

AKSJE- OG ALLMENNAKSJESELSKAPERS FORSVARSTILTAK VED FIENDTLIG OPPKJØP



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 526
Leveringsfrist: 25.11.2009

Til sammen 17 967 ord

23.11.2009

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Om tema	1
1.2	Avgrensning	3
1.3	Motiver bak forsvar og oppkjøp	3
1.4	Kildebruk	6
1.5	Videre opplegg	7
<u>2</u>	<u>UTVIKLING INNEN LOVVERKET</u>	<u>8</u>
<u>3</u>	<u>RETTSLIG RAMMER OG UTGANGSPUNKT</u>	<u>10</u>
3.1	Prinsippet om aksjers frie omsettelighet - asl/asal. § 4-15	10
3.2	Misbruksklausulen og likhetsprinsippet	12
3.3	Rammer for børsnoterte selskap	13
<u>4</u>	<u>METODER SELSKAPET KAN BENYTTE TIL FORSVAR</u>	<u>16</u>
4.1	Generelle tiltak i selskapet for å hindre oppkjøp	16
4.1.1	God drift	16
4.1.2	Informasjonsstrategi	17
4.1.3	Utbetale fri kontantstrøm	17
4.1.4	Overvåke aksjonærstrukturen	18
4.2	Tiltak rettet mot en potensiell oppkjøpsituasjon	18
4.2.1	Krav om forkjøpsrett	19
4.2.2	Personklausuler	20

4.2.3	Eierbegrensning	21
4.2.4	Stemmerettsbegrensninger	22
4.2.5	Valg av styremedlemmer i selskapet	26
4.2.6	Avtaler på særlig vilkår	27
4.2.7	Tilbudsplikt og betinget stemmerettsbegrensning	29
4.2.7.1	Tilbudsplikt	29
4.2.7.2	Betinget stemmerettsbegrensning	32
4.2.8	Kjøp av egne aksjer	34
4.2.9	Krysseie	35
4.2.10	Utstede nye aksjer og verdipapirer	36
4.2.10.1	Rettede emisjoner	37
4.2.10.2	Utstede konvertible lån	38
4.2.10.3	Tegningsrett	38
4.3	Tiltak under oppkjøpsprosessen	40
4.3.1	Finne en alternativ kjøper - hvit ridder	40
4.3.2	Samle stemmer	40
4.3.3	“Pac-Man”	41
4.3.4	“Kronjuvel”	41
5	<u>SAMTYKKEKRAV VED EIERSKIFTE</u>	43
5.1	Utgangspunktet	43
5.2	Saksgang og saksbehandlingskrav	44
5.3	Erverv	45
5.4	Lovfestede unntak - nærstående	45
5.5	Hvem har kompetansen til å gi samtykke?	47
5.5.1	Nærmere om generalforsamlingens kompetanse	47
5.5.2	Muligheten til å omgjøre et samtykke truffet av styret	49
5.6	Saklighetskravet	51
5.6.1	Grunnvilkår og domstolskontroll	51
5.6.2	Forhåndsbestemte rammer og vedtakspraksis	54

5.6.3	Enkelte nektelsesgrunner	55
5.6.4	Børsrettslige krav til samtykkenektelse	58
6	<u>AVSLUTNING</u>	<u>62</u>
7	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>63</u>

1 Innledning

1.1 Om tema

Denne masteroppgaven vil gi en oversikt over relevante forsvarstiltak aksje- og allmennaksjeselskaper kan iverksette mot fiendtlig oppkjøp. Det vil også bli sett på hvordan forsvarstiltak slår ut i børsnoterte selskaper. Ved gjennomgangen vil kravet til styresamtykke ved aksjeerverv få en mer detaljert gjennomgang enn andre forsvarstiltak. Dette skjer fordi samtykkeklausulen er et sentralt tema og oppgavens ramme tilsier en prioritering av noen forsvarstiltak foran andre. Oppgaven vil i tillegg til å gjennomgå forsvarstiltakenes materielle innhold, se på hvorfor det kan oppstå en konflikt mellom oppkjøper og selskapsledelsen, gjennomgå noen hovedlinjer i lovutviklingen rundt bruken av forsvarstiltak, samt synliggjøre hvilke rammer forsvarstiltak må holde seg innenfor.

Et oppkjøp kan karakteriseres som fiendtlig når overtak eller forsøk på overtak skjer uten samråd med selskapets ledelse.¹ Betegnelsen "målselskapet" vil i det følgende bli brukt om det selskap som enten blir utsatt for et konkret oppkjøpsforsøk, eller som potensielt kan bli forsøkt kjøpt opp på et senere tidspunkt. Selve overtaket skjer ved kjøp av aksjer i målselskapet hvor oppkjøper søker å få helt eller delvis kontroll, oftest ved å erverve mer enn en tredjedel (negativ kontroll) eller halvparten av aksjekapitalen (alminnelig kontroll). Alle tiltak målselskapet setter i verk for å forhindre det fiendtlige overtaket kalles i det følgende for forsvarstiltak.

Temaet for oppgaven løfter spørsmål som er relevante for alle typer aksje- og allmennaksjeselskaper. Små selskap som har som formål å utvikle en idé eller et produkt, kan for eksempel ha en interesse av å unngå oppkjøp før verdiene har realisert seg. For

¹ Smith (1988) s. 14

børsnoterte selskaper vil det ofte kunne foreligge en fare for at en uønsket oppkjøper skal få kontroll i selskapet, særlig når kapitalbevegelse og konkurranse over landegrensene har blitt mer utbredt. Tilgangen til lånefinansiert kapital for hele eller store deler av oppkjøpskostnadene gjør det også praktisk mulig å være en finansielt mindre aktør som gjennomfører overtaket, noe som igjen øker kvantiteten i antall oppkjøp.

Oppgavens tema er også relevant sett hen til utbredelsen av omsetningsbegrensninger i aksje- og allmennaksjeselskapers vedtekter. Omsetningsbegrensninger, herunder personklausuler og samtykkekrav, er en gruppe klausuler som vil kunne hindre eller vanskeliggjøre kjøp og salg av aksjer i selskapet siden de begrenser omsetteligheten. En undersøkelse gjort av vedtekter før og etter ikrafttreddelsen av dagens aksjelov² og allmennaksjelov³, viser at ca. 50 % av 103 tilfeldige aksjeselskaper stiftet i 1980 hadde samtykkeklausuler og ca. 70 % hadde forkjøpsrett-klausuler. Av 105 tilfeldig selskaper stiftet i 2000 hadde ca. 70 % samtykkeklausuler og 77 % bestemmelser om forkjøpsrett i vedtektene.⁴ Denne utviklingen viser at omsetningsbegrensninger har blitt mer vanlig i norske aksje- og allmennaksjeselskapers vedtekter. For børsnoterte selskaper er vedtektsfestede omsetningsbegrensninger mer sjeldne. Ved å undersøke vedtektene til de mest omsatte norskregistrerte selskaper på Oslo Børs finner man få klausuler som kan benyttes i kampen mot en fiendtlig oppkjøper.⁵ Som det blir sett på nærmere under pkt. 3.3 nedenfor om børsrettslig rammer kan dette ha en sammenheng med den begrensede mulighet i børsretten til å vedtektsfeste regler som hindrer omsettelighet. Det er dog mulig at konstruksjoner i aksjonæravtaler og andre avtalebaserte strukturer benyttes i stedet. Det er også slik at en rekke forsvarstiltak ikke faller inn under begrepet omsetningsbegrensning, for eksempel krysseie og rettede emisjoner.

² Lov 1997-06-13 nr. 44

³ Lov 1997-06-13 nr. 45

⁴ Se Ravlo-Losvik (2008) s. 91

⁵ Undersøkelsen baseres på mest omsatte aksjer på Oslo børs 15. oktober 2009

Det er ikke alltid slik at forsvarstiltak direkte hindrer oppkjøperen erverv av aksjer, men i stedet øker utgiftene eller skaper usikkerhet rundt gjennomføringen av oppkjøpet. Dette kan være med på å vanskeliggjøre oppkjøperens planer, fordi kostnaden kan bli større enn oppkjøpets potensielle gevinst, eller at oppkjøperen ikke klarer å finansiere de ekstrakostnadene som oppstår underveis.

1.2 Avgrensning

En gjennomgang av relevante forsvarstiltak mot fiendtlig oppkjøp i norsk rett, innebærer at mange rettsspørsmål og rettsområder trekkes inn. Forsvarsstrategier kan her være en liten del av et større bilde. Oppgavens ramme og tema tilsier dermed at problemstillinger som ikke er direkte relevante for tema, men nødvendig for å forstå helheten, gjennomgås mindre dyptgående. Det samme vil gjelde for forsvarstiltak av mer generell art som ikke løfter juridiske spørsmål, men som i praksis er høyst relevant. Dette gjelder blant annet ledelsens informasjonsstrategi før og under oppkjøpet.

Fokus vil rettes mot tiltak som kan gjelde for alle aksje- og allmennaksjeselskaper, samt børsnoterte selskaper. Det innebærer at lovgivning som setter særlige regler for eierskap og bruk av omsetningsbegrensninger for visse type virksomheter, faller utenfor oppgavens ramme. Dette gjelder blant annet industrikonsesjonsloven⁶ § 36, og finansieringsvirksomhetsloven⁷ § 22.

Regler om oppkjøperens ramme for oppkjøp, blant annet fusjonskontrollreglene i EU-retten og måten oppkjøperen finansierer overtaket på faller også utenfor oppgavens ramme.

1.3 Motiver bak forsvar og oppkjøp

For å forstå hvorfor en oppkjøper velger å gjøre oppkjøp i et selskap og hvorfor ledelsen går inn for å hindre dette oppkjøpet, kan det være interressant å se på de motivene oppkjøperen og ledelsen har.

⁶ Lov 1917-12-14 nr. 16

⁷ Lov 1988-06-10 nr. 40

I det følgende forutsettes det at en oppkjøper vil gjøre en kost-nytte analyse for hvorvidt han vil gjennomføre et oppkjøp. Er de potensielle verdiene større enn de potensielle kostnadene ved å få kontroll over selskapet, inkludert kostnadene ved at styret gjennomfører fordyrende tiltak mot oppkjøpet, vil det kunne tilsi at selskapet er interessant for oppkjøp.⁸ Denne verdidifferansen kan for eksempel utløses ved at oppkjøperen etter overtaket velger å skifte ut selskapets ledelse, restrukturere eller selge ut ulønnsomme deler av selskapet. Alternativt kan oppkjøperen velge å overføre verdier fra målselskapet og inn i oppkjøperens eget selskap, for eksempel ved fusjon, og på den måten skape synergieffekter i forhold til kompetanse og lavere driftskostnader.⁹ Dette innebærer at målselskapet ikke må ha en mindre effektiv eller ulønnsom drift for å være en oppkjøpskandidat, så lenge det foreligger synergieffekter som kan overføres. Overføring av verdier vil også kunne medføre en styrking av egen konkurransevne og makt på det regionale eller globale plan. Det foreligger forskning som tilsier at graden av fortjeneste ved en del oppkjøp er null eller negativ, det vil si at oppkjøp gjennomføres uten lønnsomhet.¹⁰ Dette kan tilsi at irrasjonelle grunner eller en altfor positiv tro på gevinsten ved oppkjøp kan være medvirkende til gjennomføring av oppkjøp.¹¹

Man kan også skille mellom verdiskapende og verdikaprende oppkjøp, hvor førstnevnte medfører at verdiene samlet sett blir større enn situasjonen var før oppkjøpet. Det innebærer også at aksjonærene, selskapet og samfunnet ellers tjener på oppkjøpet. Ved et verdikaprende oppkjøp vil ikke oppkjøpet medføre noe merverdi utover det oppkjøperen

⁸ Der det oppstår en budkrig mellom flere oppkjøpere kan det oppstå en situasjon hvor kostnadene blir høyere enn den faktiske gevinsten ved oppkjøpet. I et slikt tilfelle er det aksjonærene i målselskapet som tjener på oppkjøpet.

⁹ Se Meyer (1998) s.52

¹⁰ Se Skjeret (2002) for en oversikt, spesielt i forhold til oppkjøp i elektrisitetsbransjen.

¹¹ Skjeret (2002) s.16

selv tilføres.¹² Et eksempel på dette er oppkjøp av konkurrerende selskap hvor motivet er å begrense konkurransen i markedet. Slike oppkjøp kan dermed legitimere forsvarstiltak, siden aksjonærene i målselskapet ikke får tilført noe merverdi.

Når det gjelder ledelsen¹³ i selskapet, kan det være flere motiver for motstand i oppkjøpssituasjonen. En gruppe er der ledelsens iverksetter forsvarstiltak basert på frykten for å miste sin egen stilling. Ledelsen tror for eksempel at oppkjøperen vil avsette toppadministrasjonen som ledd i en restruktureringsprosess for å få ned selskapets kostnader.¹⁴ Motstanden kan også bero på en forestilling om at selskapet er underpriset, og at tilbudet dermed ikke reflekterer de "egentlige" verdiene i selskapet.¹⁵ Her kan det ligge et ønske fra ledelsen om å få tid til å utvikle selskapet videre, eller å få i gang en budkonkurranse hvor ledelsen søker en såkalt hvit ridder til å legge frem et alternativt tilbud. En hvit ridder er et fysisk eller juridisk subjekt som opptrer med hensikt om å hjelpe selskapsledelsen. En tredje gruppe av motiver er basert på at lokale, nasjonale eller samfunnsmessige hensyn tilsier motstand. Dette kan være et dekke for frykten til å miste sin egen stilling, men kan også være selve motivet. Slike motiver kan føre til at selskapet har vedtektsfestet omsetningsbegrensninger for å oppfylle de samfunnsmessige hensynene. Et eksempel på dette er stemmerettsbegrensningen i vedtektene til det svenske forsikringsselskapet Skandia. Etter UNI Storebrands mislykkede forsøk på oppkjøp i 1991-92, som blir nærmere omtalt under pkt. 4.2.4 om stemmerettsbegrensninger, uttalte konsernsjef Bjørn Wolrath i Skandia følgende til kommisjonen som gransket UNI Storebrand sin økonomiske stilling:

“Ved stiftelsen av Skandia ønsket man å forhindre en tilsvarende takeover for å sikre at Skandia forble på svenske hender. At stemmerettsbegrensningen fungerte etter sin

¹² Se Meyer (1998) s.55

¹³ Ledelsen betyr i denne sammenhengen styret og/eller toppadministrasjonen.

¹⁴ Gretland (1998) s.143

¹⁵ Bergo (2008) s. 118

hensikt også i forhold til UNI Storebrands forsøk, ble blant annet fremhevet av småaksjonærene på siste generalforsamling.”¹⁶

1.4 Kildebruk

Lov om aksjeselskaper (asl.) og lov om allmennaksjeselskaper (asal.) vil være de sentrale kildene i oppgaven, da de gir hjemmelsgrunnlaget og rammen for bruken av forsvarstiltak i aksje- og allmennaksjeselskaper.¹⁷ Uttalelser i aksje- og allmennaksjelovenes forarbeider får også betydning ved at de beskriver problematikken rundt fiendtlig oppkjøp, og gir føringer for bruk av forsvarstiltak.

Lov om verdipapirhandel¹⁸ (vphl.) og lov om regulerte markeder¹⁹ (børsl.) er også relevante kilder ved å gi særlige regler og rammer for bruk av forsvarstiltak i børsnoterte selskaper. Herunder vil børsforskriften²⁰ gitt med hjemmel i børsl. sette flere skranker for bruk av forsvarstiltak. I tillegg vil vedtak og uttalelser fra børsstyret på Oslo Børs eller klageorganet Børsklagenemnda være relevant når det gjelder bruk av forsvarstiltak som kan hindre fri omsetning i børsnoterte selskaper. Formelt sett har børsklagenemnda en vekt som forvaltningspraksis og må rettskildemessig vurderes deretter, men i praksis er vedtak og uttalelser fra organet blitt tillagt betydelig vekt. Til en viss grad vil dette også gjelde børsstyrets uttalelser.

Børsklagenemndens vedtak kan overprøves av domstolen, jf. børsl. § 43, men foreløpig har ingen domstol overprøvd børsklagenemndens praksis når det gjelder bruk av forsvarstiltak. Likevel finnes det rettspraksis som viser at domstolen legger stor vekt på materielle

¹⁶ Se NOU 1994:7 s. 62

¹⁷ I det følgende vil aksjeloven og allmennaksjeloven som utgangspunkt bli gjenstand for en felles løpende gjennomgang fordi bestemmelsene er på flere punkter like. Man unngår dermed en dobbeltbehandling.

¹⁸ Lov 2007-06-29 nr. 75

¹⁹ Lov 2007-06-29 nr. 74

²⁰ For 2007-06-29 nr. 875

vurderinger hos organet, se Rt. 1989 s.1290 (Arendal Fossekompani). I forarbeidene til den tidligere børsloven uttales det også at “det må forutsettes at nemndens avgjørelser blir tillagt betydelig vekt av domstolene”²¹ Dette tilsier at børsklagenemndens praksis i forhold til forsvarstiltak også vil bli tillagt stor vekt i norske domstoler.

Oppgaven vil i det følgende bruke norsk rettskildelære utviklet gjennom langvarig domspraksis som metode.

1.5 Videre opplegg

I del 2 av oppgaven blir det sett nærmere på utviklingen i lovverket når det gjelder de forsvarstiltak som selskap kan iverksette. Del 3 vil gjennomgå de rettslig hoveddrammer og utgangspunkt som forsvarstiltak må forholde seg til. Videre vil oppgavens del 4 belyse de forsvarstiltak selskapet kan benytte i kampen mot en fiendtlig oppkjøper, mens kravet om samtykke ved aksjeerverv blir gjenstand for en mer detaljert gjennomgang i del 5.

²¹ Ot.prp.nr.54 (1988-89) pkt. 3.3

2 Utvikling innen lovverket

Nedenfor blir det sett nærmere på noen hovedlinjer i utviklingen av lovverket når det gjelder muligheten til å gjennomføre forsvarstiltak i norske aksje- og allmennaksjeselskaper.

