

UiO : **Det juridiske fakultet**

# Bruk av transaksjonsavtaler ved selskapsovertakelser

Utvalgte problemstillinger tilknyttet styrets rolle i en oppkjøpssituasjon

Kandidatnummer: 628

Leveringsfrist: 25. April 2013

Antall ord: 17 640



# Innholdsfortegnelse

<b>DEL I: INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1 Avhandlingens tema: Bruk av transaksjonsavtaler ved selskapsovertakelser .....	1
2 Problemstilling.....	1
3 Avgrensning av tema .....	2
3.1 Avgrensning mot oppkjøp av unotert selskap .....	2
3.2 Avgrensning mot fusjoner og mot aksjekjøp hvor det ikke er tale om en selskapsovertakelse .....	2
3.3 Avgrensning mot ”fiendtlig oppkjøp” .....	2
4 Begrepsavklaring .....	3
4.1 Oppkjøp og selskapsovertakelse .....	3
4.2 Målselskap og tilbyder .....	3
4.3 Transaksjonsavtalen .....	3
4.4 "Motbud" eller "konkurrerende bud" .....	4
5 Kort om oppgavens struktur .....	4
6 Rettskildebildet.....	4
6.1 Lovregulering på området .....	4
6.2 Kontraktsrett.....	5
6.3 EU-direktivet.....	5
6.4 Corporate Governance-anbefalingen .....	5
6.5 Rettspraksis .....	6
6.6 Juridisk teori.....	6
<b>DEL II: REGULERING AV OPPKJØP I NORSK RETT .....</b>	<b>7</b>
1 Innledning.....	7
2 Rettslig regulering i overtakelsessituasjoner .....	8
2.1 EU-direktivet om selskapsovertakelser .....	8
2.2 Verdipapirhandellovens bestemmelser .....	8
2.3 Allmennaksjelovens bestemmelser .....	11
2.4 Corporate Governance-anbefalingen .....	11
2.5 Almennelig kontraktsrett .....	14
<b>DEL III: STYRETS ROLLE I EN OVERTAKELSESSITUASJON.....</b>	<b>15</b>
1 Innledning.....	15
2 Hva det vil si å handle i samsvar med selskapets beste interesser .....	15
2.1 Selskapsinteressen generelt .....	15
2.2 Selskapsinteressen i overtakelsessituasjoner.....	17
2.3 USA: Revlon Duties.....	19
2.4 Prinsipal og agent-teorien .....	20
3 Forbudet mot misbruk av posisjon: Asal. § 6-28 (1).....	21
4 Diskrimineringsvernet .....	22
5 Hvordan fremme selskapsinteressen .....	23

5.1	Et aktivt styre .....	23
5.2	Ikke forhindre andre bud på selskapet: En plikt?.....	23
<b>DEL IV: BRUK AV TRANSAKSJONSAVTALER.....</b>		<b>27</b>
1	Innledning.....	27
1.1	Problemstillingen .....	28
1.2	Fremvekst av transaksjonsavtaler ved norske selskapsovertakelser .....	29
1.3	Statistikk.....	29
2	Regulering av transaksjonsavtaler .....	30
2.1	Kontraktsfrihet .....	30
2.2	Corporate Governance anbefalingen om bruk av transaksjonsavtaler .....	30
2.3	Utforming i samsvar med aksjonærene og selskapets beste interesser .....	30
2.4	Begrensninger i selskapets handlefrihet etter vphl. § 6-17 .....	30
2.5	Informasjonsplikt overfor børsen .....	31
3	Transaksjonsavtalens funksjon .....	32
3.1	Utgangspunktet for verdipapirhandel.....	32
3.2	Transaksjonsavtalen som verktøy for å muliggjøre oppkjøp .....	33
4	Transaksjonsavtalers rolle og innhold: Vurdering av praksis .....	36
4.1	Innledning .....	36
4.2	Praktiske eksempler på transaksjonsavtaler .....	36
4.3	Typisk innhold og klausuleringer.....	41
4.4	Vurdering av utvalgte avtalevilkår.....	47
4.5	Avtalen som helhet avgjørende .....	62
4.6	Avsluttende bemerkninger .....	62
5	Konsekvenser.....	63
5.1	Konsekvenser av at avtalen strider mot norsk rett .....	63
5.2	Mulig styreansvar.....	63
<b>DEL V: AVSLUTTENDE BEMERKNINGER .....</b>		<b>64</b>
1	Utviklingstendenser .....	64
2	De lege ferenda-betraktninger .....	64
<b>DEL VI: LITTERATURLISTE .....</b>		<b>65</b>
1	Bøker .....	65
2	Artikler.....	66
3	Lovgivning.....	66
4	Forarbeider.....	67
5	Dommer .....	67
6	Nettdokument .....	68
7	Tilbudsdokumenter .....	68
8	Avtaledokumenter .....	69
9	Statistikk .....	69

