandhealth>
 - Wiersholm. (2020, 04. februar). Transaksjonsåret 2019 i Norge. <https://www.wiersholm.no/nyhetsbrev/transaksjonsaret-2019-i-norge>
 - Wiersholm. (2021, 02. februar). Norway M&A and IPO Trends and Insights 2021. <https://www.wiersholm.no/en/newsletter/norway-ma-and-ipo-trends-and-insights-2021>
 - Wiersholm. (2022, 03. februar). Norway M&A and IPO Trends and Insights 2022. <https://www.wiersholm.no/en/newsletter/norway-ma-and-ipo-trends-and-insights-2022>
 - Wiersholm. (2023). *Mennesker*. Harald Hellebust. <https://www.wiersholm.no/mennesker/hh>
-

-
- Wiersholm. (2023). *Mennesker*. Sverre Sandvik.
<https://www.wiersholm.no/mennesker/ss>
 - Zhovtobryukh, Y. *The role of technology, ownership and origin in M&A performance* [Doktorgrad, Handelshøyskolen BI]. <https://biopen.bi.no/bi-xmlui/handle/11250/191412>
 - Zollo, M., & Meier, D. (2008). What Is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77.
<https://www.jstor.org/stable/27747463>

10. Vedlegg

10.1 Intervjuguide

Spørsmålene er forsøkt stilt i rekkefølgen som følger av intervjuguiden. I intervjuene oppstod det likevel situasjoner der spørsmålene fikk en «naturlig flyt» inn i hverandre, og derfor ikke nødvendigvis kom i lik rekkefølge. Noen av spørsmålene står derfor tomme, men intervjuer har fått svar gjennom andre spørsmål i listen. Noen av spørsmålene er endret fra intervju 1, til intervju 2. Deler av samtalene kom dessverre ikke med på grunn av bakgrunnsstøy. Intervjuers spørsmål er i **fet skrift**.

Det diskuteres hyppig i forskermiljøene om M&A på generelt grunnlag lønner seg eller ikke. Uansett er det mange M&A som ikke skaper den ekstra verdien man så for seg (2+2=5 effekten uteblir)

Hva tror du er hovedårsakene til at det er sånn?

(Tar alt mulig av svar her. Både

økonomisk/juridisk/organisatorisk/strategisk/forhandlingsmessig og så videre...).

Kan man i de fleste tilfeller måle om en M&A faktisk er vellykket? Hva ville du sagt typisk kjennetegner en vellykket M&A? (Aksjeverdien, spesifikke nøkkeltall i regnskapet, markedsandeler og så videre...)

Det finnes en teori om at mange M&A som man ser på som "ikke vellykket", likevel er vellykket fordi de alle gjøres av ulike strategiske årsaker. (Noen vil vokse selv om det går på bekostning av resultatet. Andre vil få kostnadsfordeler, selv om det gjør at den sammenlagte omsetningen kanskje går ned og så videre...)

En annen teori forklarer at de fleste M&A er vellykket, men at man unngår å analysere hva som ville skjedd dersom selskapet ikke hadde gjennomført en M&A.

Hva tror du om teoriene? Tror du at en stor grunn til at mange M&A gjennomføres er fordi skjebnen til selskapene ville vært enda verre dersom de ikke gjorde transaksjonen? At det altså gjøres en slags M&A som forhindrer/reducerer verdireduksjon i selskapene (2+2=3, men det er bedre enn 2+2=2).

Prossessen med M&A tar lang tid. Statoil/Hydro fusjonen tok i underkant av et år fra offentliggjøring, til alt var closet.

Hva er det som tar så lang tid, og kunne noe ha blitt gjort for å forkorte prosessen?

Reduserer det verdien på M&A transaksjonen at det tar så lang tid?

(For eksempel kan jo ting skje med selskapene underveis så verdien endrer seg.

Utgangspunktet for avtalevilkårene kan skifte drastisk)

Reglene om tilbudsplikt kan gjøre at mange M&A fort kan bli dyre. Et viktig hensyn til reglene er å beskytte minoritetsaksjonærer. De skal ha forutsigbarhet og muligheten til å trekke seg ut ved kontrollskifte

Hva synes du om reglene? Gjør de at mange mulige M&A som ville skapt verdi for både selskapene og samfunnet, ikke blir gjennomført?

Konkurransereglene vil også hindre noe av de største M&A som er mulig. Vi ser for eksempel DNBs oppkjøp av Sbanken. Eller Sats' kjøp av Elixia, der de måtte selge unna mange butikker for å få lov til å gjennomføre kjøpet.

Hva synes du om reglene? Gjør de at mange mulige M&A som ville skapt verdi for både selskapene og samfunnet, ikke blir gjennomført?