I aksjeloven av 1997 ble den tidligere hovedregel om fri omsettelighet av aksjer i asl. 1976 endret til et krav om styresamtykke til aksjeervert og forkjøpsrett blant eksisterende aksjonærer. I forarbeidene kom endringen inn når Stortingets justiskomité behandlet lovforslaget til ny aksje- og allmennaksjelov²², etter at justisdepartementet foreslo i Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s.97 å ikke videreføre forslaget fra aksjelovutvalget.²³ I allmennaksjeloven er utgangspunktet fortsatt fri omsettelighet.

Generelt har muligheten for bruk av omsetningsbegrensninger blitt mer liberal ved aksje- og allmennaksjeloven av 1997 enn hva tilfellet har vært med de foregående aksjelovene. Etter dagens lovgivning kan selskapet i prinsippet vedtektsfeste alle typer omsetningsbegrensninger, jf. asl/asal. § 4-15 (1). Etter denne bestemmelsen kan aksjene skifte eier ved overdragelse eller på annen måte “for så vidt annet ikke er bestemt i lov, selskapets vedtekter eller avtale”. I aksjeloven av 1976²⁴ § 3-2 var omsetningsbegrensninger i vedtektene begrenset til samtykkekrav og forkjøpsrett. Begrensninger kunne også følge av avtale, men kunne da følgelig ikke være bindende overfor tredjemann. Samtykkekravet var også begrenset til å gjelde ved frivillig rettsoverganger, jf. ordbruken “overdragelse” i § 3-2. I dagens aksje- og allmennaksjelovs §4-15 (2) gjelder samtykkekravet ved “ervert”, noe som har blitt tolket til å omfatte alle type rettsoverganger.²⁵

²² Innst.O.nr.80

²³ Se NOU 1996:3. pkt. 4.3

²⁴ Lov 1976-06-04 nr. 59

²⁵ Mer om ervertsbegrepet i pkt. 5.3.

Denne tendensen til å gi selskapet flere lovhjemlede verktøy i kampen mot en fiendtlig oppkjøper, kan ses som et utslag av de utviklingstrekk den vestlige verden hadde når det gjaldt tilfeller med fiendtlige overtak av større selskaper. I 1980-årene fikk vi de første større fiendtlige oppkjøp i Norge, med for eksempel Lalys forsøk på oppkjøp i Kosmos i 1985 og Gjensidiges kjøp av Forenede forsikring i 1991. Dette var tilfeller som viste at fiendtlig oppkjøp ikke bare var forbeholdt de store økonomiene i den vestlig verden. Utviklingen har fortsatt, i 1999 og 2000 ble det registrert 11 tilfeller av gjennomførte forsøk på fiendtlige overtak på Oslo Børs.²⁶

Det har også skjedd endringer for børsnoterte selskap når det gjelder kostnader forbundet med oppkjøp. Ved innføringen av det såkalte Take-over direktivet²⁷ i norsk rett ble reglene om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven endret, blant annet ble grensen for når tilbudsplikt inntreer senket fra 40 % til 1/3 av de stemmeberettigede aksjene, se vphl. § 6-1 (1). Formålet var å sette grensen nærmere nivået der oppkjøperen faktisk kan få en viss kontroll over selskapet, det vil si når aksjonæren kan stoppe vedtektsendringer.²⁸ Bestemmelsen om gjentatt tilbudsplikt i vphl. § 6-6 ved passering av 40 og 50 % av eierandelene i selskapet var også ny. Dette tillegget må ses i sammenheng med den lavere grensen for når tilbudsplikten inntreer, fordi det vil være større sannsynlighet for at oppkjøperen har betalt færre aksjonærer "premie" for å komme opp til tilbudspliktgrensen.²⁹ At tilbudsplikten inntreer igjen på senere stadier sikrer da andre aksjonærer en mulighet til å få betalt for at en enkelt aksjonær får kontroll i selskapet. For oppkjøperen vil bestemmelsene om lavere terskel og gjentatt tilbudsplikt generelt innebære økte kostnader forbundet med oppkjøpet, siden han risikerer å utløse tilbudsplikten på et lavere nivå og opp til tre ganger.

²⁶ Se Finansavisen 22. mars 2001 s 19. Kilde i avisen er Orkla Enskilda Securities.

²⁷ 2004/25/EF

²⁸ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) pkt. 26.1

²⁹ Perland (2006) s. 99-100

3 Rettslig rammer og utgangspunkt

I denne delen blir det sett nærmere på noen selskapsrettslig prinsipper og hovedregler som danner utgangspunktet eller rammen for de forsvarstiltak oppgaven nevner i del 4 og 5. I pkt. 3.3 vil i tillegg noen særlig rammer som eksisterer for børsnoterte selskapet bli sett nærmere på.

3.1 Prinsippet om aksjers frie omsettelighet - asl/asal. § 4-15

Etter asl/asal. § 4-15 (1) er den deklarasjoniske hovedregelen fri omsettelighet av aksjer med mindre noe annet er bestemt i lov, selskapets vedtekter eller ved avtale mellom aksjonærene. Samtykkebegrensninger, personklausuler og en del andre forsvarstiltak vil være unntak fra dette prinsippet siden de begrenser aksjonærers mulighet til å omsette aksjen. Prinsippet er først og fremst begrunnet i hensynet til den enkelte aksjonær, og dens mulighet til å trekke seg ut av selskapet ved å realisere aksjens verdi på markedet. Andre muligheter til realisasjon som innløsning av aksjen er ikke tilgjengelig for aksjeeieren unntatt i spesielle tilfeller. Dette utgangspunktet innebærer normalt sett en fordel for selskapet og da kapitalen i selskapet ikke blir belastet.

Begrensninger i prinsippet om fri omsettelighet kan som nevnt følge av "lov". For aksjeselskaper gir aksjeloven slike begrensninger ved kravet om samtykke ved aksjeoverdragelse i asl. § 4-15 (2), og ved aksjonærenes forkjøpsrett ved aksjeovergang i asl. § 4-15 (3). Slike unntak i lov følger ikke av allmennaksjeloven. Denne forskjellen er begrunnet i forarbeidene med vedtektspraksis hvor normalen i aksjeselskap har vært krav om samtykke eller forkjøpsrettklausuler:

“Vedtektspraksis etter aksjelova av 1976 inneber at selskap med ein lukka eigarkrins svært ofte har avgrensa omsetnaden av aksjane. Lova bør ta utgangspunkt i det som er normalordninga for dermed å spare selskapa for å utforme særskilde vedtektsreglar som berre sler fast det som er mest vanleg.”³⁰

³⁰ Innst. O. nr. 80 (1996-1997) pkt. 8

Når det gjelder aksjeselskaper stiftet før lovens ikrafttredelse gjelder det lovbestemte unntaket om samtykke og forkjøpsrett i asl. § 4-15 (2) og (3) bare hvis vedtektene inneholder slike klausuler, jf. § 21-2 (25). For begge tilfeller beror det på en alminnelig tolkning av vedtektene om slike klausuler er vedtektfestet.

Prinsippet kan også begrenses i selskapets “vedtekter”, jf. asl/asal. § 4-15 (1). Etter ordlyden gir dette unntaket i utgangspunktet mulighet for selskapet til å fastsette de begrensninger det måtte ønske, for eksempel at aksjer i selskapet overhodet ikke skal overdras.³¹ For allmennaksjeselskaper vil dette være lite hensiktsmessig, da denne selskapsformen normalt innebærer et mer spredt eierskap. For børsnoterte selskaper vil en slik bestemmelse være uaktuell på grunn av kravet til regelmessig omsettelighet i børsforskriftens § 4, se pkt. 3.3 nedenfor.

Til slutt vil prinsippet kunne begrenses av en “avtale” mellom aksjonærene, jf. asl/asal. § 4-15 (1). Med aksje- og allmennaksjeloven av 1997 som åpnet for at alle omsetningsbegrensninger kunne vedtektsfestes, er det ikke lenger like aktuelt å begrense omsetteligheten ved aksjonæravtaler. Dog har aksjonæravtaler den fordel at de ikke må offentliggjøres, men det gjelder ikke for en del aksjonæravtaler i børsnoterte selskaper som børsen vil kreve offentliggjort på grunn av informasjonshensyn. For selskaper som skal noteres må slike avtaler fremkomme av prospektet selskapet må fremsette, jf. vphl. § 7-13. En aksjeerverver vil heller ikke være pliktet til å inngå en aksjonæravtale med de andre aksjonærene i selskapet. Selskapet kan for eksempel ikke gjennom en generell henvisning i vedtektene til en aksjonæravtale stille krav til godkjenning av en aksjonæravtale for å kunne bli aksjonær i selskapet, selv om dette til tider skjer i praksis. I følge justisdepartementets lovavdeling vil en samtykkenektelse på dette grunnlag bli ansett som usaklig.³²

³¹ Se Bråthen, (1998) s. 241, Aarbakke m.fl. s. 251 jf. s. 252 om pantsettelse.

³² Se Lovavdelingens tolkningsuttalelse jnr. 2925/85 og Andenæs (2006) s. 65

3.2 Misbruksklausulen og likhetsprinsippet

Styret og andre som representerer selskapet må ikke gjennomføre tiltak “som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning”, jf. asl/asal. § 6-28. En lignende bestemmelse er gitt for generalforsamlingens kompetanse i asl/asal. § 5-21. Disse reglene setter skranker for ledelsens og generalforsamlingens beslutning om å gjennomføre forsvarstiltak som skiller mellom aksjonærene eller påfører selskapet tap.

Asl/asal. § 6-28 rammer og er etter ordlyden begrenset til fordeler som aksjonær eller “andre” mottar. “Andre” kan i denne sammenhengen være toppadministrasjonen eller styret. Generelt må det nevnes at det er ingen automatikk i at enhver forskjellsbehandling er urimelig. For det første hjemler aksjeloven selv muligheten til å forskjellsbehandle aksjonærer i vedtektene, blant annet ved å opprette aksjeklasser hvor visse aksjer ikke skal kunne omsettes, ikke ha rett til utbytte osv, se asl/asal. § 4-1. For det andre må forskjellsbehandlingen være diskriminerende, jf. uttrykket “urimelig”. Hva som er urimelig beror på en konkret helhetsvurdering av tiltaket, sett hen til formål og omfang, selskapets stilling og andre relevante omstendigheter. For det tredje vil normalt et samtykke fra berørte parter som ikke blir berettiget, motvirke rettsvirkningen av en eventuelt urimelig forskjellsbehandling. Dette gjelder så lenge ikke tiltaket begrenser preseptoriske rettigheter i aksje- og allmennaksjeloven.³³

En urimelig forskjellsbehandling på selskapet eller aksjonærers bekostning vil medføre at vedtaket om å gjennomføre tiltaket er ugyldig og dermed uten virkning.³⁴ Brudd på disse bestemmelsene kan også medføre ansvar etter asl/asal § 17-1 for tap aksjonærer eller selskapet lider. Eksempelvis vil ledelsen kunne bli erstatningsansvarlig for tap på grunn av forsvarstiltak som objektivt sett ikke var i selskapets interesse.

³³ For det nærmere innholdet av myndighetsmisbruksregelen se Truyen (2005)

³⁴ Truyen (2005) s. 470

I tillegg til misbruksreglene har styret, daglig leder og andre som representerer selskapet en ulovfestet lojalitetsplikt som følger stillingen. Det innebærer at styret eller administrasjonen også kan bli erstatningsansvarlig for tap selskapet eller aksjonærer lider, uavhengig av om de selv eller andre har mottatt noen fordel.

Etter asl § 4-15 (4) og asal. § 4-15 (3) gjelder urimelighetsvurderingen i avtaleloven³⁵ (avtl.) § 36 også for omsetningsbegrensninger. Vurderingen etter bestemmelsen vil i praksis være rimelig lik vurderingen som gjøres under misbruksklausulene nevnt overfor. En forskjell er at det ikke er noe krav om at visse aksjonærer eller andre har fått en fordel på andres bekostning.

3.3 Rammer for børsnoterte selskap

For børsnoterte selskaper vil reglene i verdipapirhandelloven og børsloven sette særlige krav angående bruk av forsvarstiltak utover hva som følger av selskapsrettslige krav.

For det første begrenser vphl. § 6-17 (1) styret eller daglig leders mulighet i oppkjøpssituasjonen til å treffe vedtak om kapitalforhøyelse, fusjon, salg av vesentlig eiendeler, samt kjøp og salg av selskapets egne aksjer. Bestemmelsen gjelder når aksjonæren må fremsette pliktig tilbud, jf. henvisningen i 1. ledd, og løper fra det tidspunkt selskapet har blitt underrettet om at tilbud skal fremsettes frem til utløpet av tilbudsperioden.

Bestemmelsen tar sikte på å regulere situasjonen hvor ledelsen i selskapet vil prøve å vanskeliggjøre forholdene for oppkjøperen. Dette vises ved at disposisjoner som nevnt i 1. ledd kan etter 2. ledd gjennomføres der disse anses som en del av selskapets normale løpende drift. Hvorvidt dette er tilfelle beror på en konkret vurdering av disposisjonen sett opp mot den virksomhet som blir bedrevet og hva som er selskapets formål.³⁶ Vphl. § 6-17

³⁵ Lov 1918-12-14 nr. 4

³⁶ Se Andenæs (2006) i forhold til angivelse av selskapets virksomhet i vedtektene som ett av flere momenter i vurderingen.

skal også hindre at ledelsen gjennomfører tiltak som flertallet av aksjonærene ikke ville godtatt. Etter 2. ledd må generalforsamlingen gi en fullmakt med sikte på oppkjøpssituasjonen for at ledelsen skal kunne treffe de nevnte forsvarstiltak i perioden. Etter ordlyden er det et krav om at generalforsamlingen må spesifiserer de “aktuelle vedtak” som ledelsen kan treffe, noe som begrenser ledelsen handlefrihet. Sammenholdt med reglene i allmennaksjeloven om fusjon, kapitalforhøyelse m.m. må også fullmakten spesifisere hvordan dette skal skje, for eksempel å spesifisere ved kapitalforhøyelsen antall aksjer som kan tegnes, hvem som kan tegne aksjer osv. Likevel må en henvisning til en eksisterende fullmakt om for eksempel kapitalforhøyelse kunne benyttes. En slik fullmakt må vedtas med flertall som for vedtektsendringer i asal. § 5-18, jf. Ot.prp.nr.34 (2006-2007) pkt. 29.1.5.

For det andre er forsvarstiltak begrenset av børsloven og børsforskriften. For å bli notert på børs er det et grunnleggende vilkår at aksjene forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning, jf. børslovens § 24 (1) og børsforskriftens § 4 (1). Hvis det foreligger omsetningsbegrensninger for aksjene vil dette kunne skape usikkerhet rundt handelen. Likevel er det ikke et forbud mot at et børsnotert selskap innehar omsetningsbegrensninger på aksjene, se børsforskriftens § 6. Etter bestemmelsen er det et krav om at “det foreligger skjellig grunn til å nekte samtykke eller til å anvende andre omsetningsbegrensninger, og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet”. Vilkåret om skjellig grunn sier i seg selv ikke noe mer enn hva som følger av saklighetskravet for samtykkenektelse i selskapsretten, men det kvalifiserende kriteriet om ingen forstyrrelse i markedet får selvstendig betydning. Bestemmelsen regulerer kun omsetningsbegrensninger av skjønnsmessig art, det vil si at forkjøpsrettsregler i vedtektene eller krav til personklausuler faller i utgangspunktet utenfor siden utøvelsen baseres på objektive kriterier. Men slike løsninger kan likevel innebære at aksjene ikke er egnet for notering på grunn av begrenset omsettelighet, se børsforskriftens § 4, noe som kan blant annet medføre avslag på søknaden om opptak.³⁷

³⁷ Bergo (2008) s. 116.

Det beror på en konkret vurdering om hvorvidt en skjønnsmessige omsetningsbegrensning vil kunne aksepteres i et børsnotert selskap, men generelt kan det sies at der den enkelte begrensningen fremstår som klar og forutberegnelig med hensyn til erverv og prising, vil den lettere stå seg sammenlignet med omsetningsbegrensninger som overlater avgjørelsen til styrets skjønn. Dette fordi skjønnsmessige begrensninger skaper usikkerhet rundt omsetningen av selskapets aksjer. Hvordan børsforskriftens §§ 4 og 6 slår ut i forhold til de enkelte forsvarstiltakene blir sett nærmere på under det enkelte forsvarstiltak i del 4 og 5.

Oslo Børs vil kunne overvåke et børsnotert selskaps bruk og praksis av omsetningsbegrensninger, jf. børsl. § 27 og børsforskriftens § 18. Konsekvens av brudd på kravene til børsnotering vil kunne medføre gebyr, suspensjon eller strykning fra børs.

4 Metoder selskapet kan benytte til forsvar

I denne delen av oppgaven rettes fokus mot forsvarsstrategier selskapet har til rådighet.³⁸ Det vil bli sett på et utvalg forsvarstiltak som har blitt brukt i Norge samt visse tiltak som kan kunne tenkes brukt. Dette er dog ingen uttømmende liste over de potensielle muligheter som eksisterer.

De strategiene som selskapets ledelse kan benytte til forsvar er en blanding av juridiske og ikke-juridiske løsninger som kan deles inn i tre grupper;

1. Generelle tiltak i selskapet for å hindre oppkjøp,
2. Tiltak som bør vedtas eller organiseres før oppkjøpssituasjonen har oppstått;
3. Tiltak ledelsen kan iverksette på bakgrunn av en oppstått oppkjøpsituasjon.

Denne inndelingen har først og fremst en strukturmessig begrunnelse, da noen av tiltakene til en viss grad flyter over i alle 3 kategorier. Det finnes flere eksempler fra praksis hvor tiltak som normalt vedtas før oppkjøpssituasjonen oppstår, har blitt gjennomført etter at oppkjøperen har gitt sitt tilbud.³⁹ Av de tre kategoriene vil fokus rettes mot gruppe 2.

4.1 Generelle tiltak i selskapet for å hindre oppkjøp

Denne gruppen retter seg mot tiltak som gjelder den alminnelige drift, hvor alle vil kunne vanskeliggjøre oppkjøperens mulighet til å få kontroll i selskapet.