## **Del I: Innledning**

### **1 Avhandlingens tema: Bruk av transaksjonsavtaler ved selskapsovertakelser**

Temaet for avhandlingen er bruk av slike transaksjonsavtaler som ofte inngås mellom tilbyder og styret i målselskapet i forbindelse med overtakelse, eller forsøk på overtakelse, av børsnoterte selskaper. Nyere praksis fra Oslo Børs tyder på økt fokus på ivaretagelse av selskapsinteressen ved utforming av transaksjonsavtaler.<sup>1</sup> Styret har en sentral rolle i overtakelsesprosessen og har et særlig ansvar for å fremme selskapets og aksjonærenes interesser.

Sentralt står hvilke virkemidler styret i målselskapet kan ta i bruk ved utforming av en transaksjonsavtale med tilbyder. En aktuell problemstilling i så måte, er i hvilken grad ulike avtalevilkår hindrer styret i å handle i tråd med selskapets beste interesser. Problemstillingen belyses ved hjelp av praktiske eksempler på oppkjøp hvor det er inngått en transaksjonsavtale mellom styret i målselskapet og tilbyder.

Da oppgavens tema er transaksjonsavtaler, vil hovedfokuset ligge på vennligsinnede oppkjøp, det vil si oppkjøp der styret ikke fraråder aksjonærene å selge til tilbyder. Dette fordi det nettopp er i disse tilfellene det normalt vil bli inngått avtaler mellom selskapet og tilbyder.

### **2 Problemstilling**

Hovedproblemstillingen for oppgaven er hvordan styret ved utforming av transaksjonsavtalen med tilbyder kan legge til rette for at selskapets og aksjonærenes interesser ivaretas ved at selskapet selges til best mulig pris. I forlengelsen av dette vil det bli drøftet om, og i tilfellet i hvilken grad, styret plikter å legge til rette for at konkurrerende bud skal kunne fremmes på selskapet.

---

<sup>1</sup> Stølen (2011) s.31

### **3 Avgrensning av tema**

#### **3.1 Avgrensning mot oppkjøp av unotert selskap**

Avhandlingens tema begrenser seg til selskaper notert på regulert marked i Norge, Oslo Børs eller Oslo Axess.<sup>2</sup> Dermed vil kun allmennaksjeselskaper omfattes av oppgaven, jf. børsforskriften § 4 første ledd.<sup>3</sup> Dette fordi det gjelder særlige regler og retningslinjer for børsnoterte selskaper i en overtakelsessituasjon, og at bruken av transaksjonsavtaler særlig er relevant her.

#### **3.2 Avgrensning mot fusjoner og mot aksjekjøp hvor det ikke er tale om en selskapsovertakelse**

En selskapsovertakelse vil kunne skje ved at selskaper slår seg sammen gjennom en fusjon,<sup>4</sup> eller gjennom kjøp av aksjer. Markedet for fusjoner og oppkjøp går internasjonalt under betegnelsen M&A, Mergers and acquisitions, som i mange tilfeller er undergitt flere av de samme reglene. Jeg har valgt å holde meg til selskapsovertakelser som gjennomføres ved kjøp av aksjer. Avhandlingen er videre avgrenset mot oppkjøp som ikke har karakter av en selskapsovertakelse, se punkt 4.1.

#### **3.3 Avgrensning mot "fiendtlig oppkjøp"**

Det vil også primært avgrenses mot oppkjøp der styret er motstander av et forsøk på selskapsovertakelse, såkalt fiendtlige oppkjøp. Dette fordi det i slike tilfeller ikke vil bli inngått noen avtale mellom partene. Fiendtlige oppkjøp er likevel relevante i den grad styret aktivt tyr til forsvarstiltak i forsøk på å holde uønskede bud unna. I disse situasjonene vil det kunne bli utformet en transaksjonsavtale knyttet til motbud på selskapet, og de aktuelle vilkår og klausuler som inngås er sentrale i relasjon til avhandlingens tema.

---

<sup>2</sup> Oslo Axess har noe lempeligere vilkår for notering enn Oslo Børs, og kan eksempelvis være egnet for yngre selskaper i en etableringsfase

<sup>3</sup> Forskrift 29. juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder

<sup>4</sup> Jf. reglene i allmennaksjeloven kapittel 13

## 4 Begrepsavklaring

### 4.1 Oppkjøp og selskapsovertakelse

Når begrepene ”oppkjøp” og ”selskapsovertakelse” brukes i denne avhandlingen, menes et oppkjøp, eller forsøk på oppkjøp, av en aksjepost så stor at tilbyder med kjøpet ønsker å skaffe seg kontroll over selskapet. I EUs overtakelsesdirektiv<sup>5</sup> fra 2004 er et ”takeover bid” definert som ” a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective *the acquisition of control* of the offeree company in accordance with national law” [egen kursivering].