Er det andre rettsregler du mener kan forhindre gode M&A?

Har du noe annet å tilføre?

10.2 Intervju 1 – Bjørn Løvenskiold

Intervjuer: Mange M&A skaper ikke den ekstra verdien man så for seg (2+2=5 effekten uteblir)

Intervjuer: Hva tror du er hovedårsakene til at det er sånn? (Både økonomisk/strategisk/juridisk eller annet).

Jeg tror ikke det skyldes juss for å være helt ærlig. Det er nok mer fordi det er mer komplisert å slå sammen to selskaper enn det man tenker. Man kan miste viktige personer innad i selskapet eller miste viktige kunder for selskapet. Det er gjerne den type forhold, mer enn jussen som medfører de problemstillingen berører verdien av M&Aen.

Intervjuer: Så det er mer det organisatoriske og strategiske forhold som påvirker M&A sitt verdiutbytte?

Ja, for når det gjelder det juridiske så har ikke det så utrolig sterke føringer på gjennomføringen av en M&A sånn jeg oppfatter det. Det er jo noen regler som for eksempel omhandler innmatskjøp, men det er nesten uansett det samme som å kjøpe aksjene. For eksempel følger jo uansett de ansatte med.

Intervjuer: Det finnes teorier om at mange M&A som man ser på som ikke vellykket, likevel er vellykket fordi det er ulik strategi ved de ulike M&A. Noen vil vokse, andre vil f. eks få kostnadsfordeler.

Intervjuer: Hva ville du sagt typisk kjennetegner en vellykket M&A? (Er det aksjeverdien, nøkkeltall i regnskapet...?)

Kan man i de fleste tilfeller måle om en M&A er vellykket?

I så fall hvordan?

Å se på selskapets verdi, vil ikke gi et presist bilde av hvilken verdi M&A har tilført selskapet. Jeg tror det spørres litt på hva du egentlig har som mål ved kjøpet. - Og det er jo veldig mye forskjellig. Av og til vil man kjøpe ut en konkurrent fra

markedet. Av og til så kjøper man et selskap med en spesiell divisjon så man ikke trenger å utvikle nye tjenester eller produkter selv. Av og til så ser man at bransjen bør konsentreres, så man kjøper for å bli mye større.

For å gjøre et kjøp i første omgang, så bør man ha klare målsetninger. Og så er det etter de målsettingene man kan bedømme i etterkant om M&A har vært vellykket eller ikke. Det kan hende at man har kjøpt noe der topplinjen tre år etterpå er en lavere topplinje enn den kombinerte på oppkjøpstidspunktet, men likevel at oppkjøpet er vellykket. Jeg tror ikke at man kan ha noen universelle målestokker på hva som er en vellykket M&A og ikke. Det er veldig situasjonsbetinget hva som er en god M&A og hva som ikke er det.

Intervjuer: Merker du at det er noen hindringer i det norske regelverket som gjør at M&A kunne gått fortere?

Intervjuer: Prosessen med M&A tar lang tid. Statoil/Hydro fusjonen tok i underkant av et år fra offentliggjøring av intensjon, til alt var closet.

Intervjuer: Hva er det som tar så lang tid?

Intervjuer: Reduserer det verdien på M&A transaksjonen at det tar så lang tid? Kan det f. eks gjøre at avtalevilkårene skifter drastisk? (Kommentar: F. eks kan jo ting skje med selskapene underveis så verdien endrer seg).

Intervjuer: En annen teori forklarer at de fleste M&A er vellykket, men at man unngår å se hva som ville skjedd dersom selskapet ikke hadde gjennomført en M&A.

Intervjuer: Tror du at det er en stor grunn til at mange M&A gjennomføres. - Fordi skjebnen deres ville vært enda verre dersom de ikke gjorde en M&A? En slags M&A som forhindrer mer verdireduksjon

Ja, det tror jeg skjer ofte. Hvis du ser at det kommer større og større konkurrenter inn fra andre land for eksempel, og du føler at du med din ressursbase er for liten, så må du bli en større aktør for å klare å spille i den bransjen du er.

Intervjuer: Hvordan kan så mange forskere da konkludere i funnene sine om vellykkede M&A? Når det virker å være ganske ulike og ofte relativt subjektive mål hos de ulike selskapene...