4.1.1 God drift

Generelt god drift av selskapet, det vil si fokus på struktur, inntjening, organisering og hva selskapet investerer i, vil være med på å forhindre potensielle oppkjøp. Med andre ord bør selskapet utføre handlinger som en oppkjøper selv ville ha gjennomført i selskapet. Dette vil gjøre selskapet mindre interessant å "raide" fordi det vil være færre verdier å hente ut, og kostnadene for oppkjøpet vil stige sammenlignet med den mulige fortjeneste på grunn

³⁸ Samtykkeklausuler blir det behandlet i punkt 5 nedenfor.

³⁹ Se for eksempel pkt. 4.2.7.2 nedenfor om Kværners vedtak av tilbudsplikt i vedtektene etter at Aker hadde offentliggjort sitt tilbud.

av høyere markedsverdi. Slike handlinger kan være en intern og ekstern gjennomgang av driften og ledelsen, hva slags investeringer og oppkjøp selskapet selv foretar m.m.

4.1.2 Informasjonsstrategi

En veldefinert informasjonsstrategi er det som kan avgjøre om et oppkjøp blir vellykket eller ikke. Det innebærer for det første en generell holdning i ledelsen til å offentliggjøre informasjon om selskapets status og utvikling. Hvis ledelsen velger å holde informasjon hemmelig for aksjeeierne, får aksjonærene mindre oversikt over hvordan selskapet bør utvikle seg for å maksimere inntjening på lang sikt. En slik informasjonsstrategi vil kunne medvirke til at aksjekursen reelt sett blir mer riktig fordi man motvirker at selskapets aksjer blir ansett som underpriset eller usikkert priset. Aksjer som er underpriset vil kunne gjøre selskapet til en mulig oppkjøpskandidat, på grunn av de underliggende verdiene. Når oppkjøpet er gjennomført og selskapet er restrukturert, fusjonert osv. vil slike verdier komme frem og oppkjøperen kan da heve fortjenesten ved en høyere aksjeverdi eller ved positive synergieffekter.

For det andre trenger ledelsen å ha strategien klar hvis et fiendtlig oppkjøp oppstår. Ved å informere ut at oppkjøpet vil få negativ innflytelse på selskapet, kan man knytte til seg ansatte med tillitsverv, fagforeninger, myndigheter samt kunder og leverandører som alle vil kunne vanskeliggjøre situasjonen for oppkjøperen. Slike interessegrupper vil også skape press på andre aksjonærer til å stille seg på selskapsledelsens side i kampen mot oppkjøperen. Det vil også være viktig å få gitt informasjon ut til aksjonærene om ledelsens syn før aksjeeieren eventuelt bestemmer seg for å akseptere oppkjøpstilbudet.

4.1.3 Utbetale fri kontantstrøm

I selskaper av en viss størrelse er typisk eierskap og kontroll atskilt, det vil si at aksjonærene ikke har direkte kontroll med selskapet utover generalforsamlingen og gjennom styret. I slike selskaper kan det oppstå et agentproblem, det vil i dette tilfelle innebære at ledelsen ønsker å maksimere sin nytte, mens aksjonærene ønsker å maksimere

sin avkastning.⁴⁰ Hvis selskapet er på et forretningsområde der det er få investeringsmuligheter samtidig som det genereres en større fri kontantstrøm, kan dette problemet eskalere til oppkjøp på grunn av de store verdiene som blir liggende i selskapet. En lignende situasjon er der selskapsledelsen velger å bruke den frie kontantstrømmen til mindre gjennomtenkte oppkjøp og utvidelser for dermed å skape arbeidsoppgaver for ansatte og ledelsen.⁴¹ Slike situasjoner kan i lettere grad føre til at selskapet selv blir en oppkjøpskandidat fordi aksjonærene ikke får et incentiv til å være vennligsinnet overfor ledelsen siden avkastningen på aksjene gjennom utbytte er liten.

4.1.4 Overvåke aksjonærstrukturen

Hvis ledelsen overvåker aksjonærregisteret over hvem som til enhver tid er aksjonær og hvor stor andel aksjer de har i selskapet, vil dette gi selskapsledelsen en oversikt over endringer på eiersiden. På den måten kan de få ekstra tid til å forberede forsvarstiltak mot potensielle fiendtlig oppkjøp.⁴² For børsnoterte selskaper vil flaggingsreglene i vphl. § 4-2 hjelpe ledelsen i overvåkingen. Aksjonærene har etter 2. ledd en plikt til å melde fra til selskapet om erverv som bringer vedkommende over visse terskler av aksjekapitalen eller tilsvarende andel av stemmene i selskapet.

4.2 Tiltak rettet mot en potensiell oppkjøpsituasjon

Til forskjell fra pkt. 4.1 hvor det ble sett på preventive løsninger av generell karakter, vil tiltak i denne delen av oppgaven gi juridiske verktøy i kampen mot oppkjøperen. Først vil omsetningsbegrensninger hjemlet i aksje- og allmennaksjeloven bli gjennomgått, deretter følger andre vedtekts- eller avtalebaserte tiltak. Fra pkt. 4.2.10 vil tiltak som innebærer bruk av verdipapirer bli sett nærmere på.

⁴⁰ Gretland (1998) s. 150

⁴¹ Bøhren (2006) s.93

⁴² Gretland (1998) s. 152

Selv om tiltakene beskrevet nedenfor drøftes separat, er de i praksis ofte brukt i kombinasjon.⁴³ En vanlig kombinasjon er å vedtektfeste at forkjøpsrett eller personklausuler gjelder for en aksjeklasse. Et eksempel på dette er at 80 % av aksjekapitalen har ingen eller begrenset stemmerett men er til gjengjeld fritt omsettelige. De resterende 20 % har full stemmerett men underlagt krav til geografisk tilknytning og forkjøpsrett blant andre aksjonærer i samme aksjeklasse. Det vil også være en flytende overgang mellom en rekke forsvarstiltak, for eksempel der det stilles krav til geografisk tilknytning eller personlige egenskaper for at styret skal kunne gi samtykke ved aksjeervert. Hvorvidt man ser dette som et begrenset samtykkekrav eller en personklausul har i utgangspunktet ingen betydning, men for visse forsvarstiltak vil det kunne være relevant sett hen til hva slags flertall som må foreligge for å vedtektfeste tiltaket. Se blant annet vurderingen av betingede stemmerettsbegrensninger i pkt. 4.2.7.2 nedenfor for en slik problemstilling.

4.2.1 Krav om forkjøpsrett

Når det gjelder forkjøpsrett er det for aksjeselskaper lovens hovedregel at aksjonærene har forkjøpsrett til aksjer som har blitt avhendet, hvis ikke vedtektene bestemmer noe annet, jf. asl. § 4-19. For aksjeselskaper stiftet før aksjeloven av 1997 sin ikrafttredelse, gjelder bestemmelsen som tidligere nevnt bare for så vidt selskapet har vedtektfestet forkjøpsretten, jf. asl. § 21-2 (25) 3.pkt. I allmennaksjeselskaper kan forkjøpsretten vedtektfestes, jf. asal. § 4-19. Forkjøpsretten kan også gis til andre enn aksjonærene, jf. asl. § 4-19 (2) og asal. § 4-19, noe som innebærer at ledelsen med aksjonærenes tillit kan vedtektfeste at et vennligsinnet selskap eller aksjonær skal kunne kjøpe aksjene ved salg.

En forkjøpsrett vil generelt gjøre selskapet mindre attraktivt som oppkjøpsobjekt, siden risikoen for å mislykkes øker når andre aksjonærer kan benytte retten til fortrenghet for kjøperen. Likevel hindrer den ikke oppkjøperen i å by en høyere pris for aksjene slik at de andre aksjonærene ikke er villig til å kjøpe andelene.

⁴³ Gjelder også samtykkeklausulen i del 5

Etter asl/asal. § 4-23 (1) har en forkjøpsretthaver 2 måneder til å gi beskjed om at han vil benytte seg av retten, hvis fristen ikke er gjort kortere i vedtektene. Dette innebærer også at selskapet i utgangspunktet har opp til 2 måneder på å legge en strategi mot videre oppkjøp, samt tid til å finne en annen vennligsinnet aksjonær til å kjøpe aksjeposten.

For børsnoterte selskaper vil en situasjon med store deler av selskapets aksjer bundet til en forkjøpsrett kunne anses som et tiltak som hindrer regelmessig omsetning av aksjene, jf. børsforskriftens § 4. Hvis styret er gitt skjønnsmessig adgang til å bestemme i hvilke tilfeller forkjøpsretten kan utøves, for eksempel at forkjøpsretten utløses ved “fiendtlig oppkjøp”, vil også en slik bestemmelse falle inn under kravet til “skjellig grunn” i børsforskriftens § 6.

Det vil være særlige flertallskrav for beslutningen om å innføre forkjøpsrett på allerede utstedte aksjer, jf. asl/asal. § 5-19 (2) 2 pkt. På aksjer som skal utstedes kan slike rettigheter angis i stiftelsesvilkårene uten særlig flertall utover det som allerede gjelder for nytegning.

Muligheten for omgåelse av forkjøpsretten gjennom indirekte overføring innebærer at målselskapet bør utforme vedtektene med omgåelse for øye.⁴⁴ Et eksempel er der en juridisk person eier aksjer og fisjonerer disse verdiene ut til et nytt selskap med blant annet oppkjøperen som aksjonær. Selv om en slik transaksjon kan tenkes gjennomskjært selskapsrettslig vil terskelen være høy og målselskapet ha bevisbyrden.

4.2.2 Personklausuler

Generalforsamlingen kan fastsette i vedtektene at en erverver skal ha visse egenskaper for å kunne bli aksjonær i selskapet, og hvis han ikke tilfredstiller disse egenskapene skal styret nekte innføring i aksjeeierboken, jf. asl/asal. § 4-18. Slike personklausuler følger aksjonæren som subjekt - ikke aksjen han innehar.

⁴⁴ Ravlo-Losvik (2008) s.109

Gjennom personklausuler får selskapet en mulighet til å bestemme hvem som kan bli aksjonær i selskapet, og på den måten hindre at grupper som styret eller ledelsen ikke vil ha som hovedaksjonær får tilgang til selskapet. I praksis tilpasses personklausulene etter hva slags bransje selskapet er i, dets formål m.m. Kravet må dog ikke utformes slik at det vil stride med diskrimineringsforbudet i EØS-avtalens art. 4, som setter forbud mot å forskjellsbehandle norske mot andre EØS-borgere.

Fra mediebransjen finner man for eksempel krav om tilknytning til visse organisasjoner, se blant annet vedtektene til Halden Arbeiderblad i Rt. 2008 s.298. På den måten kan man hindre aksjonærer med en annen ideologi å få kontroll over selskapet. Se og LF-1999-614-2 (Bøndernes Hus) hvor selskapet fungerte som interesseorganisasjon og samlingspunkt for lokale bønder i Trønderlag. I vedtektene benyttet selskapet krav om stedlig tilholdssted og yrke. Dette var blant annet med på å hindre at investeringsselskapet Reitan Eiendom fikk kontroll over bygningsmasse Bøndernes hus eide i Trondheim sentrum.

For børsnoterte selskaper vil personklausuler i vedtektene kunne innebære at aksjene ikke blir egnet for notering, jf. børsforskriftens § 4. Hvorvidt dette er tilfelle beror på en vurdering av hvor begrenset adgangen blir til å erverve aksjer i selskapet. Der personklausulen har en mer skjønsmessig karakter, for eksempel forbud for erverv hos "fiender" av selskapet, stilles det krav til "skjellig grunn", jf. børsforskriftens § 6.

Det vil være særlige flertallskrav for beslutningen om å innføre personklausuler på allerede utstedte aksjer, jf. asal. § 5-19 (2) 2 og 3 punktum. På aksjer som utstedes ved nyteging kan slike begrensninger angis i stiftelsesvilkårene uten særlig flertallskrav utover det som gjelder for aksjetegningen.

4.2.3 Eierbegrensning

Eierbegrensning eller aksjetak er en begrensning hvor selskapet vedtektsfester en øvre grense for hvor mange aksjer en aksjeeier i selskapet kan inneha. Slike eierbegrensninger vil så og si gjøre det umulig for oppkjøperen alene å få kontroll over selskapet. Han må eventuelt samarbeide med andre aksjonærer for å kunne oppnå flertall som for

vedtektsendringer til å fjerne klausulen. Tiltaket kan også kombineres med en personklausul, for eksempel at aksjetak gjelder for konkurrenter, eller at aksjetak bare gjelder for visse aksjeklasser.

Aksjetak har en del til felles med tilbudspliktsreglene gjennomgått nedenfor i pkt. 4.2.7 ved å oppstille en plikt til å selge seg ned ved passering av den vedtektsfestede grensen, men det utløses her ingen plikt til å gi tilbud.

Innføring av aksjetak krever enstemmighet blant aksjonærene i selskapet, jf. asl/asal. § 5-20 nr. 2, siden det begrenser adgangen til å erverve aksjer over den fastsatte grensen. Likevel kan det innføres med flertall som for vedtektsendringer på aksjer som skal utstedes, for eksempel ved kapitalforhøyelse. Et alternativ der aksjetak i selskapet ikke er aktuelt på grunn av enstemmighetskravet, men selskapet har lovbestemt eller vedtektfestet krav til samtykke ved aksjeerverv, er å praktisere samtykkenektelse for erverv som fører aksjonæren over en viss prosent av aksjekapitalen.

Oslo Børs har hittil ikke hatt innvendinger til eierbegrensninger i børsnoterte selskaper.⁴⁵ Dog ved en skjønnsmessig praktisering, for eksempel at eierbegrensning gjelder for de aksjonærer ledelsen definerer som fiendtlige men ikke for vennligsinnede aksjonærer, må dette ha “skjellig grunn”, jf. børsforskriftens § 6.

4.2.4 Stemmerettsbegrensninger

Hovedregelen i aksje- og allmennaksjeselskaper er at én aksje gir én stemme, jf. asl. § 5-3 (1) 1. pkt og asal. § 5-4 (1) 1.pkt. I samme punktum gis det hjemmel til å fravike hovedregelen i lov eller vedtekter, noe som prinsipielt innebærer at selskapet fritt kan fastsette de stemmerettsregler de selv ønsker. Ved å vedtektsfeste andre stemmerettsregler kan ledelsen dermed vanskeliggjøre oppkjøpsprosessen ved å forhindre oppkjøperen stemmeflertall på generalforsamlingen.

⁴⁵ Bergo (2008) s. 117

For det første kan dette gjøres gjennom å vedtektsfeste at “en aksjeklasse ikke skal gi stemmerett eller skal ha begrenset stemmevekt”, jf. asal. § 5-4 (1) 3.pkt og asl. § 5-3 (1) 3.pkt, det vil si å knytte stemmebegrensninger mot aksjen som sådan. På den måten kan ledelsen plassere en blokkerende post stemmeberettigede aksjer hos vennligsinnede aksjonærer, noe som vil redusere sjansen for å lykkes med oppkjøpet. Men hvis oppkjøperen får ervervet stemmeberettigede aksjer vil det kunne innebære at han kan få kontroll over selskapet, selv om han innehar mindre enn halvparten av aksjekapitalen.

For det andre kan selskapet knytte kvantitative stemmerettsbegrensninger “til person”, jf. asal. § 5-4 (1) 2. pkt og asl. § 5-3 (1) 2. pkt, det vil si at begrensningen følger antall aksjer aksjonæren innehar. Uttrykket “til person” innebærer at begrensningen følger subjektet som innehar aksjen og ikke aksjen som sådan.⁴⁶ Et eksempel på en slik begrensning er vedtektsfestet stemmetak på antall stemmer en aksjonær kan ha. Gjennom en slik maksimumsgrense på antall stemmer kan styret begrense en oppkjøpers mulighet til kontroll på generalforsamling, selv om han har over 50 % av aksjene i selskapet.

Et slikt tak på antall stemmer var en av årsakene bak UNI Storebrands mislykkede oppkjøp i det svenske forsikringsselskapet Skandia i perioden 1991-1992.⁴⁷ En “person” kunne maksimalt ha 30 stemmer på generalforsamlingen, noe som innebar at UNI Storebrand måtte samarbeide med andre aksjonærer for å få flertall for vedtektsendringer til å fjerne klausulen. Dette samarbeidet mislyktes på grunn av økonomiske årsaker, samarbeidsproblemer på grunn av ulike interesser, samt en mindre samarbeidsvillig ledelse i Skandia. Det endte til slutt med at UNI Storebrand ble satt under offentlig administrasjon høsten 1992, fordi selskapet hadde store likviditetsproblemer på grunn av forfall på låneopptak i forbindelse med aksjekjøpene i Skandia. Stemmerettsbegrensning førte dermed effektivt til at vanskelighetsgraden og transaksjonskostnadene ble så store at oppkjøpet ikke var mulig å gjennomføre.

⁴⁶ Andenæs (2006) s. 299

⁴⁷ Se NOU 1994:7

Et annet eksempel på en kvantitativ stemmerettsbegrensning er a-lineære stemmeretter.⁴⁸

Stemmerettsbegrensningen i Skandias vedtekter kan også her brukes som eksempel; hvis en aksjonær har 1 til 375 aksjer har han 1 stemme, med 376 til 750 aksjer har han 2 stemmer osv.⁴⁹ Dette gir minoritetsaksjonærene større makt og gjennomslag på generalforsamlingen enn hva eierandelen skulle tilsi, samtidig som ledelsen får større frihet til å gjennomføre sine interesser.

For det tredje kan det knyttes kvalitative stemmerettsbegrensninger til “person”, det vil si at det stilles krav til aksjonærens egenskaper for å kunne utøve stemmerett. Slike begrensninger har en viss likhet med personklausuler redegjort for i pkt 4.2.2 overfor, blant annet vil diskrimineringsforbudet i EØS-avtalens art. 4 også gjelde her. Forskjellen er at mens personklausuler knytter vilkår for å eie aksjen, er det her knyttet vilkår til å utøve stemmeretten til aksjen. Generelt vil en slik stemmerettsbegrensning virke mildere enn en personklausul, siden den ikke hindrer omsetningen. For selve utformingen av de kvalitative vilkårene vil det som er skrevet tidligere om utformingen av personklausuler også gjelde her.