### 4.2 Målselskap og tilbyder

Med ”målselskap” menes det selskap tilbyder ønsker å kjøpe aksjer i ved selskapsovertakelsen. Med ”tilbyder” menes det selskap, eventuelt enkeltperson, som ønsker å komme i posisjon til å overta målselskapet. EUs overtakelsesdirektiv gir følgende definisjoner på henholdsvis målselskap og tilbyder: ””Offeree company” shall mean a company, the securities of which are the subject of a bid” jf art 2 bokstav b.<sup>6</sup> ””Offeror” shall mean any natural or legal person governed by public or private law making bid” jf art 2 bokstav c.<sup>7</sup>

### 4.3 Transaksjonsavtalen

En transaksjonsavtale, eller aksjekjøpsavtale, er en avtale inngått mellom tilbyder og styret i målselskapet på vegne av selskapet. En slik avtale vil i de fleste tilfeller være et resultat av dialog og forhandlinger mellom målselskapets styre og tilbyder, hvor det i prosessen gjerne er blitt inngått flere avtaler underveis.

---

<sup>5</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids, heretter Takeoverdirektivet eller overtakelsesdirektivet, ”definitions” artikkel 2 a

<sup>6</sup> Overtakelsesdirektivet art 2 bokstav b

<sup>7</sup> Overtakelsesdirektivet art 2 bokstav c

#### 4.4 "Motbud" eller "konkurrerende bud"

Med "motbud" eller "konkurrerende bud" menes bud som fremmes på selskapet etter at det opprinnelige budet er fremmet og offentliggjort overfor markedet.

### 5 Kort om oppgavens struktur

Avhandlingen vil først ta for seg sentral regulering av oppkjøp i norsk rett. Deretter vil styrets rolle i en oppkjøpsprosess bli redegjort for, før bruk av transaksjonsavtaler søkes belyst. Det vil her bli vurdert hvordan styret under oppkjøpsprosessen bør gå frem under utforming av transaksjonsavtalen med tilbyder. Reelle avtaler som er blitt inngått ved utvalgte selskapsovertakelser vil bli trukket frem som eksempler.

### 6 Rettskildebildet

#### 6.1 Lovregulering på området

Flere land innen EU har egne regelverk for oppkjøp, og organer som påser at disse følges. Da dette ikke er tilfellet i Norge, må de rettslige problemstillingene styret står overfor ved et mulig oppkjøp, løses med utgangspunkt i de alminnelige rettsreglene.<sup>8</sup> Et oppkjøp vil foruten de selskapsrettslige reglene i allmennaksjeloven,<sup>9</sup> være underlagt finansmarkedsretten. Sentralt står blant annet børsloven,<sup>10</sup> børsforskriften,<sup>11</sup> verdipapirhandelloven<sup>12</sup> og verdipapirforskriften.<sup>13</sup>

Konkrete skranker for partenes handlingsrom og informasjonsplikt overfor markedet når det fremsettes bud på selskapet, følger av verdipapirhandelloven kapittel 6, som gjennom-

---

<sup>8</sup> Stølen (2011), s.34

<sup>9</sup> Lov 13 juni 2007 nr 45 om allmenaksjeselskaper

<sup>10</sup> Lov 29. juni 2007 nr. 74: Lov om regulerte markeder (børsloven)

<sup>11</sup> Forskrift 29. juni 2007 nr. 875: Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften)

<sup>12</sup> Lov 29. juni 2007 nr. 75: Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

<sup>13</sup> Forskrift 29. juni 2007 nr. 876: Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)

fører EUs overtakelsesdirektiv. Styrets selskapsrettslige plikter følger av aksjelovgivningen og selskapsrettslige prinsipper. Disse handlingsnormene gjelder generelt, og vil gjøre seg gjeldende også i en overtakelsessituasjon.

## 6.2 Kontraktsrett

En transaksjonsavtale er en kontrakt inngått mellom tilbyder og målselskap. Utgangspunktet i kontraktsretten er kontraktsfrihet, altså at partene kan avtale det de vil seg i mellom, innenfor det som følger av selskapets vedtekter og lovgivningens rammer.