Det er veldig subjektivt! For å dra frem et eksempel: Vi var rådgiver da Posten fusjonerte sitt datterselskap ErgoGroup med selskapet EDB Business Partner, til EDB ErgoGroup. (Som i ettertid har blitt til Evry og nå TietoEvry i en ny fusjon). Der var det noen relativt detaljerte synergiberegninger som ble gjort. Det ble børsnotert og rapportene ble derfor offentliggjort. De hadde en synergimål på cirka 400 millioner i kostnadssynergier som de skulle spare. Etter 7 kvartaler, så hadde de beviselig tatt ut 400 millioner i kostnader, men marginen var fortsatt den samme. Målsetningen var nådd, men selskapet tjente altså ikke mer penger.

Intervjuer: Etter 7 kvartaler kostet det altså like mye som det smakte?

Ja

Intervjuer: Tror du at målet var at disse kostnadene skulle spares gjennom flere år fremover i tid?

Altså, jeg tror jo egentlig ikke at de tenkte at marginen skulle være den samme. Jeg tror man trodde at de 400 millionene skulle gå rett ned på bunnlinsen. Jeg tror ikke at man helt fant svaret på hvorfor det ble sånn, men nettoeffekten var jo i hvert fall at man ikke fikk bevist noe høyere samlet margin. Det kan jo for eksempel være at markedet så at de måtte gi EDB ErgoGroup et større press fordi EDB ble såpass store. Alle rundt en fusjon tenker jo at de må benytte uroen som den fusjonen skaper. Så de har kanskje gått ut mot kundene med lavere priser, blitt flinkere på innsalg. - At de virkelig ga ekstra gass når de visste at disse to selskapene var ganske opptatt internt med en fusjon. Det er mange ting som påvirker hvorfor man ikke får en økt margin.

Intervjuer: Reglene om tilbudsplikt kan gjøre at mange M&A fort kan bli dyre. Et viktig hensyn til reglene er å beskytte minoritetsaksjonærer. De skal ha forutsigbarhet og muligheten til å trekke seg ut ved kontrollskifte. I noen land er det ikke regler om tilbudsplikt.

Intervjuer: Hva synes du om reglene? Det er jo klart at dette kan hindre noen større oppkjøp.

Du kan jo snu på det. La oss si at det ikke hadde vært tilbudsplikt. Ville du fått mange flere aksjer til en lavere pris? Det er ikke gitt det heller. Selv om det er tilbudsplikt, så skjer det ikke rent sjeldent at du faktisk ikke får det antallet du ønsker til prisen du så for deg, før tilbudsplikten i det hele tatt oppstår. Er prisen på minoritetsaksjene høye fordi de vet at det er tilbudsplikt, eller er de det fordi aksjonærene synes prisen er for lav? Det får vi aldri vite.

Det med tilbudsplikt gjør kanskje at alle aksjer i Norge er priset høyere enn de ellers vil vært priset fordi du har en beskyttelse. Du har en fordel i forkant av at budet kommer. Hva ville nettoeffekten vært hvis de ikke hadde hatt den beskyttelsen? Da ville kanskje kursen vært lavere i utgangspunktet. Men selvfølgelig, reglene om tilbudsplikt kan påvirke hva kjøper må betale. For å trekke det tilbake til verdiskapningen, så er jo kjøpers mål alltid å få målselskapet så billig som mulig. Og det er ingenting som skaper mer verdi for enn kjøper enn nettopp prisen han må betale.

Intervjuer: Konkurransereglene?

Før intervjuer rekker å spørre, kommer Løvenskiold inn på konkurransereglene:

Et praktisk utfordring som er jusrelatert som påvirker M&A er det du ser med Sbanken og DNB nå. Regelverket rundt om DnB faktisk får lov til å gjennomføre kjøpet. Det skaper en del usikkerhet i budsituasjonen. Dilemmaet er at hvis du aksepterer å selge aksjene dine. Så skal det mye til for at du skal kunne trekke deg

fra avtalen. - Og det er ikke spesielt morsomt å binde aksjene dine til noe som kan ta månedsvis.

Vi var med på budrunden om Opera Software for noen år siden. Da var det et kinesisk konglomerat som bydde, men de ble stoppet i USA fordi myndighetene ikke tillot at de tok over datterselskapet som var amerikansk. Så det budet falt. Dette var fordi USA av sikkerhetsmessige årsaker ikke ønsket at Kina skulle ha kontroll over dette selskapet. Det var ikke det at selskapet fikk et nei fra USA, men de fikk aldri et ja. Dette er spesielt utfordrende fordi det er i utlandet. Våre aksjonærer ringte oss og lurte på hvor lang tid prosessen kunne ta. - For oss er det umulig å gi et svar. Vi kan ikke bare ringe myndighetene i USA og høre hvor mange dager det vil ta.

Saken endte opp med at de kjøpte opp innmaten til større deler av Opera, men som ikke inkluderte datterselskapet i USA.

Intervjuer: Interessant at de da gikk for et innmatskjøp istedenfor.