De stemmerettsbegrensningene som hittil er beskrevet vil ikke begrense de individual- eller mindretallsrettigheter som aksje- eller allmennaksjeloven gir til den enkelte aksjonær, eller som følger av at aksjonæren innehar en spesifisert andel av aksjekapitalen, se. asl. § 5-3 (2) og asal. § 5-4 (2).⁵⁰ Det innebærer blant annet at selskapet ikke kan begrense en aksjonær med over 1/10 av aksjekapitalen til å kreve granskning etter asl/asal. § 5-25, selv om hans stemmer på generalforsamling i vedtektene er begrenset oppad til 9 prosent av

⁴⁸ NOU 1996:3 s. 100-101

⁴⁹ NOU 1994:7 s. 64

⁵⁰ NOU 1996:3 s. 101

aksjekapitalen. Etter 2. ledd siste punktum gjelder det samme for bestemmelser som krever tilslutning fra en viss andel av aksjekapitalen, eksempelvis kapitalforhøyelse og fusjon.⁵¹

Det kreves flertall som for vedtektsendringer når det gjelder å innføre stemmerettsbegrensninger på aksjer som skal utstedes, jf. asl/asal. § 5-18 (1) 2. pkt. For eksisterende aksjer må vedtektsendringen ha tilslutning fra samtlige aksjonærer i selskapet, da det vil endre rettsforholdet mellom tidligere likestilte aksjer, jf. asl/asal. § 5-20 (1) nr. 4. Det kan imidlertid stilles spørsmål om en bestemmelse om stemmetak kan innføres på allerede utstedte aksjer med flertall som for vedtektsendringer, så lenge den ikke innskrenker stemmerettigheter til eksisterende aksjonærer på det tidspunkt beslutningen treffes.⁵² Det foreligger ikke noe rettspraksis på dette spørsmålet. Mye taler for at også en slik beslutning krever samtykke fra samtlige, fordi enkelte aksjonærer kan ha ønske om videre oppkjøp av aksjer i selskapet. En begrensning på stemmeretten vil da innskrenke verdien av de aksjene han allerede har, selv om han foreløpig ikke blir omfattet av stemmetaket.

For allmennaksjeselskaper stilles det i tillegg krav om godkjenning fra justisdepartementet hvis aksjer med stemmerettsbegrensninger utgjør mer enn halvparten av selskapets aksjekapital, jf. asl/asal. § 5-4 (a).

For børsnoterte selskaper er vedtektsbestemmelser med stemmetak og aksjeklasser rimelig utbredt, noe som tilsier at Oslo Børs aksepterer en slik praksis. En undersøkelse fra 2001 viser at ca. 10 % av selskapene på Oslo Børs hadde slike stemmerettsforskjeller mellom aksjeklassene.⁵³ Når det gjelder a-lineære begrensninger er situasjonen mer usikker. Selv om det ikke hindrer omsetteligheten, begrenser det i større grad aksjonærenes mulighet for

⁵¹ NOU 1996:3 s. 101

⁵² Fougner Bugge (2001) s. 437

⁵³ Sundby (2003) s. 232

kontroll. Dette kan tilsi at Oslo Børs vil kunne stille seg negativ til slike vedtektsbestemmelser.⁵⁴

Omgåelseshensyn tilsier at selskapet bør vedtektsfeste konsolideringsregler for å få en effektiv forsvarsstrategi ved bruk av stemmerettsbegrensninger. Selv om vedtektsbestemmelser om stemmebegrensninger har “krav på rettsordenes beskyttelse” jf. Dommer Bugge sin uttalelse i Rt 1995 s. 46 (Nimbus)⁵⁵, vil målselskapet uansett ha bevisbyrden ved et søksmål.

4.2.5 Valg av styremedlemmer i selskapet

Styret i målselskapet vil spille en avgjørende rolle for hvorvidt et oppkjøp blir vellykket eller ei. Ved et fiendtlig oppkjøp hvor ledelsen motsetter seg oppkjøpet, kan det være vesentlig for oppkjøperen å få kontroll over hvem som skal være styremedlemmer. Der valg følger lovens hovedregel vil oppkjøperen ha full kontroll over styresammensetningen hvis han har over 50 % av aksjene i selskapet. Dette fordi styremedlemmer velges ved relativt flertall på generalforsamlingen jf. asl/asal. § 6-3 jf. § 5-17 (2), samt at de kan avsettes med simpelt flertall uten særlig grunn før tjenestetiden utløper av det organ som har valgt medlemmet, jf. § asl/asal. § 6-7 (2).⁵⁶ Det kan derfor være avgjørende for ledelsen å unngå eller vanskeliggjøre at oppkjøperen får en slik kontroll over styret.

For det første kan ledelse få generalforsamlingen til å vedta stemmerettsbegrensninger som hindrer oppkjøperen stemmeflertall på generalforsamling, se pkt. 4.2.4 overfor. Dette vil igjen kunne hindre han i å få kontroll over valget av styret.

⁵⁴ Også antatt av Fougner Bugge (2001) s. 437

⁵⁵ Saken gjaldt om en ugyldig stemmegivningsavtale, hvor avtalens formål var å unngå stemmerettsbegrensninger i selskapets vedtekter, skulle føre til en restitusjon av ytelser gitt under avtalen.

⁵⁶ Ot.prp.nr. 36 (1993-94) s.203

For det andre kan generalforsamlingen beslutte å delegere generalforsamlingens valgmyndighet helt eller delvis til et annet selskapsorgan eller “andre”, jf. asl/asal. § 6-3 (3). Andre i denne sammenhengen kan for eksempel være ansatte i ledelsen eller en vennligsinnet aksjonær i selskapet. Dog er valgretten begrenset til halvparten av styrets medlemmer hvis “andre” får valgretten, jf. 2. pkt. Dette gjelder likevel ikke når valgretten er gitt til et selskapsorgan. Et slikt selskapsorgan er for eksempel selskapets representantskap hvis dette er vedtektsfestet.⁵⁷ I bestemmelsens siste punktum er det eksplisitt slått fast at styret selv ikke kan inneha kompetanse, noe som ville gjort det selvsupplerende. Slik tiltak som er nevnt her vil vanskeliggjøre oppkjøperens mulighet til å få kontroll over styret, da han må overtale de med valgrett til å velge medlemmer som støtter oppkjøperen, eventuelt må han få flertall som for vedtektsendringer for å fjerne klausulen fra vedtektene.

For det tredje kan selskapet vedtektsfeste at adgangen etter asl/asal. § 6-7 til å avsette styremedlemmer før tjenestetiden krever 2/3 flertall. Oppkjøperen må dermed få 2/3 av stemmene på generalforsamling for å kunne avsette styret før tiden. En slik beslutning hos generalforsamlingen følger normalt kravet til simpelt flertall etter § 5-17 (1), men etter 3. ledd kan generalforsamlingen vedtektsfeste strengere flertallskrav enn hva som følger av samme paragraf. En slik løsning vil gjøre det mulig for styret å gjennomføre forsvarstiltak selv om aksjonæren får en dominerende andel aksjer i selskapet.

4.2.6 Avtaler på særlig vilkår

Selv om et selskap endres på eiersiden ved et oppkjøp løper kontraktene selskapet har inngått videre, siden oppkjøp til forskjell fra visse former for fusjon og fisjon ikke endrer selskapet som juridisk subjekt. Et unntak fra dette er avtaler som inneholder såkalte “change of control”-klausuler, det vil si vilkår som gir medkontrahenten rett til å heve avtalen ved et oppkjøp.⁵⁸ Ved å få inntatt krav om samtykke fra medkontrahent ved overdragelse av større aksjepost som passerer en viss grense, vil oppkjøpsprosessen kunne

⁵⁷ Ot.prp.nr.23 (1996-97) s. 145

⁵⁸ Thynness (2005) s.16

vanskeliggjøres. Størst virkning får dette hvis det gjelder viktige avtaler, eksempelvis låneavtaler med bankforbindelsen. Konsekvensen ved videre oppkjøp etter en samtykkenektelse vil innebære hevningsrett for medkontrahenten. Dette kan medføre at selskapet mister viktig tilskudd hvis oppkjøpet lykkes, noe som igjen øker oppkjøperens transaksjonskostnader. Slike avtaler har også den konsekvens at oppkjøperen må beregne lengre tid til å gjennomføre oppkjøpet, siden selskapets medkontrahenter vil kunne bruke en viss tid på å bestemme seg for hvorvidt de skal samtykke eller ikke.

Der ledelsen velger å anmode eller prøver å influere medkontrahenten til å ikke samtykke til oppkjøpet, kan det sette ledelsen i erstatningsansvar etter § 17-1. Dette fordi anmodningen vil kunne ha årsakssammenheng med selskapets tap ved kontraktsbruddet i det tilfelle oppkjøper likevel gjennomfører oppkjøpet.

Gyldne fallskjermer, det vil si avtaler hvor medlemmer av ledelsen får utbetalt en større pengesum hvis de mister stillingen, er en annen form for avtale på særlige vilkår. Dette vil være med på å øke de totale kostnadene oppkjøperen må ta i betraktning hvis den ønsker å bytte ut toppledelsen. Selskapet kan også inngå slike kontrakter med styremedlemmer i selskapet, men det krever samtykke fra generalforsamling, jf. asl/asal. § 6-10. Gyldne fallskjermer vil i de fleste tilfeller innebære små kostnader sammenlignet med summene for oppkjøp, slik at de isolert sett ikke har stor innvirkning på oppkjøpssituasjonen. En annen side er at slike fallskjermer i praksis kan virke mot sin hensikt ved å være et incitament for den sittende ledelsen til faktisk å få selskapet kjøpt opp, siden de da får vederlaget utløst hvis de mister stillingen.⁵⁹

⁵⁹ Gretland (1998) s. 151

4.2.7 Tilbudsplikt og betinget stemmerettsbegrensning

4.2.7.1 Tilbudsplikt

Tilbudsplikt er en plikt for aksjeeieren til å tilby kjøp av selskapets øvrige aksjer, i det tilfelle han overstiger en på forhånd fastsatt grense.⁶⁰ Det er da opp til de øvrige aksjeeierne å vurdere om de vil akseptere tilbudet. Dette krever at oppkjøperen har finansiell tyngde til å potensielt kjøpe ut alle aksjonærer i selskapet samt betale den kontrollpremiene som normalt følger med salg i denne situasjonen. Disse økte transaksjonskostnadene vil kunne hindre et vellykket oppkjøp.

Nedenfor vil hjemmelsgrunnlaget for tilbudsplikt gjennomgås, deretter vil tre måter tilbudsplikten kan benyttes på for å vanskeliggjøre et oppkjøp bli drøftet.

For børsnoterte selskaper gjelder det en lovbestemt tilbudsplikt når aksjonæren får over 1/3 av stemmene på generalforsamling, jf. vphl. § 6-1. Aksjonæren har da valget mellom å sende ut melding om tilbud, eller selge seg ned slik at aksjonæren kommer under tilbudspliktgrensen, jf. vphl § 6-8 (1). Aksje- og allmennaksjeselskaper som ikke er børsnotert er ikke omfattet av verdipapirhandelloven's bestemmelser, jf. § vphl. § 3-1 (1), men selskapet kan vedtektsfeste tilbudsplikten.⁶¹

For det første kan børsnoterte selskaper vedtektsfeste en lavere terskel for når tilbudsplikten slår inn enn terskelen på 1/3 i vphl. § 6-1, for eksempel når en aksjonær innehar 1/4 av aksjekapitalen i selskapet. En slik vedtektsbestemmelse om lavere terskel for tilbudsplikten enn hva som følger av vphl. § 6-1 (1) vil ikke være en begrensning av den lovbestemte plikten, men snarere en utvidelse. Dette øker oppkjøperens transaksjonskostnader forbundet med oppkjøpet.

⁶⁰ Ot.prp.nr. 29 (1996–97) pkt. 1.7.

⁶¹ Sml. asal. § 4-15 første ledd, jf. Andenæs (1998) s. 120 og Aarbakke m.fl. (2004) s. 881.

For det andre kan selskapet vedtektsfeste strengere krav enn hva som følger av lovgivningen til hva slags pris oppkjøperen plikter å tilby de andre aksjeeierne.⁶² Etter vphl. § 6-10 (4) 1.pkt skal tilbudet som hovedregel tilsvare det høyeste beløpet aksjonæren har betalt for en aksje i målselskapet de siste 6 månedene, men hvis markedsprisen er høyere på det tidspunktet tilbudsplikten inntreer skal denne legges til grunn, jf. 2 punktum. Ved å vedtektsfeste en lengre periode, for eksempel 12 måneder, som grunnlag for beregningen av tilbudsprisen kan dette fordyre oppkjøpet og dermed gjøre selskapet mindre attraktivt.

Når det gjelder kravet til flertall for å få vedtatt de to overnevnte metodene er utgangspunktet flertall som for vedtektsendringer etter asl/asal. § 5-18, hvis ikke det rammes av asl/asal. §§ 5-19, 5-20. Etter asal. § 5-20 (1) nr. 2 kreves det tilslutning fra samtlige aksjeeiere hvis rettigheter for utgitte aksjer “til å overdra eller erverve aksjer i selskapet innskrenkes på annen måten enn nevnt i § 5-19 annet ledd”.⁶³ § 5-19 (2) omfatter etter ordlyden ikke tilbudsplikt. Spørsmålet blir da om en slik tilbudsplikt nevnt overfor innskrenker omsetteligheten av aksjene, slik at den går inn under kravet i § 5-20 (1) nr. 2. Sett hen til ordlyden i § 5-20 (1) nr. 2 begrenser ikke tilbudsplikten i utgangspunktet retten til å ”overdra eller erverve” aksjer. Selv om han går over den bestemte terskelen kan han fortsette å kjøpe og selge, men ved passering av terskelen oppstår det en plikt til å enten selge seg ned eller å gi et oppkjøpstilbud. Det innebærer at avtalefriheten til å ikke inngå avtaler begrenses ved at han plikter å legge frem oppkjøpstilbud for alle andre aksjer når tilbudsgrensen er oversteget. At han kan fri seg fra denne ved å selge, innebærer at avtalefriheten til å ikke selge begrenses tilsvarende.

Det kan spørres om denne begrensningen i avtalefriheten er ment å omfatte asl/asal § 5-20 (1) nr. 2. Fra forarbeidene til den opprinnelige innføringen av enstemmighetskravet ved en endringslov til aksjeloven 19 10 § 34, ble det fremhevet at siktemålet var å etablere et

⁶² Fougner Bugge (2001) s. 445

⁶³ Ordlyden i asl. § 5-20 (1) nr 2 er litt annerledes utformet, uten at den har noen realitetsforskjell.

generelt omsetningsvern til beskyttelse av minoritetsaksjonærene.⁶⁴ I senere forarbeider til bestemmelsen har dette blitt gjentatt uten at det har blitt vurdert om tilbudsplikten omfattes av bestemmelsen.

I litteraturen har Amund Fougner antatt i en artikkel⁶⁵ om forsvarstiltak ved fiendtlig oppkjøp at den begrensning tilbudsplikten medfører ligger i ytterkant av ordlyden i § 5-20 (1) nr. 2, med henvisning til at det er likhetsprinsippet som er vernet i bestemmelsen. Siden tilbudsplikten vil gjelde likt for alle omfattes den dermed heller ikke av bestemmelsen. Hugo Matre kommer til motsatt konklusjon i en artikkel om tema⁶⁶ og begrunner det med den indirekte begrensningen i avtalefriheten som han mener er beskyttet i § 5-20. Samme resultat kommer også Tore Bråthen⁶⁷ til.

Inntil det foreligger en domstolsavgjørelse på dette området vil det være usikkert hva som er gjeldende rett, men mye taler for at tilbudsplikten er omfattet av asl/asal. § 5-20 (1) nr. 2. Dette fordi den reelt sett begrenser en kjøpers mulighet til å erverve ved å pålegge plikter som ikke følger av lovgivningen og som kjøper eller selger selv ikke har avtalt. En slik konklusjon vil innebære at selskapet må ha samtykke fra samtlige aksjonærer for å kunne vedtektsfeste en tilbudsplikt. Det samme gjelder for børsnoterte selskaper som vil vedtektsfeste en tilbudsplikt som strekker seg lengre enn reglene i vphl. kapittel 6.

Omgåelseshensyn tilsier at selskapet bør vedtektsfeste konsolideringsregler for å få en effektiv forsvarsstrategi ved bruken av tilbudsplikt. For børsnoterte selskaper følger dette allerede av vphl. § 6-5.

⁶⁴ Ot.prp.nr.9 1929 s.4

⁶⁵ Fougner Bugge (2001) s. 438

⁶⁶ Matre (2000) s. 56

⁶⁷ Se Bråthen (1996) s. 188

4.2.7.2 Betinget stemmerettsbegrensning

En tredje måte å benytte tilbudsplikten på er å kombinere den med en stemmerettsbegrensning. Etter en slik klausul kan ikke en aksjonær stemme for mer enn eksempelvis 30 % av aksjene i selskapet, hvis ikke det fremsettes tilbud om kjøp av de andre aksjene. Klausulen hindrer ikke aksjonæren i å kjøpe flere aksjer, men kan hindre han i å få kontroll over selskapet på generalforsamling. Løsningen vil også medføre at oppkjøperen kan bli nødt til å kjøpe flere aksjer enn hva som ellers ville vært nødvendig for å få kontroll i selskapet, noe som øker transaksjonskostnadene.

Det har i teorien⁶⁸ vært diskutert om slike klausuler kan vedtas med flertall som for vedtektsendringer eller om det krever tilslutning fra samtlige aksjonærer. Dette var et av spørsmålene som reiste seg etter at generalforsamlingen til Kværner ASA (Kværner) i september 2000 vedtektfestet en tilbudsplikt som slo inn hvis aksjonæren hadde eierandel på over 30 % i selskapet. Følgende klausul ble vedtatt med flertall som for vedtektsendringer:

“ § 8 Tilbudsplikt

Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 30% av stemmene i selskapet, kan ikke utøve stemmerett for de aksjer som overskrider grensen på 30%, uten å ha gitt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Avgjørelsen av spørsmålet om grensen på 30% er overskredet skal bestemmelsene om konsolidering av eierandeler og unntak fra tilbudsplikten i de til enhver tid gjeldende regler om tilbudsplikt for børsnoterte aksjer etter norsk rett legges til grunn. [...] “

Bakgrunnen for bestemmelsen var Aker Maritime sitt oppkjøp til en dominerende posisjon i Kværner, og de problemer selskapene hadde når det gjaldt å finne konstruktive måter å samarbeide på. Kværner-ledelsens offisielle begrunnelse for å innføre denne bestemmelsen var å unngå de negative virkningene oppkjøpet kunne få for andre aksjonærer i selskapet.⁶⁹

⁶⁸ Se Matre (2000) s. 54 for en oversikt.