## 6.3 EU-direktivet

EUs overtakelsesdirektiv fra 2004 er implementert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven.<sup>14</sup> Overtakelsesdirektivet er del av EUs Financial Services Action Plan, og har som målsetting å integrere de finansielle markedene innen fellesskapet, med sikte på å gjøre den europeiske økonomien konkurransedyktig.<sup>15</sup>

## 6.4 Corporate Governance-anbefalingen

Spesielt for selskaper notert på Oslo Børs er at de må forholde seg til Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Anbefalingen utarbeides av Norsk forum for eierstyring og selskapsledelse (NUES) som består av en rekke ulike aktører, blant annet Finansnæringens fellesorganisasjon, Oslo børs, Den norske revisorforening og Aksjonærforeningen i Norge. Anbefalingen er blitt utgitt siden 2004 og NUES vurderer årlig behovet for oppdateringer og endringer i denne. Anbefalingen inneholder ingen formelle rettsregler, men spiller reelt sett en stor rolle, da den virker ut i fra et "følg eller forklar"-prinsipp.<sup>16</sup> Anbefalingen omtales nærmere under punkt II:2.4.

---

<sup>14</sup> Lov 27. November 1992 nr. 109: Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) §1 jf. EØS-avtalens artikkel 7

<sup>15</sup> Ot.prp.nr 34 (2006-2007) pkt. 2.4

<sup>16</sup> "Comply or explain"



## 6.5 Rettspraksis

Det er lite rettspraksis knyttet til bruk av transaksjonsavtaler og innholdet i disse i norsk rett. Men det finnes eksempler på at retten har lagt slike avtaler til grunn uten å ha gått nærmere inn på temaet. Eksempelvis ble gyldigheten av en transaksjonsavtales innhold vurdert i saken LH-2010-37778 fra Hålogaland lagmannsrett.

Jeg har ikke funnet eksempler på rettslige avgjørelser som tar for seg styrets rolle ved selskapsovertakelser. Styrets disposisjoner har dog vært gjenstand for omfattende rettslig prøving under andre jurisdiksjoner. Særlig er dette tydelig hvis man ser på amerikansk rettspraksis, der ulike saker danner utgangspunkt for videre ”case law”. Slik utenlandsk praksis vil i noen grad bli berørt i oppgaven.

## 6.6 Juridisk teori

Bruk av transaksjonsavtaler og styrets rolle ved oppkjøp er i liten grad berørt i teorien. Temaet overtagelser og bruk av ulike avtalevilkår berøres til en viss grad, og har vært gjenstand for behandling i ulike artikler. Selskapsrettslig litteratur er aktuell for oppgavens tema i den grad denne gir uttrykk for selskapsrettslige prinsipper som også vil gjelde der styret står overfor en mulig overtagelse av selskapet.

## Del II: Regulering av oppkjøp i norsk rett

### 1 Innledning

For å forstå reguleringen av oppkjøp, bør man ha kjennskap til hva en selskapsovertakelse innebærer.<sup>17</sup> Under begrepsavklaringen i punkt I:4 ble en selskapsovertakelse definert som et oppkjøp av aksjer i et målselskap, i så stor skala at kjøper ved transaksjonen sikrer seg en kontrollerende posisjon i selskapet. Ved de største oppkjøpene vil tilbyder også kunne sikre seg rett til å overta de resterende eierandeler i selskapet ved at vedkommende kommer i posisjon til tvangsløsning av de øvrige aksjonærene jf. vphl. § 6-22 og asal. § 4-24. Dette skjer etter norsk rett ved at tilbyder kjøper seg opp på et slikt nivå at denne blir i besittelse av eierandeler på over 90 % av selskapets aksjer, samt tilsvarende andel av stemmerettighetene på generalforsamling. Selskapsovertakelsen innebærer derfor ikke bare en overføring av aksjene i selskapet som sådan, men en overføring av kontroll.<sup>18</sup>

For å få gjennomført et oppkjøp i en slik skala vil tilbyder ofte være avhengig av styrets holdning til tilbudet. I hvor stor grad det oppstår et samarbeid mellom målselskapets styre og tilbyder, vil variere. Ved såkalte fiendtlige oppkjøp skjer overtakelsen helt uten at styret stiller seg bak budet, men lar seg likevel gjennomføre, eksempelvis ved at det gis forhåndsaksepter fra større aksjonærer i selskapet. Styret kan også velge å stille seg nøytralt til et oppkjøp. Typisk for bruk av transaksjonsavtaler er de tilfeller hvor styret og tilbyder forhandler seg frem til enighet rundt transaksjonen, slik at tilbyder oppnår styrets anbefaling overfor aksjonærene. Fiendtlige oppkjøp faller derfor utenfor kjernen av avhandlingen.