Det var egentlig ikke et innmatskjøp, men de kjøpte heller opp en Consumer divisjon av Opera, som var det de egentlig var interessert i i utgangspunktet.

Intervjuer: Det viser kanskje at det er mulig for selskapet i forkant av at de ulike tilsynenes godkjenning, gjør strukturelle eller strategiske endringer som gjør det lettere å bli godkjent for oppkjøp. Eventuelt at man gjør innmatskjøp og utelukker de delene av target-selskapet som det kan være utfordrende å få godkjent.

Akkurat i DNB Sbanken saken så vil det var vanskelig fordi det er boliglån som er hovedinntektskilden til Sbanken, og det er det DNB vil ha. Det er klart at det er det konkurransetilsynet vil se på.

Det som er spesielt med Norge er jo at grensen for å nå tersklene til disse tilsynene er mye lavere enn i andre land

Intervjuer: Ja, for her har vi ikke så mange ulike aktører?

Ja. Regelverket er nå også litt endret. Nå får du svar etter bare noen uker (Fra Finanstilsynet?).

Men vi ser jo for eksempel nå Adevinta som kjøpte opp eBay Classified. Det kjøpet ble gjort i fjor sommer, men er bare i ferd med å bli godkjent nå. Det er jo helt håpløst

Intervjuer: Hvorfor er det helt håpløst? Reduserer det verdien på hele transaksjonen?

Dilemmaet er at hvis du heter Adevinta eller eBay Classified. Da sitter du og lurer på "Hva skjer nå?". Det tar bort fokus fra de normale arbeidsoppgavene i de selskapene. - Og som ny eier har du ikke lov til å gjøre inngrep før konkurransetilsynet har godkjent. Du får kanskje lov til å ha en viss kontakt, men veldig begrenset. Du får ikke gått inn og fortalt de nye ansatte om hvordan det blir fremover, og at dette skal fungere som en enhet fremover. Folk lurer på om de skal bli sagt opp, om de fortsetter i rollen sin, om de må flytte og så videre. Det blir et slags vakuum. Særlig for selskapet som er kjøpt opp. - Men til en viss grad også selskapet som kjøper opp. Det kan være svært ødeleggende for mange systemer. Mange velger jo bare å slutte

Intervjuer: Hva med selve transaksjonsavtalen? Fordi det tar så lang tid må kanskje avtalevilkårene endres underveis fordi det oppstår uforutsette situasjoner, eller verdien på selskapet kan endres i mellomtiden.

Det beror på hva man har avtalt i kontrakten. Man har ofte en såkalt MAC-klausul, som kan gi grunnlag for å reforhandle eller trekke seg fra dealen. Hvis det skjer material adverse changes i virksomheten.

Av andre ting, så skal en ny eier av et finansforetak godkjennes av finanstilsynet.

Alle sånne ting er uheldig.

Intervjuer: Hva om det hadde vært flere ressurser. Hadde slike prosesser tatt kortere tid?

Ja, det er vel så enkelt. Jeg tror det er 60 dager finansilsynet har på å behandle den søknaden. Og det er klart at de sitter ikke 60 dager og jobber med det.

Intervjuer: Kunne det vært en ide at de som gjennomfører M&A finansierer det selv? Så tilsynene kan ha flere ansette, leie inn konsulenter, jurister?

Jeg vet faktisk ikke om det koster noe i dag. - Men man kunne jo for eksempel hatt en ekspresshåndtering, sånn som fast track på børsen. Man kunne jo vurdert en sånn variant. Teoretisk kunne man jo gjort dette både hos finansilsynet og hos konkurransetilsynet.

Så lenge virksomhetene ikke driver med det samme vil ikke dette være noe særlig problem. Vi har tidligere fått svar på en uke fra konkurransetilsynet.

Intervjuer: Har du noe annet å tilføre?

Intervjuer: Tilleggsspørsmål fra Intervjuer: Det er interessant at mange sier at de tror M&A ofte blir gjennomført fordi lederne og gjerne CEOs vil bli ledere i større selskap. De pynter så gjerne på tallene og effektene M&A skal ha, for at selskapet skal gjennomføre den selv om de kanskje ikke burde blitt gjennomført. Tror du på dette?

Jeg tror på at veldig mange ledere vil gjennomføre en M&A. Noen av grunnen er nok at de vil lede et veldig mye større selskap. - Men jeg tror mer av grunnen er at de ønsker at virksomheten skal vokse. Det er typisk et mål at virksomheten du leder vokser. Du har lyst til å presentere vekst.

Intervjuer: Hvorfor er egentlig vekst så sinnssykt viktig?