⁶⁹ Matre (2000) s. 54

Spørsmålet om hva slags flertall som må foreligge for å kunne vedta en slik klausul bestemmes ut fra om den skal anses som en stemmerettsbegrensning som følger hovedregelen om 2/3 flertall etter asl/asal § 5-18 (se pkt. 4.2.4 overfor), eller om klausulen skal anses som omsetningsbegrensning som krever tilslutning fra samtlige aksjonærer etter § 5-20 (1) nr. 2.

I den nevnte sak argumenterte Kværner for at vedtektsbestemmelsen skulle anses som en stemmerettsbegrensning.⁷⁰ Hovedbegrunnelsen var at bestemmelsen ikke hjemlet en plikt til å fremsette tilbud, dermed kunne ikke rettsvirkningen (ikke stemmerett for aksjer over 30%) være en sanksjon mot et pliktbrudd. Det å sende ut et tilbud om kjøp av alle aksjer kan heller ses som et vilkår for å kunne utøve stemmeretten, og er dermed ingen begrensning av omsetteligheten utover hva en stemmerettsbegrensning ville gitt.

Det som gjør klausulen forskjellig fra en vanlig stemmerettsbegrensning som kan vedtas med 2/3 flertall, er kombinasjonen med vilkåret om å fremsette oppkjøpstilbud for å kunne stemme for aksjer over 30 %. Normalt fungerer stemmerettsbegrensningen som et skille hvor man har stemmerett opp til et viss terskel, uten at det er mulig å fri seg fra denne. Men siden det her er mulig å fri seg fra begrensningen, er dermed betingede stemmerettsbegrensninger et mindre inngripende tiltak sammenlignet med en ordinær stemmerettsbegrensning, noe som taler for at det kan vedtas med 2/3 flertall.

Et argument for å se bestemmelsen som en omsetningsbegrensning er den begrunnelse Kværner-ledelsen ga i en børsmelding utstedt 14. september 2000. Ledelsen ønsket å gi Kværner-aksjonærer mulighet til å avhende aksjen som ved en vanlig tilbudsplikt. Dette innebærer reelt sett at formålet med bestemmelsen var å vedtektsfeste en regel som ga de samme fordeler for minoritetsaksjonærene som en ordinær tilbudsplikt gir, nemlig muligheten til å selge aksjene til en god pris samt få utbetalt kontrollpremie. Men det er

⁷⁰ Fougner Bugge (2001) s. 439

tvilsomt om dette er nok til å kalle det noe annet enn en stemmerettsbegrensning, siden det ikke foreligger en plikt til å selge seg ned slik som det er med en regulær tilbudsplikt.

Det foreligger en uttalelse fra Oslo Børs angående klausulen.⁷¹ Oslo Børs hadde ingen motforestillinger mot dens innhold knyttet til virkningen som omsetningsbegrensning eller stemmerettsbegrensning, eller at den ble innført med 2/3 flertall. En slik praksis vil kunne bli sensurert av en domstol som skal prøve saken, men dette kan være et moment i retning av at det kan vedtas med 2/3 flertall.

Inntil det foreligger en domsavgjørelse på området vil rettstilstanden være usikker, men mye taler for at det ikke skal ses som en omsetningsbegrensning som rammes av asl/asal. § 5-20 (1) nr. 2.⁷²

*

Til nå har det blitt sett på forsvarstiltak som spenner over et bredt område uten at tiltakene samlet sett har noen særlig likhetsstrekk utover å hindre oppkjøperen kontroll i selskapet. Nedenfor blir det sett på løsninger som i tillegg til å hindre oppkjøperen kontroll har den likhet at det innebærer bruk av verdipapirer i en eller annen form.

4.2.8 Kjøp av egne aksjer

Selskapets kjøp av egne aksjer kan vanskeliggjøre et fiendtlig oppkjøp, ved at beholdning av egne aksjer blir utilgjengelig for oppkjøperen. En alternativ fremgangsmåte er at selskapet selv tilbyr aksjonærene en høyere pris for aksjene enn hva som fremkommer av oppkjøperens tilbud, såkalt "green-mailing".

Felles for begge måtene er at aksje- og allmennaksjeloven setter en øvre grense på 10 % for antall aksjer selskapet kan eie av egne aksjer, jf. § asal/asl. § 9-2 (1) 1.pkt. Beholdning må heller ikke føre til at selskapet får en aksjekapital, med fradrag for egen beholdning av

⁷¹ Oslo Børs (2000) pkt. 6.3

⁷² Hugo Matre argumenterer også for at klausulen kan rammes av myndighetsmisbrukregelen i asl/asal. § 5-21, se Matre (2000). s. 58

aksjer, som er under lovens minstekrav, jf. 2 pkt. Dette setter en stopper for å holde unna store poster av egne aksjer for oppkøperen. Begrunnelsen for denne øvre grensen er at selskapet ved kjøp av egne aksjer reelt sett innløser aksjene og nedsetter aksjekapitalen uten å gå veien om reglene i asl/asal. kapittel 12 om kapitalnedsettelse. Hensynet til blant annet kreditor tilsier da en begrenset adgang.

Når det gjelder å tilby en høyere pris enn oppkøperens tilbud, innebærer den lovfestede grensen på 10 % at selskapet normalt ikke kan tilby alle eller den krets av aksjonærer som har fått tilbud å kjøpe deres aksjer. Å gi et tilbud til en eller en krets aksjonærer som har fått tilbud fra oppkøperen vil heller ikke være mulig, fordi det vil være en usaklig forskjellsbehandling av de andre aksjonærene i selskapet.

Konklusjonen er at 10 % grensen gjør det vanskelig for ledelsen å bruke oppkjøp av egne aksjer som et effektivt forsvarstiltak ved fiendtlig oppkjøp. I tillegg risikerer ledelsen at oppkøperen får kontroll over selskapet egne aksjer hvis han får kontroll over styret.⁷³

4.2.9 Krysseie

Ved å etablere en eierform hvor to eller flere vennligsinnede selskap gjensidig eier aksjer i hverandre eller flere selskaper har samme eier, kan man vanskeliggjøre fiendtlig oppkjøp fordi aksjene blir utilgjengelig for oppkøperen.

Aksje- og allmennaksjeloven setter rammer for hvor store andeler selskapene kan eie i hverandre. Hvis det ene selskapet eier mer enn 50 % av de stemmeberettigede aksjene i det andre vil det medføre at selskapene blir definert som mor- og datterselskap, jf. asl/asal. § 1-3 (2) nr.1. En konsekvens av det er at aksjene datterselskapet eier i morselskapet skal regnes med ved beregning av antallet egne aksjer morselskapet eier, jf. asl/asal. § 9-2 (2) 3.pkt. Dette innebærer at et datterselskap maksimalt kan eie 10 % av aksjene i morselskapet, jf. asl/asal. § 9-2 (1). På grunn av dette bør derfor selskapene ved ønske om en horisontal krysseie unngå å eie mer enn 50 % i hverandre.

⁷³ Fougner Bugge (2001) s.442

Krysseierskap vil kunne hindre effektivisering av drift og kan ha negative konsekvenser på konkurransen i markedet. Eksempel på det sistnevnte vil man kunne se i den norske bussrutenæringen. I 2005 hadde 57 % av norske bussruteselskaper eiere som direkte eller indirekte, hadde eierskap i andre bussruteselskap. En stor andel av selskapene var i tillegg knyttet sammen på forskjellige måter. Hele 46 % av selskapene hvor eierskap var helt eller delvis det samme trafikkerte i samme fylke som andre selskap.⁷⁴ Dette gjør det svært sannsynlig at enkelte sentrale budgivere i anbudskonkurransen har felles eiere, noe som er uheldig i en anbudssituasjon siden det åpner for at selskapene kan avtale konkurransen på forhånd.

4.2.10 Utstede nye aksjer og verdipapirer

Gjennom å utstede nye aksjer ved rettede emisjoner (også kalt kapitalforhøyelse) og ved bruk av andre verdipapirer som tegningsretter, vil ledelsen kunne oppnå en utvanning av stemmeretten til oppkjøperen. Dette vil skje når andre enn oppkjøperen tegner aksjer i selskapet, noe som fører til en forholdsmessig reduksjon av oppkjøperens andel av aksjekapitalen og antall stemmer han har på generalforsamlingen. For all utstedelse av nye aksjer eller konvertering som utvanner oppkjøperens andel av aksjekapitalen, setter forbudet mot usaklig forskjellsbehandling grenser for hvor lavt tegningskursen eller konverteringen kan settes. Tegning til lav kurs vil dermed kunne medføre erstatningsansvar etter asl/asal. § 17-1. For børsnoterte selskap er adgangen til å gjennomføre tiltak som utvanner aksjene begrenset av vphl. § 6-17. Men som nevnt overfor i pkt. 3.3 om rammer for børsnoterte selskap, kan styret likevel gjennomføre slike tiltak der de har fått en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i vphl. § 6-17 (2).

I det følgende vil det bli fokusert på tre løsninger ledelsen i selskapet kan benytte seg av for å muliggjøre en slik utvanning; rettede emisjoner, konvertible lån og tegningsretter.

⁷⁴ Begge tall Mathisen (2008) s. 20

4.2.10.1 Rettede emisjoner

Rettede emisjoner er kapitalforhøyelser i selskapet som rettes mot en avgrenset krets av personer. Ved å utstede aksjer til en gruppe vennligsinnede aksjonærer eller andre i en oppkjøpsituasjon, vil det medføre en svekkelse av oppkjøperens eierposisjon når antallet aksjer i selskapet øker. I tillegg vanskeliggjøres oppkjøperens mulighet til å få ervervet en kontrollerende post aksjer i selskapet.

Aksje- og allmennaksjeloven setter visse rammer for hvordan en rettet emisjon kan gjennomføres. Utgangspunktet er at eksisterende aksjonærer i selskapet har fortrinnsrett ved nytegning, jf. asl/asal. § 10-4, men denne retten kan etter asl/asal. § 10-5 fravikes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring i enkelttilfelle etter forslag fra styret. Hvis dette ikke skjer vil normalt ikke en kapitalforhøyelse virke som et forsvarstiltak siden oppkjøperen i mange tilfeller allerede er aksjonær i selskapet, og da har han rett til å tegne forholdsmessig like mange aksjer som hans eksisterende eierandel tilsier, jf. asl/asal. § 10-4 (1).

I en oppkjøpsituasjon vil selskapets ledelse ha begrenset tid til å kalle inn til en ekstraordinær generalforsamling for å få vedtatt en rettet emisjon. Holdningen til en kapitalforhøyelse blant aksjonærene kan også være en annen når et faktisk oppkjøpstilbud foreligger, samt at andre aksjonærer kan ha sluttet seg til oppkjøperens motforestillinger. Disse tre momentene kan medføre at ledelsen får manglende gjennomslag for sitt forslag om en rettet emisjon. For å unngå en slik situasjonen kan styret få generalforsamling til å utstede en fullmakt til å gjennomføre en rettet emisjon etter reglene i asl/asal. § 10-15, jf § 10-14. Dette vil gi ledelsen større grad av fleksibilitet i oppkjøpssituasjonen ved å ha fullmakten liggende klar når situasjonen oppstår.

Et av problemene med en slik fullmakt er at aksjonærene på tidspunktet fullmakten vedtas, ikke alltid vil ha et fullstendig bilde om bakgrunnen og hensikten med kapitalforhøyelsen siden den vil ligge frem i tid. Det er som nevnt overfor heller ikke sikkert at aksjonærene ville stemt for en kapitalforhøyelse i en oppkjøpsituasjon. Men der fullmakten er spesifisert

til å gjelde i en situasjon med fiendtlig oppkjøp må dette tilfredstille kravene. Noe annet vil være når generalforsamlingen har vedtatt fullmakten ut fra helt andre formål, for eksempel å kunne øke aksjekapitalen når selskapet planlegger en større investering eller utvidelse. Bruk av slike fullmakter vil grense opp mot misbruksreglene i asl/asal. § 6-28.

4.2.10.2 Utstede konvertible lån

Et konvertibelt lån er en avtale om lån som gir fordringshaveren rett til å få utstedt aksjer mot at lånet nyttes til motregning, jf. asl./asal. § 11-1. Dette skjer uten noen ny beslutning fra generalforsamlingen, jf. asl./asal. § 11-2 (1) 2. pkt. Ved å utstede lån til vennligsinnede aksjonærer eller andre med rett til å konvertere i en oppkjøpsituasjon vil dette være med på å utvanne aksjene, og dermed forholdsmessig minske oppkjøperens andel av selskapets aksjer.

Konvertible lån kan til en viss grad sammenlignes med en såkalt “flip-in poison pill” i amerikansk selskapsrett, hvor alle aksjonærer bortsett fra oppkjøperen får en rett etter en tidligere inngått avtale til å kjøpe andeler i målselskapet til en lav pris.⁷⁵ Retten utløses for eksempel når oppkjøperen får en eierandel på 40 % av aksjekapitalen i selskapet. Etter norsk rett vil selskapet begrenses av misbruksklausulene i asl/asal. §§ 5-21 og 6-28, når det gjelder å nekte en oppkjøper som også har et konvertibelt lån rett til å konvertere.

4.2.10.3 Tegningsrett

En tegningsrett kan være frittstående eller knyttet opp mot aksjene i selskapet, såkalte tegningsrettsaksjer. Tegningsretter er regulert i asl/asal. § 11-10 flg.

Tegningsrettsaksjer besluttes i sammenheng med en kapitalforhøyelse i selskapet, og gir aksjetegnere rett til å senere få utstedt en eller flere nye aksjer mot innskudd uten at generalforsamlingen treffer en ny beslutning om kapitalforhøyelse, jf. asl/asal. § 11-10 (1). Både aksjeloven og allmennaksjeloven åpner for at det kan settes vilkår for når tegningsretten kan kreves utløst, jf. asl. § 11-10 (3) og asal. § 11-10 (2) nr. 1. Selskapet kan

⁷⁵ Velasco, Julian (2002) s.382. Se og Fougner Bugge (2001) s. 443

her sette oppkjøpssituasjonen, eksempelvis når en aksjonær får 40 % eierandel eller mer, som vilkår for å utløse en rett til å tegne aksjene. Dette kan medføre utvanning av oppkjøperens eierandeler og dermed vanskeliggjøre oppkjøpet.

I det tilfelle oppkjøperen selv har en tegningsrett vil strategien kunne øke transaksjonskostnadene for oppkjøpet, fordi hans eierandel risikerer å bli utvannet hvis han ikke bruker tegningsretten. Likevel, hvis de andre tegningsretthaverne velger å ikke bruke tegningsretten slår tiltaket tilbake på selskapsledelsen, fordi oppkjøperen kan da øke sin forholdsmessig eierandel i selskapet ved å benytte retten.⁷⁶ For å motvirke dette kan det tenkes at selskapet kan sette som vilkår at retten til å bruke tegningsretten ikke er tilgjengelig for den aksjonæren som passerer den fastsatt eierandelsgrensen, og på den måten hindre at oppkjøperen selv kan bruke retten. Alternativt kan det settes som vilkår at aksjonæren har eid aksjen(e) i en viss periode. Slike tiltak vil kunne være i strid med misbruksreglene i asl/asal. § 5-21 og § 6-28 på grunn av usaklig forskjellsbehandling.

Frittstående tegningsretter besluttes etter reglene i asl/asal. § 11-12. Forskjellen fra tegningsrettsaksjer er at det ikke skjer i sammenheng med en kapitalforhøyelse og at tegningsretten ikke følger aksjen som sådan. Det kan også her fastsettes vilkår for når retten utløses, jf. asal. § 11-12 (2) nr. 6 og asl § 11-12 (2) nr 5. Virkningen og begrensningene i oppkjøpssituasjonen vil i stor grad være den samme som nevnt overfor med tegningsrettsaksjer. En fordel med frittstående tegningsretter er at de ikke regnes med i selskapets beholdning av egne aksjer i asl/asal. § 9-2 (2), noe som innebærer at selskapet kan utstede tegningsretten til et datterselskap uten å komme i konflikt med grensen på 10 %. Når oppkjøpssituasjon oppstår i morselskapet, kan datterselskapet velge å selge retten til en vennligsinnet aksjonær eller andre som kan utløse retten og dermed utvanne oppkjøperens andel.

⁷⁶ Fougner Bugge (2001) s. 444

4.3 Tiltak under oppkjøpsprosessen

I denne delen av oppgaven vil det kort rettes fokus mot tiltak som kan iverksettes etter at et oppkjøpstilbud har blitt offentliggjort. I denne situasjonen vil selskapets informasjons- og mediestrategi være vesentlig i forhold til å unngå at aksjonærene selger sine aksjer til oppkjøperen, se pkt. 4.1.2 overfor om informasjonsstrategi.

4.3.1 Finne en alternativ kjøper - hvit ridder

Når et oppkjøpstilbud har blitt lagt frem av en som ledelsen ikke ønsker som hovedaksjonær i selskapet, er det nærliggende å søke etter en eller flere vennligsinnede aksjonær, såkalt hvite riddere, som kan tilby høyere pris. Dette vil kunne føre til en budrunde som vil være i aksjonærenes interesse. Situasjonen kan også være slik at den alternative oppkjøperen ikke byr på alle aksjene i selskapet, men fokuserer på å få kontroll over en blokkerende mindretallspost. Det kan tenkes at en hvit ridder avtaler med ledelsen at han skal få særlig rettigheter, eller at oppkjøpet skal finansieres med selskapets midler. Slike vilkår vil kunne rammes av forbudet mot usaklig forskjellsbehandling og medføre erstatningsansvar overfor ledelsen etter asl/asal. § 17-1. Generelt må slike avtaler også godkjennes av generalforsamlingen på forhånd hvis verdien av avtalen er større enn 10 % av aksjekapitalen, jf. asl/asal. § 3-8.