Sentralt for å få styret med seg på et oppkjøp, vil være forhandlinger om pris og vilkår mellom målselskapets styre og tilbyder. For å få gjennomslag vil det være naturlig at tilbyder må legge seg på et nivå noe over markedspris. Transaksjonsavtalens rolle i en slik situasjon

---

<sup>17</sup> Sjøfjell (2007) s 101

<sup>18</sup> Ibid., s.102

vil bli behandlet under del fire i avhandlingen. Foreløpig følger kun en generell redegjørelse for rettslig regulering i en overtakelsessituasjon.

## **2 Rettslig regulering i overtakelsessituasjoner**

### **2.1 EU-direktivet om selskapsovertakelser**

Reguleringen av selskapsovertakelser er basert på EUs overtakelsesdirektiv.<sup>19</sup> Et hovedhensyn bak direktivet er beskyttelse av målselskapets minoritetsaksjonærer. De skal gis mulighet til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og de skal være sikret en pris tilsvarende hva de øvrige aksjonærene oppnådde ved innløsning av sine aksjeposter. En annen viktig funksjon er at direktivet skal legge til rette for strukturendringer i næringslivet, og fremme integrering av de europeiske markedene.<sup>20</sup>

Direktivet setter skranker for selskapets handlefrihet, og regulerer rapporteringsplikten overfor markedet i en oppkjøpssituasjon, ved å stille visse minimumskrav til den nasjonale lovgivningen. Overtakelsesdirektivets artikkel 3 trekker opp generelle prinsipper medlemslandene skal sikre at overholdes i en overtakelsessituasjon. Her kan kort nevnes minoritetsvernet, aksjonærenes krav på tid og informasjon, styrets uttalelse om tilbudet, ivaretagelse av selskapets interesser under oppkjøpet, samt krav til at normal drift fortsetter, og at selskapet ikke forstyrres unødige under oppkjøpsprosessen.

### **2.2 Verdipapirhandellovens bestemmelser**

I forarbeidene til verdipapirhandelloven uttales det om gjennomføringen av overtakelsesdirektivet, at en viktig forskjell mellom dette og norsk rett, er at direktivet stiller opp et rammeverk bestående av prinsipper og et begrenset antall bestemmelser, mens nasjonal rett inneholder mer spesifikke bestemmelser og krav.<sup>21</sup> De viktigste bestemmelsene i verdipa-

---

<sup>19</sup> Se pkt. I:6.3

<sup>20</sup> Forarbeidene til vphl.: Ot.prp.nr.34 (2006-2007), pkt. 1.1

<sup>21</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) kapittel 24, tredje avsnitt

pirhandelloven som er av betydning ved en selskapsovertakelse vil bli behandlet kort i det følgende.

### 2.2.1 Frivillige og pliktige tilbud

Loven skiller mellom frivillige og pliktige tilbud ved oppkjøp. Sonderingen er sentral ved fremsettelse av overtakelsestilbud. Et frivillig tilbud er et tilbud om kjøp av aksjer fremsatt til selskapets aksjonærer, for hele eller deler av selskapets aksjebeholdning. En tilbudsplikt utløses der oppkjøper har nådd eierandel over visse nivåer, og medfører plikt til å fremme bud på samtlige resterende aksjer i selskapet. Der et tilbud i utgangspunktet er frivillig fremsatt, men ved aksept passerer grensen for tilbudsplikt, må dette følges opp av et pliktig tilbud jf. vphl § 6-1 og § 6-6. Dette gjelder likevel ikke der reglene for pliktige tilbud i utgangspunktet ble fulgt også for det frivillige tilbudet jf. § 6-1 femte ledd.

For de pliktige tilbudene stiller loven strengere krav til tilbyder enn for frivillige tilbud. Foruten plikten til å gi bud på alle selskapets aksjer jf. § 6-10 annet ledd, kan tilbudet heller ikke gjøres betinget jf. tredje ledd. Plikten oppstår der et aksjeervert overstiger visse størrelse fastsatt i loven. Tersklene loven opererer med er ervert av aksjer som gir stemmerettigheter i selskapet på over 1/3, 40 prosent eller mer, eller 50 prosent eller mer, jf. vphl §§ 6-1 om tilbudsplikt og 6-6 om gjentatt tilbudsplikt.

Ved et frivillig tilbud vil det derimot kunne knyttes betingelser til budet. Slike betingelser vil gjerne fremkomme av transaksjonsavtalen mellom partene. Avtaledokumentet blir derfor ofte mer utførlige der det er tale om et frivillig tilbud. Ved en overtakelse der tilbyder ønsker kontroll over selskapet, vil et typisk vilkår for tilbudet være at det oppnås en viss akseptgrad.