Det er kanskje den største enkeltdriveren av aksjekurser og verdier.

Intervjuer: Ja, men igjen da; hvorfor er vekst den største enkeltdriveren av aksjekurser. Hva er det folk er så glad i vekst for?

Det er det som gir høyest verdi i selskapet. Også er det jo også det at oppfatning av en stagnerende virksomhet er at den er over the top. Også tror jeg også at det er noe i det at enten så vokser du eller så krymper du. Hvis du har flatet ut, så får du ikke tiltrukket deg nye mennesker. - Både kunder, ansatte og aksjonærer. - Og da faller du gjerne. Det følger noe med det å ikke ha vekst. Jeg tror svært mange tenker at det ikke er et alternativ å ikke vokse.

10.3 Intervju 2 – Harald Hellebust

Notat: Oppstått en lydfeil som gjør at deler av transkriberingen ble borte. Slett trolig med noe støy og Sunnmøring-dialekt. Teksten representerer derfor ikke samtalen helt presist. Noen ord som ikke ga noe mening ble fjernet, og resterende ordlyd er noe endret fra hva mikrofon plukket opp. Teksten fremstår derfor «avkortet» enkelte steder.

Intervjuer: Det diskuteres hyppig i forskermiljøene om M&A på generelt grunnlag lønner seg eller ikke. Harvard sier at 70%-90% at alle M&A ikke blir vellykket. Uavhengig av hva man mener om det, så er det klart at mange M&A ikke skaper den ekstra verdien man så for seg (2+2=5 effekten uteblir)

Intervjuer: Hva tror du er hovedårsakene til at det er sånn? Tar alt mulig av svar her. Både økonomisk / juridisk /organisatorisk /strategisk / forhandlingsmessig og så videre...).

Jeg tror at en av årsakene til at M&A ikke blir vellykket er at kjøper har betalt for mye. Kjøperen har forventet en høyere verdiskapning enn det han fikk. Det kan være fordi det var mulig å ta ut den verdiskapningen, men at han ikke klarte det, eller det kan være fordi det ikke var mulig å ta ut den verdiskapningen. Jeg tror også at det er viktig å huske på at 2+2 ikke nødvendigvis blir 5. Du bør gjøre avtalen hvis 2+2 blir 4,1.

I enhver forhandling skal kjøperen ha en verdi som er høyere enn det han betaler. Det er dette som er verdiskapningen for kjøperen. Tilsvarende gjelder dette også for selgeren. Hvis det skjer en transaksjon, er det å få solgt og få penger en verdi for selgeren som er høyere enn å sitte på selskapet. Verdien av transaksjonen er summen av disse to verdiene. Det handler bare om å fordele denne verdien mellom kjøper og selger, og det er der rådgivere kommer inn i bildet. Hvis du har en selger som er villig til å selge for 100 og en kjøper som er villig til å kjøpe for 200, har du et handlingsrom på mellom 100 og 200 (tegner på tavla). Verdien av transaksjonen ligger i dette handlingsrommet. Dette skal fordeles mellom kjøper og selger. Verdien i handlingsrommet vil generelt være mye større enn kostnaden ved å bruke rådgivere. Selve forhandlingene er det klart viktigste. Hvor i prosessen vi kommer inn kan likevel påvirke i noen grad, men det er vanskelig å tallfeste hvor mye dette har å si.

Intervjuer: Jeg la merke til at du med en gang beskriver fra kjøpers perspektiv. Mener du at kjøper er den viktigste interessenten i en M&A?

Ja, helt klart. Selger vil ikke bidra til verdien en M&A skaper fordi han er ute av transaksjonsbildet etter den er gjennomført. Derimot er det kjøper som skal sørge for at M&A skaper verdi, og det er i hovedsak han som skal dra nytte av denne verdien. Han er også den som er nærmest å skape verdi i en transaksjon. Han er også den man gjør mesteparten av den juridiske jobben for. Man forsøker å minimere transaksjonsrisiko, selve vederlaget, samt kostnader ved at det tar tid og bruk av ressurser.

Intervjuer: Hva er deres oppgave i forhandlingene?

Vi har veldig ulike roller fra gang til gang. I auksjonsprosesser er vi ikke veldig involvert. Men dersom det er en til en forhandlinger kan vi ha store roller. Men det er gjerne de finansielle rådgiverne som forteller hva vi kan by. Så kommer vi inn for å tilrettelegge for prosessen. Så forhandler vi om veldig mye annet da, men selve prisen er det ikke så ofte at vi tar oss av direkte.