Selskapet kan også prøve å overtale aksjonærene til å gå med på en “stand-still” avtale. En slik avtale innebærer at aksjonærene i selskapet binder seg til å ikke selge aksjene i en nærmere bestemt periode. Selskapet får da tid til å finne en alternativ kjøper, og aksjonærene kan få gleden av økt aksjeverdi gjennom en potensiell budrunde.

4.3.2 Samle stemmer

I selskapets informasjonsstrategi vil et av tiltakene være å overtale andre aksjonærer til å gå i mot oppkjøperens forslag på generalforsamlingen, for eksempel oppkjøperens forslag om å endre styresammensetning eller å fjerne vedtektsfestede vilkår som hindrer oppkjøperen kontroll. Men styret kan også gå mer direkte frem ved å samle inn fullmakter fra aksjonærene som ikke møter på generalforsamlingen, og bruke disse stemmene mot

oppkjøperens forslag på generalforsamling. En slik sanking av fullmakter kan medføre til en stemmerettskamp mellom ledelsen og oppkjøperen.

4.3.3 “Pac-Man”

Dette tiltaket baserer seg på at målselskapet kjøper eierandeler i selskapet til den fiendtlige oppkjøperen, og på den måten kan oppkjøpet av målselskapet bli vanskeliggjort ved å direkte påvirke hvilke valg oppkjøperselskap tar. Tiltaket har en del til felles med krysseierskap redegjort for i pkt. 4.2.9 overfor når det gjelder begrensninger som følger av mor- og datterselskapsdefinisjonene i asl/asal § 1-3. Det innebærer at det ene selskapet vil bryte aksje- eller allmennaksjelovens bestemmelser hvis for eksempel selskap A eier mer enn 10 % i B, og B igjen eier 50 % eller mer i A. Hvis begge eier over 50 % i hverandre bryter både A og B reglene. Slike oppkjøp vil kunne anses for å ikke være i selskapets og aksjonærenes interesse, spesielt hvis oppkjøpet objektivt sett ikke har noe verdi utover å hindre oppkjøp. Det innebærer at selskapsledelsen vil kunne pådra seg erstatningsansvar etter asl/asal. § 17-1 hvis selskapet lider tap på grunn av investeringen.

4.3.4 “Kronjuvel”

Siden oppkjøperen normalt gjør oppkjøp i selskap der de potensielle verdiene er høyere enn totalkostnadene, kan selskapet senke denne potensielle verdien ved å selge ut “kronjuvelen”, det vil si de deler av selskapet som er mest attraktive. Et slikt salg kan kombineres med en tilbakesalgsklausul i det tilfelle oppkjøpet mislykkes.

Misbruksklausulen gjennomgått i pkt. 3.2 setter dog grense for hvor lavt priset selskapets ledelse kan selge unna deler av virksomheten.

Et eksempel på et salg av en vesentlig virksomhetsdel, sett fra utsiden, skjedde i forbindelse med konflikten mellom Aker Maritime ASA (Aker) og Kværner ASA (Kværner) i 2001.⁷⁷ Her solgte Aker sin dypvannsvirksomhet til franske Coflexip Stena Offshore i januar 2001, etter at det hadde blitt spekulert om Kværner vil gjøre et oppkjøp i

⁷⁷ Se også pkt. 4.2.7.2 overfor angående andre sider av konflikten mellom Kværner og Aker

Aker (sammenlign med “pac-man” overfor). Dette salget som omfattet en sentral del av Akers virksomhet, var også den delen av Aker som kunne gi synergieffekter for Kværner.⁷⁸

Når det gjelder børsnoterte selskaper begrenser vphl. § 6-17 salg av selskapets vesentlig eierandeler etter at en oppkjøper har fremlagt oppkjøpstilbud. Styret kan likevel gjennomføre slike tiltak i en oppkjøpsituasjon, hvis generalforsamlingen har gitt ledelsen en fullmakt, se pkt. 3.3 overfor.

⁷⁸ Solem (2001) s. 453

5 Samtykkekrav ved eierskifte

Et krav om samtykke ved aksjeoverdragelse i aksje- og allmennaksjeselskaper er en effektiv måte for selskapets ledelse til å hindre en fiendtlig oppkjøper, fordi styret gis en vetorett til å nekte aksjeoverdragelsen. Dermed blokkeres oppkjøperens mulighet for videre erverv i selskapet. Selskapsledelsen gis også, ved en aktiv og selektiv bruk, et verktøy til å kontrollere og bestemme eierposisjonene i selskapet. I tillegg til dette vil kravet virke preventivt mot fiendtlig oppkjøp, fordi den skaper en usikkerhet om hvorvidt aksjeoverdragelsen blir godkjent. Slik usikkerhet kan øke transaksjonskostnadene for oppkjøperen og gjøre selskapet mindre utsatt for oppkjøp.

Et samtykkekrav fungerer på den måten at styret eller det organ med kompetanse, har et fritt skjønn til å gi eller nekte samtykke til en aksjeoverdragelse, jf. ordlyden “betinget av samtykke” i asl/asal. § 4-16 (1). Rettsvirkningen av samtykkenektelse er at erververen enten må omgjøre avtalen med avhenderen, avhende aksjen til en annen eller reise søksmål om gyldigheten av samtykkenektelsen, jf. asl/asal. § 4-17.

Nedenfor vil reglene om samtykke bli gjennomgått, men til dels begrenset til problemstillinger og spørsmål som er relevante i oppkjøpssituasjonen. Det innebærer at fremstillingen ikke er en uttømmende gjennomgang av samtykkekravet i aksjeselskapsretten.

5.1 Utgangspunktet

Som tidligere nevnt i pkt 3.1 er fri omsettelighet den deklatoriske hovedregelen i både aksje- og allmennaksjeselskaper, jf. asal/asl. § 4-15 (1). I aksjeselskaper er prinsippet begrenset av det lovfestede utgangspunkt om styresamtykke ved aksjeerverv, med mindre noe annet er fastsatt i vedtektene, jf. asl. § 4-15 (2). For aksjeselskaper stiftet før aksjelovens ikrafttredelse gjelder 2.ledd bare hvis selskapet etter en alminnelig tolkning har vedtektsfestet en slik samtykkeklausul, jf. asl. § 21-2 (25).

I allmennaksjeselskaper begrenses ikke prinsippet om fri omsettelighet av en lovfestet regel om samtykke, men selskapet kan velge å vedtektfeste samtykkeklousuler, jf. asal. § 4-15(2). Forskjellen mellom lovene er som tidligere nevnt begrunnet i forarbeidene med en mer utbredt praksis for å vedtektsfeste samtykkeklousuler i aksjeselskaper sammenlignet med allmennaksjeselskaper.⁷⁹

5.2 Saksgang og saksbehandlingskrav

Asl/asal. § 4-16 stiller krav til saksgangen og saksbehandlingen ved avgjørelser om samtykke, blant annet at samtykkenektelser må grunngis, jf. 3.ledd. Styret har også en informasjonsplikt til å opplyse om hva som skal til for å bringe forholdet i orden hvis samtykke nektes, jf. § 4-16 (3) 2. pkt. Loven henviser her til de tre alternativene i asl/asal. § 4-17.

Spørsmålet om et samtykke skal gis må avgjøres “snarest mulig” etter at aksjeoverdragelsen er meldt til aksjeselskapet eller verdipapirregisteret for allmennaksjeselskaper, asal/asl. § 4-16. Etter ordlyden er det ingen plikt for styret til å vurdere om samtykke skal gis før ervervet er meldt, men styret har her en generell adgang til å binde selskapet avtalerettslig ved å gi forhåndssamtykke.⁸⁰ Etter at avgjørelsen er truffet skal også erververen “uten opphold” informeres om avgjørelsen. Hvis en slik melding ikke gis til kjøperen innen 2 måneder etter meldingen av ervervet, anses samtykke for å være gitt.

For selve saksbehandlingen gjelder alminnelige saksbehandlingsregler, noe som innebærer at behandlingen må skje i forsvarlige former.⁸¹ Sett i sammenheng med kravet til saklig begrunnelse som det blir sett nærmere på nedenfor, vil en forsvarlig saksbehandling kunne være et moment i retning av å anse en samtykkenektelse som saklig begrunnet. Dette ble bekreftet i Rt. 1999 s.1682 (Østlendingen) (på s.1690). Høyesterett vurderte i saken tre

⁷⁹ Innst. O. nr. 80 (1996-1997) pkt. 8

⁸⁰ Andenæs (2006) s. 194

⁸¹ Andenæs (2006) s.184

forskjellige påstander om saksbehandlingsfeil, blant annet at saken hadde blitt avgjort før styremøte siden styrelederen hadde opplyst til media at han ville stemme for samtykkenektelse. At disse påstandene ble drøftet viser at saksbehandlingen kan være et relevant moment i saklighetsvurderingen.

5.3 Erverv

Samtykkekravet gjelder når det skjer “erverv” av aksjer, jf. asl. § 4-15 (2) og asal. § 4-16 (1). Til forskjell fra aksjeloven av 1976 som brukte ordlyden “overdragelse”, er “erverv” en bredere betegnelse som har blitt tolket i teorien til å omfatte alle typer erverv, eksempelvis tvangssalg, skifte og arv.⁸² Under ervervsbegrepet går også aksjekjøp som er utløst av aksjonærenes forkjøpsrett, noe som ble fastslått i Østlendingen-dommen⁸³.

Siden omsetningsbegrensninger er et unntak fra prinsippet om fri omsettelighet, kan det vedtektfestes at krav om samtykke er begrenset til visse former for erverv, jf. NOU 1996:3 s.120. Selskapet kan for eksempel begrense samtykke til frivillig rettsovergang, mens tvangssalg holdes utenfor samtykkekravet.

5.4 Lovfestede unntak - nærstående

Etter asl. § 4-16 (2) 2. pkt. kan;

“samtykke ikke nektes ved eierskifte ved arv eller på annen måte når erververen er den tidligere eiers personlige nærstående eller slektninger i rett opp- eller nedstigende linje” (min uthevelse).

Begrepet “personlig nærstående” er legaldefinert i asl. § 1-5 (2). I allmennaksjelovens § 4-16 (2) 1.pkt er ordlyden av kretsen personer som er unntatt begrenset til “nærstående”, som også er gitt en legaldefinisjon i asal. §1-5 (1). En annen forskjell mellom lovene er at unntaket fra samtykke i allmennaksjeloven bare omfatter eierskifte ved arv, og ikke som i

⁸² Andenæs (2006) s.183 og Aarbakke m.fl. (2004) s.256

⁸³ Rt. 2008 s. 298

aksjeloven “arv eller på annen måte”. Sistnevnte må etter vanlig språkbruk bety alle former for erverv.

Sett i sammenheng med at samtykkekravet er et unntak fra prinsippet om fri omsettelighet av aksjer, kan selskapet vedta at en større krets av personer enn det som følger av asl/asal. § 4-16 (2) skal være unntatt. Dette følger også av asl/asal. § 4-16 (2) siste punktum, “I vedtektene kan det fastsettes nærmere vilkår for å nekte samtykke”. Et spørsmål som reiser seg er om selskapet kan gjøre det motsatte og utvide samtykkeadgangen i vedtektene, slik at den også omfatter aksjelovens “personlig nærstående eller slekt i rett opp- eller nedstigende linje”, eller allmennaksjelovens “nærstående”. Ved å se på aksjeselskaper først har asl. § 4-16 (2) en ordlyd og plassering som taler i mot at aksjeselskapet kan vedtektsfeste en regel på tvers av det lovbestemte unntaket. En normal språklig forståelse av “nærmere vilkår” i siste punktum taler for at den retter seg mot en generell adgang til å bestemme innholdet i samtykkeklausulen uten å begrense lovbestemte rettigheter. Til tross for ordlyd og oppbygning i asl. § 4-16 (2) foreligger det en uttalelse fra justiskomiteen på Stortinget som taler for fravikelse av lovens ordlyd: “Fleirtallet vil streke under at arvingane m.v. gjennom vedtektene kan fråtakast den spesielle verna stilling som lovteksten gir.”⁸⁴ Denne uttalelsen må gis gjennomslag på tvers av lovens ordlyd på grunn av dens vekt og klarhet.

For allmennaksjeloven vil en tolkning av ordlyden gi det samme resultat som for aksjeloven. Når det gjelder uttalelsen i forarbeidene skjer den i tilknytning til aksjelovens bestemmelser, og begrunnes med hva som er vedtektspraksis i mindre aksjeselskaper noe som tilsier mindre vekt. I litteraturen har man likevel ansett det slik at denne uttalelsen også må gjelde for allmennaksjeselskaper.⁸⁵ Likhet i tolkning mellom aksjeloven og allmennaksjeloven kan tale for en slik slutning. Likevel er fri omsettelighet et viktigere hensyn i allmennaksjeselskaper enn i aksjeselskaper, noe som taler mot å gi uttalelsen

⁸⁴ Innst. O nr. 80 (1996-97) s.23

⁸⁵ Aarbakke m.fl. (2004) s.1074

større rekkevidde enn hva den faktisk gjelder. Justiskomiteen ga også uttrykk for at uttalelsen gjaldt i forhold til “selskap med ein lukka eigarkrins”⁸⁶, noe som ikke er et hensyn bak allmennaksjeformen.

Sett hen til denne drøftelsen er det rimelig klart at det lovbestemte unntaket for “personlig nærstående eller slektninger i rett opp- eller nedstigende linje” kan fravikes i aksjeselskaper. I allmennaksjeselskaper er rettstilstanden mer usikker.

5.5 Hvem har kompetansen til å gi samtykke?

Det er i utgangspunktet styret som har kompetansen til å gi samtykke, men generalforsamlingen har en viss frihet til å vedtektsfeste at andre skal ha denne kompetansen, jf. asal. § 4-16 (1) 1. pkt. og asl. § 4-16 (1) 2. pkt. I litteraturen har Mads Andenæs tatt til orde for å begrense kompetansen til organer innad i selskapet. Dette beror i følge han på en tolkning av uttrykket “fra selskapet” i asl. § 4-15 (2).⁸⁷ Denne ordbruken er ikke gjentatt i asal. § 4-15 (2). Forskjellen i ordlyden på dette punkt er ikke nærmere begrunnet i forarbeidene.

Generalforsamlingen kan gi kompetansen til seg selv, men den kan også gis til ett eller flere styremedlemmer eller daglig leder.⁸⁸ Generalforsamling kan dog ikke gi et selskap med bedriftsforsamling denne retten, siden det kreves særlig hjemmel i lov for å tildele dette organet kompetanse, se asal. § 6-37 (6).⁸⁹

5.5.1 Nærmere om generalforsamlingens kompetanse

Generalforsamlingen har som nevnt overfor en rett innen visse grenser til å vedtektsfeste hvem som skal gi eller nekte samtykke. Sett i sammenheng med generalforsamlingens overordnede myndighet i selskapet, jf. asal/asl. § 5-1, kan også generalforsamlingen

⁸⁶ Innst.O.nr.80 (1996-97) s.23

⁸⁷ Andenæs (2006) s.184

⁸⁸ Se Bråthen, (2004) s.127 og Aarbakke m.fl. (2004) s.260

⁸⁹ Andenæs (2006) s.184

instruere i enkeltsaker til å gi eller å nekte samtykke. Der instruksjonen skjer med flertall som for vedtektsendringer er dette klart. Men det kan spørres om generalforsamlingen i enkeltsaker også kan instruere styret med simpelt flertall. For oppkjøperen kan dette være en vei å gå hvis styret vurderer å nekte samtykke til aksjeerverv, men han har mulighet til å få med seg mer enn halvparten av stemmene på generalforsamlingen. Følgende eksempel vil illustrere situasjonen:

Oppkjøper X har allerede 10 % av aksjene i selskapet B A/S. Han sender ut et oppkjøpstilbud til alle aksjonærene i selskapet om at han er interessert i å kjøpe deres aksjer. Han inngår en kjøpsavtale med 10 aksjonærer om en aksjepost på totalt 41 % av aksjekapitalen. Oppkjøperen vet at sannsynligheten for samtykkenektelse er stor, fordi styret mener selskapet bør ha et spredt eierskap. For å unngå dette setter oppkjøper vilkår i kjøpsavtalene om at avhender skal stemme for samtykke på en ekstraordinær generalforsamling. Han får dermed simpelt flertall på generalforsamlingen til å kunne instruere om samtykke. Situasjonen kan også være at styret allerede har nektet samtykke, men oppkjøperen kan få simpelt flertall på generalforsamling til å overprøve vedtaket.⁹⁰

Ordlyden i asl/asal. § 4-16 løser ikke spørsmålet om generalforsamlingen i eksemplet overfor kan instruere eller omgjøre med simpelt flertall. Et moment som taler mot en slik kompetanse er den rollefordeling aksje- og allmennaksjeloven gir. Når retten er gitt i loven til styret, må det da også vedtektsmessig flertall til for å endre denne kompetansefordelingen. Men likevel er en slik rett i praksis lite verdt, siden generalforsamlingen kan avsette styremedlemmer valgt av generalforsamlingen med simpelt flertall, se asl/asal. § 6-7 (2), jf. asl/asal. § 5-17 (1). Konsekvensen av at styremedlemmer ikke velger å følge generalforsamlingens instruksjon vil dermed kunne medføre at styremedlemmet blir avsatt. I litteraturen har man også ansett den overordnede stilling generalforsamlingen har etter asl/asal. § 5-1 som nok til å til å kunne omgjøre med simpelt flertall.⁹¹

⁹⁰ Avhender eller oppkjøper vil ikke være inhabil til å stemme på et slikt vedtak, på grunn av den begrensede inhabilitetsadgangen når det gjelder generalforsamlingsvedtak, jf. asl. § 5-3 (4) og asal. § 5-4 (4)

⁹¹ Se blant annet Andenæs (2004) s.185 og Aarbakke m.fl. (2004) s.260

For å unngå dette kan styret få generalforsamlingen til å vedtektsfeste høyere flertallskrav for å avsette styremedlemmer, se pkt. 4.2.5 overfor. Til en viss grad vil også en stemmerettsbegrensning med stemmetak gjennomgått i pkt. 4.2.4 kunne avhjelpe problemet fordi det da blir vanskeligere å oppnå simpelt flertall.