### 2.2.2 Melding ved kjøp av større aksjeposter

Etter § 6-8 skal det gis melding til tilbudsmyndighet når avtale om ervert som utløser tilbudsplikt er inngått. Meldingen skal angi om man kommer til å fremme et pliktig tilbud i

samsvar med lovens bestemmelse, eller om man kommer til å selge seg ned etter § 6-8 jf. § 6-9.<sup>22</sup>

### 2.2.3 Godkjennelse, offentliggjøring og informasjonsplikt

Sentralt for styret i målselskapet er verdipapirhandellovens generelle regler om godkjenning, offentliggjøring og informasjonsplikt overfor markedet. Både tilbud og tilbudsdokument skal godkjennes av tilbudsmyndighet før det offentliggjøres jf. § 6-14 første ledd, deretter sendes dette ut til samtlige aksjonærer med kjent oppholdssted jf. annet ledd. Etter dette vil tilbyder måtte sende inn sitt tilbud for godkjenning i god tid før dette formelt skal fremmes overfor aksjonærene.

Det stilles også krav til at selskapet uttaler seg om tilbudet, jf. § 6-16. Plikten til å utferdige en slik uttalelse gjelder uansett om tilbudet som fremmes er pliktig eller ved aksept vil overstige grensen for tilbudsplikt jf. § 6-19 første ledd. Styrets uttalelse vil bli nærmere behandlet i punkt IV:4.3.1.2.

### 2.2.4 Forbud mot diskriminering av aksjonærene

Vphl. § 5-14 gir aksjonærene et generelt diskrimineringsvern som er beslektet med allmennaksjelovens bestemmelse i § 4-1. Etter bestemmelsen skal målselskapet sørge for likebehandling av aksjeeierne. Diskrimineringsvernet vil bli nærmere omtalt under punkt III:4.

### 2.2.5 Begrensninger i selskapets handlefrihet

Begrensninger i selskapets handlefrihet under et pliktig eller frivillig tilbud som utløser tilbudsplikt, følger av vphl. § 6-17. Det vil bli nærmere redegjort for hvilke disposisjoner målselskapets styre og ledelse kan foreta seg etter at de er underrettet om at overtakelsestilbud vil bli fremmet, under punkt IV:2.4.

---

<sup>22</sup> Det kan i denne sammenheng nevnes at vphl. § 4-3 inneholder regler om såkalt flagging av erverv av større aksjeposter, som ikke omtales nærmere i avhandlingen

## 2.2.6 Tvungen overføring av aksjer

Bestemmelsen i asal. § 4-25 er sentral i forbindelse med selskapsovertakelser. Denne hjemler tilbyders rett til tvangsutløsning av minoritetsaksjonærer i selskapet dersom det oppnås eierandel på mer enn 90 % av de stemmeberettigede aksjene, samt tilsvarende stemmerettigheter på selskapets generalforsamling. Ved oppnåelse av en slik eierandel i målselskapet, kan tilbyder beslutte at de øvrige aksjene skal overføres. Dette gjelder uavhengig av om eierandelen er oppnådd via frivillige eller pliktige tilbud.

Dersom ikke særlige grunner tilsier annet, og tvungen innløsning av aksjer finner sted innen tre måneder etter at tilbudsfristen utløp, legges tilbudsprisen til grunn ved overføringen, jf. vphl. § 6-22 annet ledd, som i første ledd svarer til allmennaksjelovens bestemmelse.

## 2.3 Allmennaksjelovens bestemmelser

I tillegg til det som følger av verdipapirhandellovens bestemmelser, kommer de alminnelige bestemmelser i allmennaksjeloven til anvendelse også når selskapet står overfor et mulig oppkjøp. De alminnelige adferdsnormene styret er underlagt vil bli nærmere redegjort for under oppgavens del tre. Sentralt står styrets ansvar for å ivareta selskapets interesser.

## 2.4 Corporate Governance-anbefalingen

### 2.4.1 Eierstyring og selskapsledelse: Følg eller forklar

CG-anbefalingens rettslige stilling ble omtalt innledningsvis under punkt I:6.4. Tross det faktum at anbefalingen nettopp er en anbefaling, vil i praksis de fleste børsnoterte selskaper følge denne. Det vil i det følgende bli gjort rede for innholdet i anbefalingens bestemmelser om selskapsovertakelser.