Jeg liker å tegne tilbud og etterspørselskurven for å forklare M&A (Tegner opp på avtalen)

Du må sette ankeret for hvor du vil kjøpe. Man ender gjerne på midten mellom utgangspunktene. Gode sterke forhandlinger vil være avgjørende for å få senket vederlaget. Med mindre du har gode argumenter, så er forhandlingsverden ganske primitiv. 100 i verdiskaping er det viktigste poenget. De juridiske rådgiverne kan tilrettelegge for at kjøper er i best posisjon til å senke vederlaget. Hvis han betaler overpris, da blir det tap. Det er også klart at dersom vi ikke får de transaksjonene, så mister vi samfunnsøkonomisk verdi. Det vil være ulike teknikker når vi rådgiver, avhengig av hva slags transaksjon det er. Der er forskjellige fra auksjoner til forhandlinger eller kombinasjonen av disse. Hvor mye vi kan påvirke prosessen juridisk er veldig situasjonsbestemt.

Intervjuer: Er partene ganske klare på hva de vil gi og hva de kan ta?

Ja, men prisen kan bli fastsatt via en kombinasjon også. Vi kan legge opp til å skape et godt forhandlingsklima. Det er viktig for hva prisen ender opp med å bli til slutt. De råd vi gir kan gjøre, spesielt hvis vi gjør gode undersøkelser, kan det føre til at kjøper føler at det er mindre risiko ved transaksjonen. Det vil øke hans verdsettelse av selskapet, og vil også gjøre at han kan fokusere på de mer personlige tingene ved en forhandling.

Intervjuer: Kan man måle om en M&A faktisk er vellykket? Hva ville dere sagt typisk kjennetegner en vellykket M&A? Er det forskjell på hva dere og klientene deres ville sagt? (Aksjeverdien, spesifikke nøkkeltall i regnskapet, markedsandeler, strategiske mål og så videre...)

Intervjuer: Forklarer om hvordan studiene forteller om en M&A er vellykket eller ikke: OG i tillegg kan du si at hvis den aksjekursen blir, så har du gjort som forventet.

Det som er, er at mange som går inn i en M&A forventer at aksjen skal stige mer enn den gjør. Så man må faktisk vite hva slags aksjekurs kjøperen ønsker å få til slutt. Noe annet blir naivt.

Hva sier klientene deres? Når er de vellykket og når er de ikke?

Våre klienter ser på alt sammen. Jeg ville ikke brukt aksjekursen som en verdimåler. Det er mitt inntrykk fra mine klienter at det ofte ikke er det viktigste. Ofte bruker de heller nøkkeltall. Noen kjøper et selskap som har 100 millioner EBITDA, og er fornøyd med at den går opp til 150. Dette betyr ikke nødvendigvis at aksjekursen går opp. Det kan f.eks foretas mer salg av eiendeler eller gjøres mindre utbytte e.l som gjøre at resultatet blir høyere. EBIDTA og andre nøkkeltall som kjøper selv ønsker å gjøre noe med er helt sentralt etter min mening. Å redusere kostnader er selvfølgelig ofte noe som går igjen, og der kan jo reglene i verdipapirhandelloven komme inn fordi de påvirker kostnaden ved et kjøp. Gitt at alt annet er likt, så vil det alltid være bedre å redusere kostnader enn å ikke gjøre det. Den totale prisen kjøper må betale, er etter min erfaring nesten alt kjøper bryr

seg om. For å sjekke om en M&A er vellykket må man se om kjøper klarer å nå målene sine og optimalisere det utbytte han til slutt får til seg selv. En del av det er å redusere kostnaden ved kjøpet fordi han da vil ha mer krutt å skyte inn i investeringen senere.

Intervjuer: Det finnes en teori om at mange M&A som man ser på som "ikke vellykket", likevel er vellykket fordi de alle gjøres av ulike strategiske årsaker. (Noen vil vokse selv om det går på bekostning av resultatet. Andre vil få kostnadsfordeler, selv om det gjør at den sammenlagte omsetningen kanskje går ned og så videre...)

En annen teori forklarer at de fleste M&A er vellykket, men at man unngår å analysere hva som ville skjedd dersom selskapet ikke hadde gjennomført en M&A.

Hva tror du om teoriene? Tror du at en stor grunn til at mange M&A gjennomføres er fordi skjebnen til selskapene ville vært enda verre dersom de ikke gjorde transaksjonen? At det altså gjøres en slags M&A som forhindrer/reduserer verdireduksjon i selskapene ($2+2=3$, men det er bedre enn $2+2=2$).