5.5.2 Muligheten til å omgjøre et samtykke truffet av styret

En situasjon som har mye til felles med eksemplet overfor er der styret har gitt samtykke, men generalforsamlingen eller et nytt styre velger å omgjøre beslutningen. I forhold til fiendtlig oppkjøp kan situasjonen være at flertallet i styret er positiv til oppkjøp og dermed treffer samtykkevedtak, men at en gruppe aksjonærer i selskapet har en annen oppfatning.

En omgjøring av samtykke til aksjeerverv blir supplert av avtalerettslige prinsipper, siden styresamtykke skaper løftevirkninger overfor erververen. Dette har kommet til uttrykk i både teori og rettspraksis.⁹² Etter avtl. § 7 kan styre dermed ikke tilbakekalle samtykke, hvis ikke tilbakekallet kommer frem til løftemottaker samtidig eller før samtykket kommer til hans kunnskap. Likevel kan et bindende løfte kalles tilbake i visse situasjoner med bakgrunn i en analogi av avtl. § 39 2.pkt, såkalt re integra tilbakekall. Kravene er at det må foreligge "særlige grunner" og at løftemottakeren ikke har "innrettet seg" etter løfte. I denne konkrete avveiningen vil tidsfaktoren kunne spille en avgjørende rolle, det vil si hvor lang tid det har gått mellom når løfte var gitt og når tilbakekallet skjedde. Alternative rettsgrunnlag for omgjøring vil være avtl. § 36 eller den ulovfestede lære om bristende forutsetninger. I praksis vil nok vurderingen bli mye av det samme som tilbakekall re integra. De nærmere forskjellene mellom grunnlagene faller utenfor oppgavens ramme.

Lagmannsrettdommen gjengitt i LF-1999-614-2 er et eksempel på at tilbakekall av et samtykke ble godtatt i rettspraksis. Saken gjaldt flere spørsmål rundt godkjenning av aksjeerverv i AS Bøndernes Hus (BH), hvor erverver var Reitan Eiendom AS (RE). RE sitt formål var å utvikle og investere i næringseiendommer. Sakens hovedspørsmål gjaldt tilbakekall av et samtykke som styret hadde truffet 11. februar 1998 angående en aksjepost

⁹² Se LF 1999-614-2, Smith (1988) s.175 og Andenæs (2006) s 196

ervert av RE.⁹³ Omgjøringen ble besluttet på en ekstraordinær generalforsamling avholdt den 6. mars, det vil si i overkant av tre uker etter styremøte.

Lagmannsretten vurderte omgjøringen på det avtalerettslige grunnlaget om re integra, hvor flertallet (2-1) kom til at generalforsamlingens beslutning om omgjøring av styrevedtaket skulle opprettholdes. Til kravet om særlig grunner anførte flertallet at “mer enn 80 år gammel idealistisk og næringspolitisk basert interessefellesskap ville kunne tapes som følge av styrets disposisjoner”, og ingen særlig grunner tilsa at RE sine interesser burde vinne frem på BH sin bekostning. En personklausul om krav til bondeyrke ble også brukt som moment, selv om kravet hadde fått en mer liberal praktisering de siste årene. Når det gjaldt innrettelsesvilkåret anførte flertallet at RE fikk signaler om motstand mot oppkjøpene allerede ved et styrevedtak om samtykke til ervert til RE den 20. januar. På dette møte valgte en av styremedlemmene å stemme imot godkjenningen fordi han mente vedtaket om samtykke var i strid med en kravet til bondeyrke i BH's vedtekter. Når RE valgte å gå videre med oppkjøpstrategien var dette “en kalkulert risiko som ble forsterket ved styrevedtaket og innkallingen til ekstraordinær generalforsamlingen den 11. februar”. Når det gjelder mindretallet i dommen, var ikke dissensen basert på bruken av selve rettsgrunnlaget om re integra, men at vilkårene for omgjøring ikke forelå. Mindretallet vektlegger blant annet at RE faktisk hadde innrettet seg etter styresamtykke 11. februar, da de fortsatte å gjøre aksjekjøp etter denne datoen.

Ut fra denne analysen kan man se at domstolen gjør en konkret vurdering i forhold til kravet om særlig grunner, både i forhold til BH og RE. I forhold til innrettelsesvilkåret legger flertallet særlig vekt på varselet RE fikk 11. februar om en kommende tilbakekall, det vil si nesten samtidig med styrevedtaket om samtykke. Denne vektleggingen av varselet

⁹³ Saken gjaldt også et tilbakekall av samtykke til et aksjeervert til RE gitt samme dag som den ekstraordinære generalforsamlingen. Flertallet i lagmannsretten godtok omgjøring her også.

innebærer at man kan ikke slutte fra dommen at omgjøring 3 uker senere generelt vil kunne godtas i et annet tilfelle.

Ser man på andre regler som kan være av betydning for tidsmomentet, kan det spørres om fristen på to måneder for styret til å nekte samtykke i asl/asal. § 4-16 (4) får betydning som moment og som grense for hvor langt tilbake en omgjøring kan skje. I seg selv regulerer ikke bestemmelsen spørsmålet, men mye kan tale for at omgjøringer gjort to måneder etter avgitt samtykke ikke kan tilbakekalles. Bakgrunnen for fristen er avveiningen mellom erververens behov for avklaring og selskapet behov for tid til å vurdere samtykkespørsmålet. Selv om dette kan tilsi at tilbakekall ikke kan gjøres når samtykke var gitt over to måneder tidligere, finnes det ikke grunnlag for å slutte at bestemmelsen gir hjemmel for en slik begrensning. Andre utslag i loven, som kravet til at avgjørelsen skal tas “snarest mulig”, jf. asl/asal § 4-16 (1), og at erververen skal underrettes “uten opphold”, fastholder vesentligheten av tidsfaktoren på dette rettsområdet, noe som tilsier en begrenset omgjøringsmulighet.

Dette innebærer at omgjøring re integra vil kunne være aktuelt i visse oppkjøpstilfeller, men at tidsmomentet tilsier en snever adgang.

5.6 Saklighetskravet

5.6.1 Grunnvilkår og domstolskontroll

Som nevnt i innledning til dette kapitlet har styret ett fritt skjønn til å gi eller nekte samtykke ved aksjeoverdragelsen. Dette må anses som et hensiktsmessighetsskjønn som, i motsetning til rettsanvendelsesskjønn, domstolen i utgangspunktet ikke kan prøve.⁹⁴ Etter asl. § 4-16 (2) 1. pkt. og asal. § 4-16 (2) 2. pkt. er denne friheten begrenset til å nekte samtykke i tilfeller hvor “det foreligger saklig grunn for det”. Selskapet må dermed gjøre en konkret helhetsvurdering for å se om nektelsen er saklig begrunnet. Kravet gir også domstolen hjemmel til å prøve selskapets skjønnsutøvelse ved samtykkenektelsen.

⁹⁴ Andenæs (2006) s.185

Lovbestemmelsen går ikke nærmere inn på hva som er å anse som en saklig samtykkenektelse. I forarbeidene til asl. 1976 som innførte saklighetskravet, ble det fremhevet at rettspraksis skulle trekke linjen i forhold til hva som anses som saklig eller usaklig begrunnet.⁹⁵ Likevel kan det ut fra uttalelser i de nevnte forarbeider oppstilles tre vilkår.

For det første er det et grunnvilkår at nektelsen er begrunnet i selskapets interesser. Saklighetskravet rammer avgjørelser der det er tatt utenforliggende hensyn, for eksempel der beslutningstakerenes eller andre personers interesser er vektlagt.⁹⁶ I en oppkjøpsituasjon vil som tidligere nevnt selskapets ledelse kunne ha motiver for motstand som er begrunnet i beskyttelse av dens egen stilling. Hvis ledelsens egeninteresse er sammenfallende med selskapsinteressen skaper ikke dette noe problem. Selv der ledelsens motiver for samtykkenektelse er begrunnet i frykten for å miste sin egen stilling eller andre personlige interesser som ikke er sammenfallende med selskapsinteresse, vil dette kunne stå seg hvis andre sterke hensyn i selskapets interesse taler for samtykkenektelse. Et slikt hensyn kan for eksempel være at ledelsen har sterke grunner til å tro at oppkjøperen har verdikaprende motiver for oppkjøpet.⁹⁷

Visse hensyn som ledelsen velger å vektlegge ved samtykkenektelsen kan det oppstå tvil i forhold til om hensynet er i selskapets interesse eller om det er et utenforliggende hensyn. Et eksempel er selskapets vektlegging av hensyn som ikke direkte er knyttet til vinnings hensikt, som lokalsamfunn og arbeidsplasser. Spørsmålet kan sies å være en del av debatten om hvorvidt selskapet skal ta sosialt ansvar eller bare være profittskapende for aksjeeierne.⁹⁸ Generelt sett må slike samfunnsmessig hensyn bli akseptert der det er i

⁹⁵ Ot.prp.nr.19 (1974-75) s 45

⁹⁶ Smith (1988) s.150. og Ot.prp.nr.19 (1974-75) s.44-45

⁹⁷ Se pkt. 1.3 overfor

⁹⁸ Se blant annet Smith (1988) s.54 flg. for debatten

selskapets interesse over lengre sikt eller der selskapet stiftelsesformål tilsier det. Et tenkt tilfelle vil være å nekte samtykke til aksjonærer som vil flytte driften, fordi selskapet ble stiftet med det formål å skape lokale arbeidsplasser. I tillegg kan man argumentere med at det er der nektelsen primært er motivert av ledelsens egen interesse eller andre personers interesse at nektelsen skal bli rammet av saklighetskravet. Slikt sett faller vektleggelse av samfunnsmessig hensyn litt på siden av hva saklighetskravet skal hindre.

For det andre vil en nektelse kunne anses som usaklig der den går på tvers av lovens preseptoriske regler. Å nekte en overdragelse fordi erverver ikke undertegner en eksisterende aksjonæravtale mellom selskapets aksjonærer er et eksempel på en usaklig nektelse.⁹⁹ Selv om slike klausuler i vedtektene kan være utbredt i praksis vil ikke dette formelt stå seg i en domstol.

Det tredje vilkåret kommer til uttrykk i denne uttalelsen i forarbeidene til asl. 1976:

“Det har ellers vært forutsatt fra samtlige delegasjoners side at vedtektsbestemmelser av denne type må fortolkes og praktiseres under forsvarlig hensynstagen til den interesse den enkelte aksjeeier vil ha i å kunne trekke seg ut av selskapet.”¹⁰⁰

Ved vurderingen må altså styret ta hensyn til aksjonærens begrensede mulighet til å trekke seg ut. Dette kan omformuleres til et krav om at nektelsen må være tilstrekkelig tungtveiende for å være saklig.¹⁰¹ Selv om kravet setter listen høyere for hva som anses som saklig, må likevel domstolen i følge Høyesterett være forsiktig med å overprøve slike selskapsvurderinger, se Rt. 1999 s. 1682 (Østlendingen). Saken omhandlet gyldigheten av et vedtak om å nekte samtykke til aksjeerverv i lokalavisen AS Østlendingen. Om domstolens prøvelsesrett uttalte førstevoterende Krüger på side 1692 følgende:

“Det står for meg som klart at domstolen må utvise tilbakeholdenhet ved utøvelse av domstolskontrollen med selskapsstrategiske vurderinger i spørsmålet om hvem som skal eie aksjer i selskapet.”

⁹⁹ Se lovavdelingens tolkningsuttalelse jnr. 2925/85

¹⁰⁰ NUT-1970-1 s. 84

¹⁰¹ Se Andenæs (2006) s.186

Ut fra dette kan man formulere et krav om at domstolen bare skal bryte inn der selskapets skjønn fremstår som åpenbart urimelig.¹⁰² For øvrig skal domstolen ta utgangspunkt i de faktiske forhold som forelå på nektelsestidspunktet, jf. Rt. 1999 s. 1682 (på s.1691).

For å oppsummere har selskapet rimelig stor frihet til å bestemme hva det anser som en saklig begrunnet nektelse, og styret kan på grunnlag av Høyesteretts uttalelse i Østlendingen-dommen være trygg på at det skal en del til før domstolen velger å overprøve samtykkenektelsen.

5.6.2 Forhåndsbestemte rammer og vedtakspraksis

Selskapet kan velge å vedta visse rammer for utøvelsen av samtykkekravet og dermed begrense hensiktsmessighetskjønnet, for eksempel i vedtektene, ved instruks eller gjennom retningslinjer. Slike rammer vil kunne vektlegges ved saklighetsvurderingen, jf. Rt. 1999 s. 1682 (på s.1687). Selskapet kan i følge førstevoterende “i en viss utstrekning [...] regulere rammebetingelsene for eierskifte på en slik måte at dette får betydning for saklighetsvurderingen”. At dette blir vektlagt kan ses som et utslag av at slike rammer skaper forutberegnelighet for aksjeeierne og erverver. Dette kan også innebære at Oslo Børs vil akseptere samtykkeklausuler i børsnoterte selskaper, fordi rammene begrenser styrets skjønn, se børsforskriftens § 6.

Der styret har utøvet samtykkebestemmelsen på samme måte over en periode vil det kunne danne seg en praksis for hvordan styret avgjør samtykkespørsmål. Hensynet til forutberegnelighet kan da tilsi at samtykkenektelsen vil være usaklig der en slik festnet praksis brytes. En problemstilling som kan oppstå i selskaper som har utøvet samtykkebestemmelsen på en bestemt måte, er der praksisen også innebærer en fravikelse av vedtektsfestede krav til erverver. Situasjonen kan være at eldre bestemmelser i vedtektene over tid har blitt praktisert mer liberalt eller restriktivt av styret. I Bøndernes

¹⁰² Se Smith (1988) s.153. Andenæs (2006) s.187 bruker uttrykket “kvalifisert og saklig sett utvilsomt”.

hus-saken¹⁰³ var et av spørsmålene om styrets lempelige praksis i forhold til en personklausul måtte tas i betraktning. Styret hadde her utviklet en praksis om å gi samtykke til aksjeervert, uavhengig av et vedtektsfestet krav om at aksjonæren måtte være bonde. Spørsmålet var om et brudd på denne praksisen innebar en usaklig forskjellsbehandling av erververen. Lagmannsrettdommeren som flertallet sluttet seg til, ga uttrykk for “at enkeltstående vedtektsstridige godkjenninger ikke kan gi grunnlag for ytterligere vedtektsstridig godkjenning med den begrunnelse at nektelse vil innebære usaklig forskjellsbehandling”. Dommen må distingveres til situasjonen hvor generalforsamlingen overprøver styrets liberale praksis som heller ikke hadde foregått over lang tid. Det innebærer at der styret eller generalforsamlingen vilkårlig velger å bryte en festnet praksis kan det likevel medføre at nektelsen må anses som en usaklig forskjellsbehandling. Men der styret bevisst velger å gi uttrykk for at selskapet nå har valgt en ny linje for fremtiden må dette kunne godtas.

5.6.3 Enkelte nektelsesgrunner

I det følgende blir det sett nærmere på hvordan visse nektelsesgrunner som er aktuelle i en situasjon med fiendtlig oppkjøp slår ut i forhold til kravet om saklig begrunnelse.

En aktuell situasjon er der styret nekter samtykke fordi erververen er en konkurrent. I forarbeidene til asl. 1976 var begrunnelsen for samtykkeklausulen blant annet slike oppkjøp;

“I Ot.prp.nr.16 (1962-1963) s. 3 uttales følgende om behovet for regler om styresamtykke:

« Det synes heller ikke tvilsomt at selskapenes behov for å kontrollere aksjeomsetteligheten er langt sterkere i dag enn da enstemmighetskravet ble innført i aksjeloven i 1930. Konkurransen er stadig blitt skarpere, og mulighetene for frie kapitalbevegelser over landegrensene langt større. Et selskap står derfor alltid overfor den mulighet at dets innen- eller utenlandske konkurrenter kjøper opp en dominerende del av aksjene, for derigjennom å tvinge selskapet til å legge om sin virksomhet eller i verste fall likvidere. I andre tilfelle tar et aksjeoppkjøp sikte på en endring av selskapets utbyttepolitikk, slik at selskapets opplagte reserver kan utdeles til

¹⁰³ LF 1999-614-2

aksjonærene. Slike oppkjøp vil normalt være i strid både med selskapets og samfunnets interesser. [...] »

Etter departementets mening må de foran nevnte argumenter framleis være avgjørende og det bør derfor ikke fastsettes noe generelt forbud mot bruk av slike vedtektsbestemmelser.¹⁰⁴

Denne uttalelsen viser nektelser begrunnet med at erververen er en konkurrent kan være saklig. Uttalelsen dekker for det første tilfelle hvor oppkjøperen har verdiskadelige hensikter, men også situasjonen hvor oppkjøperen har verdiskapende hensikter ved å restrukturere selskapet gjennom endringer av virksomheten. Det blir også fokusert på at styret kan nekte samtykke der de frykter at oppkjøperen vil gjennomføre en endring av utbyttepolitikken, slik at oppsparte midler i større grad blir utdelt til aksjonærene. Ved å se på helheten i uttalelsen kan den kritiseres fordi den ikke vektlegger hensyn som kan tilsi at et oppkjøp i de beskrevne situasjonene kan være i selskapets interesse. For eksempel vil en endring av selskapets utbyttepolitikk til aksjonærenes gunst kunne være med på å øke verdien av aksjene i selskapet. Det er også slik at omlegging av virksomheten, blant annet delvis salg av ulønnsomme deler, kan være en vesentlig del av å skape en mer effektiv og konkurransedyktig virksomhet.