Anbefalingens kapittel 14 omhandler selskapsovertakelser. Kapittelet er inndelt i åtte avsnitt. I kommentaren til kapittelet heter det innledningsvis at ”selskapsovertakelser bidrar til økt effektivitet i prisdannelsen av aksjer, og kan virke disiplinerende for selskapsledelsen”, men at budprosesser og selskapsovertakelser imidlertid må ”gjennomføres på en måte

som opprettholder respekten for aksjemarkedet, og som ikke unødige forstyrrer målselskaps forretningsvirksomhet”.<sup>23</sup>

Etter første avsnitt bør selskapets styre ha utarbeidet hovedprinsipper for hvordan det vil opptre ved eventuelle overtakelsestilbud. Slike tilbud vil ofte kunne komme overraskende på et selskap dersom det ikke selv har henvendt seg til markedet. Det er derfor viktig at selskapsledelsen har en plan for hvordan det vil takle slike bud. Dette vil kunne være utslagsgivende for om en eventuell påfølgende oppkjøpsprosess kan karakteriseres som god eller ikke. Det fremheves i kommentaren til kapittel 14 at styret eksempelvis bør ha tenkt gjennom om det ønsker å få frem konkurrerende tilbud, og hvordan det skal sørge for likebehandling av aksjonærene.

Videre følger det av andre avsnitt at styret skal sørge for likebehandling av aksjonærene, og at selskapet ikke skal forstyrrer unødige under prosessen. Styret har et særskilt ansvar for å sørge for tilstrekkelig tid og informasjon overfor aksjonærene, slik at de skal kunne ta stilling til budet på et velinformert grunnlag. Styret bør heller ikke forhindre eller vanskeliggjøre at det fremsettes bud på selskapets virksomhet eller aksjer, jf. tredje avsnitt.

Fjerde avsnitt omhandler avtaler mellom målselskapet og tilbyder, herunder transaksjonsavtaler. Det heter i dette avsnittet at avtaler som begrenser selskapets mulighet til å fremkaffe andre tilbud på selskapets aksjer, altså motbud, bare bør inngås der dette åpenbart kan begrunnes i både selskapets og aksjonærenes interesse. Det samme gjelder for avtaler om kompensasjon til tilbyder dersom tilbudet ikke gjennomføres. Dette vil typisk dreie seg om såkalte break fee- eller cancellation fee-klausuler. Der slike klausuler likevel inngås, følger det av anbefalingen at disse bør begrenses i størrelse til de kostnader tilbyder faktisk har hatt ved fremsettelse av tilbudet.

---

<sup>23</sup> Anbefalingen (2012) s 46

Etter anbefalingen skal avtaler som kan ha betydning for markedets vurdering av tilbudet offentliggjøres senest samtidig med melding om at tilbudet vil bli fremsatt. Transaksjonsavtaler vil typisk falle inn under denne kategorien. Disse offentliggjøres derfor enten i sin helhet, eller ved at deres hovedinnhold fremkommer av tilbudsdokumentet.

Ved et bud på aksjene i selskapet bør styret ikke utnytte sine emisjonsfullmakter eller treffe andre tiltak med formål å hindre gjennomføring av tilbudet, dersom dette ikke er godkjent av generalforsamlingen etter at tilbudet ble kjent jf. sjette avsnitt.

Syvende avsnitt gjelder styrets anbefaling av tilbudet til aksjonærene. Anbefaling om å selge eller ikke selge skal gis når et bud på aksjene er fremmet. I uttalelsen bør det fremkomme om avgjørelsen var enstemmig eller ikke, og det bør være innhentet en uavhengig verdivurdering fra sakkyndig som offentliggjøres parallelt med styrets uttalelse. Avhandlingen går altså noe lenger enn verdipapirhandelovens bestemmelse om styrets uttalelse.

Om forholdet til lovgivningen sies det i kommentaren til kapittel 14 at anbefalingen også gjelder der tilbyder allerede eier mer enn tilbudspliktgrensen i verdipapirhandeloven og fremsetter et bud mot samtlige aksjonærer. Dette i motsetning til verdipapirhandeloven som kun gjelder der pliktig tilbud er fremsatt, eller hvor et frivillig tilbud medfører at tilbudspliktgrensen passerer dersom tilbudet aksepteres.<sup>24</sup> Anbefalingen får således anvendelse ved ethvert fremsatt overtakelsestilbud.

#### 2.4.2 Endringer siden 2010-utgaven: Mot en mer restriktiv linje

Siden forrige utgave av anbefalingen ble utgitt i 2010, er noen av dagens anbefalinger endret eller tilføyd. Dette gjelder blant annet anbefalingens første avsnitt om at styret ikke bør forhindre eller vanskeliggjøre overtakelsestilbud. Denne er nå blitt gjort absolutt siden forrige utgivelse. Videre er avsnitt fire om bruk av transaksjonsavtaler nytt, det samme er avsnitt fem om offentliggjøring av disse. Tidligere var anbefalingen om å innhente en uav-

---

<sup>24</sup>Anbefalingen (2012) s. 46



hengig verdivurdering av selskapet gjort betinget av at det ikke forelå mer enn ett bud. I dag påvirkes ikke denne av antall budgivere inne.