Ja, man må se på målene deres. Dette skjer veldig ofte. Selskap som er hypet, må for eksempel bruke sin aksjekurs til å kjøpe noe som ikke er fullt så hypet. De kan bruke aksjene som vederlag, gjøre emisjon osv. Er ikke sikkert det er lønnsomt, men de må ta bruk deres høye aksjekurs før den eventuelt synker igjen, dersom de vil vokse. Vi ser at de har bedre informasjon om selskapet sitt enn markedet, og derfor vet de at de er overpriset.

Man må ikke se så blindt på den kursen når man skal avgjøre hvorvidt en M&A er vellykket

Intervjuer: Prosessen med M&A tar lang tid. Statoil/Hydro fusjonen tok i underkant av et år fra offentliggjøring, til alt var closet.

Intervjuer: Hva er det som tar så lang tid, og kunne noe ha blitt gjort for å forkorte prosessen?

Kjøper skal bli komfortabel med målselskapet. Ofte er det forhandlingene som drar lang ut i tid.

Intervjuer: Hva med konkurransemyndighetene? Hva synes dere om reglene? Gjør de at mange mulige M&A som ville skapt verdi for både selskapene og samfunnet, ikke blir gjennomført? Og gjør de at transaksjoner tar så lang tid at kostnadene blir mye større enn de hadde trengt? Kunne man hatt en Fast Track løsning?

Skulle gjerne ønske at fast track ville funke, men dette burde være statens ansvar uansett. De fleste går uansett relativt fort. Det er også vanskelig hvis du skal ha et uavhengig tilsyn. Men det vil være samfunnsøkonomisk gunstig at transaksjoner og prosesser går fortere. Det er et samfunnsøkonomisk tap å vente.

Men ja, det er klart at mange verdier går vekk pga dette. Sats/Elixia.

Konkurransetilsynet griper inn for mye. Det er en del som virker ulogisk når det kommer til konkurransetilsynet. Jeg opplever av og til at de er vanskeligere enn selve reglene er. Se på DNB, det tok et år. Hvis du ser på den nominelle summen den prosessen kostet DNB, så ville nok mange lurt på hva som skjedde der.

Vi har også hatt selskap som er på randen av konkurs, også stopper konkurransemyndighetene likevel saken. Det er jo helt tulle. Hvis det er to vitale, så kan de være strenge. Men de er altfor strenge mot uvitale selskaper. Det handler kanskje om at det er lett å fake at du er konk.

Intervjuer: Reduserer det verdien på M&A transaksjonen at det tar så lang tid?

(For eksempel kan jo ting skje med selskapene underveis så verdien endrer seg. Utgangspunktet for avtalevilkårene kan skifte drastisk)

Du taper jo både avkastning jo lenger perioden tar. Hvis det tar et år for lang tid å få ut synergiene kan det være at klima eller forholdene ikke er der lenger. Både for forhandlingene og markedsklima. I tillegg til at du har kastet bort ett år med verdi. Selve kostnaden ved at vi må være der er svært liten del av det. Men

hvordan vi gjør jobben kan påvirke hva slags kostnader som oppstår for kjøper og selger. I hvert fall for kjøper.

Intervjuer: Reglene om tilbudsplikt kan gjøre at mange M&A fort kan bli dyre. Et viktig hensyn til reglene er å beskytte minoritetsaksjonærer. De skal ha forutsigbarhet og muligheten til å trekke seg ut ved kontrollskifte

Intervjuer: Hva synes dere om reglene? Gjør de at mange mulige M&A som ville skapt verdi for både selskapene og samfunnet, ikke blir gjennomført?

Det er vanskelig gå avgjøre. Det er klart at reglene i mange tilfeller direkte påvirker prisen kjøper må betale. Det er også mange formaliteter som må følges som gjør prosessen slitsom for mange. Om reglene er hensiktsmessige økonomisk for samfunnet eller for aksjonærer er ikke godt å si.

Intervjuer: Kan du forklare hvordan prosessen i en M&A ser ut?

*Lyd kuttet

Intervjuer: Er det andre rettsregler dere mener kan forhindre gode M&A?

Egentlig ikke. Men det er utrolig viktig at man vet hva man kjøper. Garantikravene er bare en dårlig erstatning for en god DD. Kjøper må vite hva han kjøper. Kan ikke understrekes nok hvor viktig DD er. Verdien avgjøres jo av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Balansen er det enkelt å få kontroll på. Men de fremtidige kontantstrømmene kan det skje mye med dersom DD er dårlig. Historikken er det aller viktigste å se på. Det tar ofte tid å bli komfortabelt med. Og det er selvsagt vanskelig å få fasitsvaret her. Alt blir kvalifisert gjetning. Når markedet er hot er det mange som dropper å gjennomføre det her. De kjøper selskaper på 3,4,5 måneder.

Intervjuer: Hva tror du om at CEOs overvurderer eller inngår transaksjoner de ikke burde gjort?