I uttalelsen fokuseres det på at konkurrenten kjøper en dominerende post i selskapet, men det er på det rene at styret også kan nekte erverv av en mindre post, for eksempel at erververen ikke får bli aksjonær i det hele tatt. Dette fordi aksjonærstatusen innebærer en del rettigheter som er uavhengig av størrelsen på aksjeposten i selskapet, for eksempel å fremme forslag og uttrykke sin mening på generalforsamlingen og muligheten til å få innsikt i selskapet. For styret kan slike aksjonærrettigheter innebære en legitim grunn til å nekte samtykke hvor erververen er en konkurrent.¹⁰⁵ Et annet tilfelle er å nekte samtykke til aksjeerverv hos konkurrenter som øker aksjeandelen over et visst nivå, det vil si at styret utøver en samtykkepraksis der det settes et tak på antall aksjer et konkurrerende selskap

¹⁰⁴ Ot.prp.nr.19 (1974-1975) s. 43

¹⁰⁵ Se Andenæs (2006) s.187

kan ha.¹⁰⁶ En slik praksis vil kunne hindre situasjoner hvor konkurrerende selskap blokkerer vedtak som krever kvalifisert flertall på generalforsamlingen. Eksempelvis får en konkurrerende aksjonær mulighet til å blokkere tiltak som krever tilslutning fra 9/10-deler av aksjonærene på generalforsamling hvis han kontrollerer mer enn 10 prosent av aksjene i selskapet. Et aksjetak som nekter konkurrenter i å erverve mer enn 10 % vil hindre en slik tilstand. Selskapet kan også praktisere en grense som går lavere enn når aksje- og allmennaksjelovens formelle terskler slår inn, for eksempel 4 % for å hindre at konkurrenten lettere kan samarbeide med andre eller bruke stråmenn for å komme over 10 prosent-terskelen.¹⁰⁷ En slik grense må også kunne praktiseres generelt for alle aksjonærer, for eksempel der selskapsinteressen tilsier spredt eierskap.¹⁰⁸

Et selskap kan også ha saklig grunn til å nekte samtykke overfor konkurrenter fordi det ønsker uavhengighet fra andre i samme bransje. Eksempelvis selskap som er dannet for å utvikle en idé som kan komme til å bli en stor konkurrent til oppkjøperen, eller et lokalt avisforetak som ønsker uavhengighet fra større nasjonale medier.¹⁰⁹

Ofte vil konkurrenter i samme bransje være den nærmeste til å gjøre et oppkjøp. I de tilfellene det eksisterer flere potensielle oppkjøpere og ledelsen ønsker å skape en budkonkurrans, kan selskapet være interessert i å unngå at en konkurrent posisjonerer seg slik at det svekker interessen hos andre oppkjøpere.¹¹⁰ Situasjonen kan også være at selskapet ønsker en alternativ konkurrent som erverver i stedet. Dette kan være fordi ledelsen mener den alternative oppkjøperen vil skape større synergieffekter, eller at andre hensyn ivaretas på en bedre måte.

¹⁰⁶ Sammenlign med eierbegrensninger redegjort for i pkt. 4.3.3, hvor et slikt tak vedtektfestes.

¹⁰⁷ Andenæs (2006) s.188

¹⁰⁸ Aarbakke m.fl. (2004) s.261 og Andenæs (2006) s.190 kommer til samme slutning.

¹⁰⁹ Se Rt. 1992 s. 1682 (Østlendingen)

¹¹⁰ Se Andenæs (2006) s.189

Der selskapet har en særlig lokal interesse og særpreg har rettspraksis anerkjent at selskapets ledelse kan nekte samtykke der erververen har en annen geografisk tilknytning eller en interesse som er rettet nasjonalt eller internasjonalt, se Rt.1999 s.1682. Avisa Østlendingen som holdt til i Hedmark nektet samtykke til to erverv på henholdsvis 11.4 og 16.8 prosent fordi selskapets eierstrategi tilsa lokalt og spredt eierskap.¹¹¹ Høyesterett godtok denne vurderingen siden aksjepostene var relativt store og at erververne hadde bosted utenfor Hedmark.

Det kan hende at selskapets ledelse ikke har spesielle innvendinger mot aksjeervertet i selskapet, men nekter likevel samtykke fordi det frykter ytterligere oppkjøp fra erververen. Dette var tilfellet i lagmannsrettdommen RG.1991 s.1158. Faktum var at Periscopus A/S, utgiveren av blant annet tidsskriftet Kapital, ble nektet erverv av aksjer i selskapet Norges Handels- og Sjøfartstidende fordi styret fryktet ytterligere oppkjøp. På nektelsestidspunktet hadde allerede Periscopus A/S en aksjepost på 1 %, og den nye aksjeposten ville gi selskapet totalt 9,5 % av aksjene. Lagmannsretten omgjorde samtykkenektelsen og uttalte følgende om nektelsesgrunnen: “Ytterligere kjøp må bedømmes når dette foreligger ut fra den konkrete situasjon som da foreligger, herunder også omstendighetene ved det tidligere kjøp.” Denne dommen må trolig distingveres mot tilfeller hvor erververen har tilkjennegitt et ønske om å gjøre ytterligere oppkjøp i selskapet. I en slik situasjon kan selskapet ha legitime grunner til å nekte samtykke for dermed å begrense erververs mulighet for videre oppkjøp.

5.6.4 Børsrettslige krav til samtykkenektelse

For børsnoterte selskaper vil saklighetskravet i selskapsretten blir supplert av børsforskriftens § 6, der selskaper i;

“vedtekter, lov [...] er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeervertet [...] kan adgangen bare benyttes hvis det foreligger *skjellig grunn* til å nekte samtykke [...] og anvendelsen *ikke skaper forstyrrelser i markedet*.” (min uthevelse)

¹¹¹ Se dommens s.1684 om styrets vedtak.

Bestemmelsen er en del av vilkårene for opptak til børsnotering, men er også en forutsetning for å være notert. Som tidligere nevnt under pkt. 3.3 om børsrettslig rammer sier ordlyden ”skjellig grunn” i seg selv ikke noe mer enn hva som følger av saklighetskravet i selskapsretten, men det kvalifiserende kriteriet om ingen forstyrrelse i markedet får en selvstendig betydning.

I børsklagenemndens praksis har det blitt lagt til grunn et krav om særegne omstendigheter for at nemnden skal kunne godta en samtykkenektelse. Dette ser man blant annet i sak 2/1990 (Saga Petroleum AS) hvor nemnden uttaler at “vedtak om samtykkenektelse bare aksepteres helt unntaksvis, og da bare hvis det foreligger saklige og tungtveiende hensyn for nektelse”. Et slikt krav til tungtveiende grunner for å nekte samtykke finner man også i selskapsretten, jf. Østlendingen-dommen¹¹², men som nevnt uttaler førstevoterende at domstolen må være forsiktig med å overprøve denne selskapsvurderingen. Det samme vil ikke kunne sies om børsklagenemndens praksis når det gjelder samtykkeklausuler i børsnoterte selskap, se for eksempel Rt. 1989 s.1290 (Arendal Fossekompani). Saken gjaldt et spørsmål om midlertidig forføyning mot et vedtak fra Børskomiteen på Oslo Børs. Vedtaket gikk ut på å stryke Arendal Fossekompani sine aksjer fra notering, dersom en samtykkenektelse av et aksjeervert ikke ble omgjort innen en fastsatt frist. Høyesterett kom til at samtykkenektelsen ikke hadde skjellig grunn, selv om den baserte seg på en lovbestemt samtykkekrav i den gjeldende konsesjonslovgivning.

Selv om vurderingen ved skjellig grunn-kravet etter børsrettslige regler og saklighetskravet etter selskapsrettslige regler vil inneha mange av de samme momentene, er dette prinsipielt to særskilte vurderinger. Dette innebærer et to-sporet system hvor en samtykkenektelse kan være saklig begrunnet etter asal. § 4-16 (2), men samtidig i strid med kravet til skjellig grunn i børsforskriftens § 6. Dette kan begrunnes med at selskapet selv velger å notere seg på børs, og må da også godta de ytterligere begrensninger det medfører når det kommer til

¹¹² Rt. 1999 s. 1682

å vedtektsfeste omsetningsbegrensninger. Et eksempel på en situasjon hvor saklighetskravet var oppfylt mens kravet til skjellig grunn ikke var det, er børsklagenemndens vedtak i sak 1/1994 (AS Adresseavisen). Schibsted ble her nektet overdragelse av en aksjepost på 8 % av styret i Adresseavisen, hvor Schibsted med overdragelsen ville fått totalt 25 % av aksjekapitalen. Begrunnelsen fra Adresseavisens side var et ønske om å beholde sin uavhengighet. Selv om Schibsted med den nye aksjeposten fikk negativt flertall på generalforsamlingen i Adresseavisen var ikke det i seg selv nok til å kunne nekte overdragelsen. Adresseavisen opprettholdt nektelsen og ble dermed strøket fra børs. Selve samtykkenektelse ble stående som gyldig selskapsrettslig da denne ikke ble prøvd for domstolen.

Disse begrensningene beskrevet overfor innebærer samlet sett at børsnoterte selskaper i større grad ikke kan benytte samtykkeklausulen som et forsvarstiltak mot fiendtlig oppkjøp, sammenlignet med aksje- og allmennaksjeselskaper som ikke er notert på børs. Likevel innebærer ikke dette at enhver nektelse vil bli underkjent. Hvis det foreligger klart negative virkninger for selskapet, og situasjonen fremstår som ekstraordinær kan det tilsi at samtykkenektelsen har skjellig grunn.¹¹³ Men hvis en nektelsessituasjon kan oppstå i mange tilfeller vil nok nektelsen ikke aksepteres av børsen, fordi den vil fremstå som mer ordinær eller vil stride mot kravet om fri omsettelighet i børsforskriftens § 4.¹¹⁴ Et eksempel er nektelse basert på at en konkurrent gjør oppkjøp i selskapet. I seg selv vil dette kunne være en ekstraordinær situasjon for selskapet, men er også noe som fra en børsrettslig vinkel er legitimt og oppstår rimelig ofte, se børsklagenemndens saker i 2/1990 (Saga Petroleum AS), 1/1994 (AS Adresseavisen) og 3/1998 (Namsos Trafikkselskap ASA). I sistnevnte sak nektet styret i Namsos Trafikkselskap ASA å samtykke til en aksjeoverdragelse til Torghatten Trafikkselskap AS, et konkurrerende trafikkselskap som ville med overdragelsen på 10.5 % få totalt 18.2 % av aksjene i selskapet. Både børsklagenemnden og børsstyret godtok ikke nektelsen. Børsstyret uttalte at;

¹¹³ Bergo (2008) s. 115

¹¹⁴ Ibid. s. 115

“det ikke i seg selv er tilstrekkelig at kjøperen er en konkurrent og heller ikke at selskapet ønsker å beholde en bestemt eierkonstellasjon, organisasjon eller selskapsmønster.”

Samtykkenektelse vil trolig i større grad også godtas der selskapet har vedtektsfestet krav som gjør at samtykkekravet ligner mer på en personklausul, det vil si at styrets skjønn i det enkelte tilfelle er begrenset eller helt fraværende.

6 Avslutning

Oppgaven har vist at ledelsen kan iverksette en rekke tiltak som vil kunne hindre oppkjøperen kontroll over målselskapet. Likevel setter lovgivningen skranker for innhold og utbredelse for å blant annet unngå usaklig forskjellsbehandling av aksjeeierne herunder oppkjøper, og gjennomføring av tiltak som påfører selskapet tap. At forsvarstiltak er tilgjengelig for ledelsen til å hindre fiendtlig oppkjøp samtidig som utøvelsen av slike tiltak er begrenset, viser at lovgiver må vektlegge motstridende hensyn ved utformingen av regler som tillater forsvarstiltak. Det kan stilles spørsmål til legitimiteten for en slik lovhjemlet tilgang til forsvarstiltak siden det hindrer omsetning på annenhåndsmarkedet, nødvendig restrukturering og en effektiv lokalisering og omstrukturering av samfunnets ressurser. Likevel kan forsvarstiltak motvirke såkalte skadelige oppkjøp hvor for eksempel selskaper som utvikler en idé blir lagt brakk for å hindre konkurranse, eller hindre gjennomføring av oppkjøp som ikke er til selskapet ellers aksjonærenes beste. Det vil også hjelpe ledelsen med å hindre at lokale arbeidsplasser og hjørnesteinsbedrifter forsvinner eller blir flyttet som følge av et fiendtlig oppkjøp, dog kan det innebære en opparbeiding av overkapasitet på visse ressurser og tjenester som ikke lenger er like etterspurt. De negative sidene ved forsvarstiltak motvirkes til en viss grad av et differensiert lovverk med skille mellom aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Her kan det blant annet pekes på at samtykkekrav og forkjøpsrett i allmennaksjeselskaper må vedtektsfestes og da med ni/tidels flertall, mens for aksjeselskaper er utgangspunktet et lovfestet krav til samtykke og forkjøpsrett. I tillegg skjer det en differensiering ved allmennaksjeselskaper som børsnoteres da bruken av forsvarstiltak her er enda mer begrenset.

7 Litteraturliste

Bøker

- Aarbakke, Magnus m.fl. *Aksjeloven og allmennaksjeloven - Kommentartutgave..* 2. utg. Oslo, 2004.
- Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper & allmennaksjeselskaper.* 1.utg. Oslo 1998.
- Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper.* 2.utg. Oslo, 2006.
- Bergo, Knut. *Børs og verdipapirrett.* 3.utg. Oslo, 2008.
- Bråthen, Tore. *Personklausuler i aksjeselskaper : om vedtektsmessig regulering av aksjonærenes disposisjons-og forvaltningsrettigheter ved krav til deres egenskaper m.v.* Oslo, 1996.
- Bråthen, Tore. *Styremedlem og aksjonær.* Bergen, 2004.
- Smith, Lucy. *Kampen på aksjemarkedet.* 1. utg. Oslo, 1988.
- Truyen, Filip. *Aksjonærenes myndighetsmisbruk.* Oslo, 2005.

Artikler

- Bøhren, Øyvind. *Eierskap og Lønnsomhet I: Praktisk Økonomi og Finans nr.03 2006 S.93*
- Finansavisen 22. mars 2001 S.19. Kilde i avisen er Orkla Enskilda Securities.
- Fougner Bugge, Amund. *Forsvarstiltak ved fiendtlig oppkjøp.* I: Tidsskrift for forretningsjuss nr. 4 2001 S.430
- Gretland, Bjørge og Stray Ryssdal, Anders Chr. *Motstandsstrategier ved oppkjøp I: Fusjoner og Oppkjøp 1998 S.142*
- Mathisen, Terje og Solvoll, Gisle. *Antall busselskaper nesten halvert.* I: Samferdsel nr. 8 2005 S.20
- Matre, Hugo. *Vedtektskonflikt i Kværner.* I: Revisjon og Regnskap nr.7 2000 S.54
- Meyer, Christine B. *Strategiske veivalg og motiver for fusjoner og oppkjøp I: Fusjoner og Oppkjøp 1998 S.52*
- Perland, Olav Fr. *Inkorporeringen av takeover-direktivet i norsk rett.* I: Nordisk Tidsskrift for selskabsrett 2006. S.97
- Ravlo-Losvik, Line. *Omsetningsreguleringer i aksjeselskaper - problemstillinger, utfordringer og løsninger I: Tidsskrift for forretningsjuss 2008 S.87*

- Skjeret, Frode og Sørgard, Lars. *Fusjoner og oppkjøp – er det lønnsomt?*. 2002.
<http://hdl.handle.net/2330/1077>
- Solem, Eirik. *Salg av "kronjuveler"*. I: Tidsskrift for forretningsjuss nr.4 2001 S.451
- Sundby, Anne Cathrine. *Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett*. I: Nordisk tidsskrift for selskabsret nr.2 2003 S.230
- Thynness, Erik. *Fusjoner og oppkjøp – juridiske aspekter* I: Praktisk økonomi og finans nr. 04 2005 S.16
- Velasco, Julian. *THE ENDURING ILLEGITIMACY OF THE POISON PILL*. I: The Journal of Corporation Law Vol. 27, nr. 3 2002, S.382.

Forarbeider

- NOU 1996:3. Ny aksjelovgivning
- NOU 1994:7. UNI Storebrands behandling av Skandiainvesteringen.
- NUT-1970-1. Innstilling til lov om aksjeselskaper
- Ot.prp.nr.34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
- Ot.prp.nr.23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
- Ot.prp.nr.54 (1988-1989). Om Børsklagenemnda
- Ot.prp.nr.19 (1974-75) Om lov om aksjeselskaper
- Ot.prp.nr.9 (1929)
- Innst.O.nr.80 (1996-1997) Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Uttalelser og Forvaltningspraksis

- JDLOV-1985-2925. Uttalelse fra Justisdepartementets lovavdeling angående klage over registreringsnektelse for A/S Stilling Ledig og Personal og Organisasjon A/S
- Oslo Børs. *Vedtak og uttalelser 2000 - Børsrettsdagene 2001*. 2001

Børsklagenemnden

- Sak 3/1998 (Namsos Trafikkselskap ASA).
- Sak 1/1994 (AS Adresseavisen)
- Sak 2/1990 (Saga Petroleum AS)

Se vedtakene til børsklagenemnden i bla. Christiansen, Erling. *Materialsamling i børsklagenemndens verdipapirrett*. 12 utg. Oslo, 2008.

Lover og forskrift

- Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) 13. juni 1997 nr. 44
- Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) 13. juni 1997 nr. 45
- Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) 29. juni 1997 nr. 75
- Lov om regulerte markeder (børsloven) 29. juni 2007 nr. 80
- Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven) 14. desember 1918 nr. 4
- Lov av 27. februar 1930 nr. 4 (endringslov til aksjeloven)
- Lov om erverv av vannfall, bergverk og annen fast eiendom m.v (industrikonsesjonsloven) 14. desember nr. 16 1917
- Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner 10. juni 1988
- Lov om aksjeselskaper 4. juni 1976 nr. 59 (Opphevet)
- Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) 29. juni 2007

EU-direktiver og -forordninger

- Direktiv 2004/25/EF 21. april 2004 om overtakelsestilbud

Dommer

Rt. 2008 s.298 Halden Arbeiderblad

Rt. 1999 s.1682 Østlendingen

Rt 1995 s. 46 Nimbus

Rt. 1989 s.1290 Arendal Fossekompani

LF-1999-614-2 Bøndernes Hus

RG.1991 s.1158 Norges Handels- og Sjøfartstidende