Dette skjer nok ja. Jeg skal ikke si at det er utbredt, og det er selvsagt vanskelig å vite hvordan CEO er underbevisst påvirker prosessen. Men naturlig markedseffekter som at CEO får et dårlig rykte vil stå imot dette.

Intervjuer: Har du noe annet å tilføre?

M&A forsikringer er selvfølgelig viktig for tryggheten til partene, men også fordi man kan fokusere på de tingene som faktisk betyr noe. Alle bruker M&A forsikring nå

10.4 Samtale: Magnus Braaten

Via meldingstjenesten Messenger ble følgende spørsmål stilt til forfatter, journalist og språkeksper, Magnus Braaten

Forfatter:

Magnus!

Jeg skriver masteroppgave i forretningsjus og økonomi.

I oppgaven oppstår det en problemstilling angående ordlyden i verdipapirhandelloven § 6-19 (2). Bestemmelsen sier følgende:

"Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold".

Det jeg lurer på er hvordan andre del av setningen skal tolkes. Det er to alternativer. Jeg kaller disse tolkning (B) og tolkning (A).

- a) med mindre tilbudet fremsettes samtidig,
eller i sammenheng og har samme innhold

- b) med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng,
og har samme innhold

Basert på juridisk rettskildelære kommer jeg forhåpentligvis frem til hva som er riktig.

Det jeg ønsker å spørre deg om er hvorvidt det finnes et svar på hvilket alternativ som språklig sett er riktig? Hvis dette stod på et blankt A4 ark, hvor ville det vært mest naturlig å sette et komma?

Ser frem til svaret ditt!

Magnus Braaten:

Dette er faktisk veldig interessant! Loven er umulig å tolke. Det er to mulige betydninger.

Ved tolkning A må det enten fremsettes samtidig eller både stå i sammenheng og ha samme innhold.

Ved tolkning B må det uansett ha samme innhold. I tillegg må det fremsettes samtidig eller i sammenheng.

Det foreligger ingen språkregler som kan svare på hvilket alternativ som er riktig. Du skapte for øvrig en god fagdiskusjon i leiren vår. Mats Øyvind mente at det mest naturlige ville være å tolke det som tolkning (A), fordi han «følte» at det forelå en ekstra innskutt leddsetning.

Lykke til med oppgaven! Forventer intet mindre enn en A fra herr Bright-Taylor!

10.5 Samtale: Språkrådet

Samme spørsmål som ble stilt til Magnus Braaten, ble stilt til Språkrådet via E-post.

Språkrådet kom med følgende svar:

«Hei!

Språkrådet kan nok dessverre ikke bidra her. Det sentrale spørsmålet er vel hva som er den *saklig* sett mest sannsynlige lesemåten. For å ta denne avgjørelsen er det nødvendig å ha god kjennskap til emnet, og dette er nok for omfattende og innfløkt til at vi kan sette oss inn det med kort frist.

Vi beklager dette, men ønsker deg selvsagt lykke til med masteroppgaven.

Vennlig hilsen

Ellen Hellebostad Toft»

Forfatter fulgte opp med følgende e-post:

Hei!

Takk for raskt svar. Forstår jeg det altså riktig at en slik saklig vurdering ikke er mulig ved å kun se på språkregler e.l?

Mener dere at det må foreligge mer kunnskap om det språklige emne (kommaregler), eller det juridiske emne?

Vennlig hilsen,

Tallak

Språkrådet svarte så igjen

Hei

Ja, det er korrekt forstått. Det er altså den nødvendige bakgrunnskunnskapen om selve lovteksten og de juridiske forholdene rundt dette, vi ikke innehar her i

Språkrådet. Språklig er det ikke noe feil ved noen av de to formulerte tolkningene, så det bør altså omformuleres for at det skal bli klart hva som er ment.

Vennlig hilsen

Ellen Hellebostad Toft

10.6 Samtalegruppe: To advokater (anonyme)

Spørsmål fra forfatter

Forfatter:

Har dere noen gang gitt detaljerte råd til noen klienter om hvordan man bør tolke verdipapirhandelloven § 6-19 (2)?

Svar fra to advokater

Advokat 1:

«Dette er en problemstilling verken jeg personlig har gitt detaljerte råd om, eller sett noen andre her gi detaljerte råd om. Våre klienter blir anbefalt å følge reglene om frivillige tilbud i alle tilfeller der de ønsker å gi ut tilbud til markedet om å erverve seg til over grensene for tilbudsplikt. Jeg har heller ikke sett juridisk teori om dette.»

Advokat 2:

«Jeg stiller meg bak svaret til *anonymisert*. Likeså hos oss.»