## 2.5 Alminnelig kontraktsrett

Selve inngåelsen av transaksjonsavtalen er undergitt alminnelige kontraktsrettslige regler. I utgangspunktet hersker det derfor kontraktsfrihet mellom partene hva gjelder utformingen av denne.

## **Del III: Styrets rolle i en overtakelsessituasjon**

### **1 Innledning**

Styret er selskapets sentrale forvaltningsorgan, og har til oppgave å ivareta selskapets og aksjonærenes interesser. Det er valgt av generalforsamlingen, altså selskapets øverste myndighet, utøvet av dets aksjonærer, jf. asal. § 6-3. Styret utøver sin funksjon innenfor rammen av selskapsrettslige prinsipper og lovgivning, lovgivningen forøvrig, selskapets vedtekter og generalforsamlingsvedtak.

Etter lovens § 6-12 er det styret som har det overordnede ansvaret for forvaltningen av selskapet. En alminnelig oppfatning er at styret herunder skal legge til rette for at aksjonærer som ønsker å avhende sine aksjer, får gjennomført dette til en best mulig pris. Dette vil bli nærmere redegjort for under punkt 2.2. Oppfatningen bygger blant annet på at styret anses for å være best skikket til å vurdere et spørsmål om overtakelse, og at det er styret som kan legge til rette for en god budprosess. I det følgende vil det bli vurdert hvilken rolle styret i målselskapet har når det står overfor et mulig oppkjøp av selskapet.

### **2 Hva det vil si å handle i samsvar med selskapets beste interesser**

#### **2.1 Selskapsinteressen generelt**

Selskapsrettslig er styret pålagt til en hver tid å handle i samsvar med det som må anses som selskapets beste interesser. Et utgangspunkt for den videre fremstillingen av styrets rolle, blir derfor å kartlegge hva dette innebærer i en overtakelsessituasjon. Dette legger premisset for styrets handlingsrom, og er således relevant i relasjon til de ulike problemstillinger som vil kunne oppstå.

Etter bestemmelsen om styrets uttalelse om tilbudet i verdipapirhandelloven § 6-16 første ledd, sies det også eksplisitt at uttalelsen skal si noe om hvilke konsekvenser budet vil kunne få for selskapets interesser. Hva som ligger i begrepet gir derfor også føringer for innholdet i styrets anbefaling overfor aksjonærene i målselskapet.

Hva som generelt ligger i begrepet selskapets beste interesse, eller ”selskapsinteressen”, kan vanskelig formuleres presist, og vil variere ut i fra hvilken kontekst begrepet benyttes i. Hvor vidt begrepet strekker seg er til dels omstridt, og de interesser det favner om vil kunne være sprikende. Det kan også synes uklart hvilken vekt de ulike interessene skal tillegges ved en eventuell motstrid. Der selskapets interesser følger av vedtektene, må tolkningen av disse tillegges vesentlig vekt i vurderingen av om et styrevedtak er å anse som innenfor rammene av selskapets interesser. Da denne fremstillingen er ment å være generell, vil det her være de interesser som ikke kan leses ut av selskapets vedtekter som vil bli vurdert.

Aksjelovgivningen gir ingen eksplisitt uttalelse om hva som ligger i uttrykket selskapets beste interesser. Det er likevel naturlig å ta utgangspunkt i hva som følger av loven, om enn implisitt: Asal. § 2-2 annet ledd anfører at dersom et selskap ikke skal ha til formål å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte, skal dette fremkomme av selskapets vedtekter. Bestemmelsen innebærer at det rettslige utgangspunktet for et aksjeselskaps formål nettopp blir å generere økonomisk utbytte til sine aksjonærer. Bestemmelsen kalles derfor gjerne aksjelovenes formålspresumsjon. Forarbeidene til aksjelovgivningen sier relativt lite om formålet, trolig fordi det fremstår som ideologisk ladet. En av få høyesterettsdommer som sier noe konkret finnes i Rt.2003 s.861. Dommen inntar som utgangspunkt at selskapet tar sikte på å generere mest mulig avkastning dersom ikke annet er bestemt. Et annet holdepunkt for å anse gevinstmaksimering overfor aksjonærene som kjernen i selskapsinteressen, er det norske utgangspunktet for selskapsretten. Dette utgangspunktet er privatrettslig, og en del av den spesielle kontraktsretten. Det blir her et naturlig forhold mellom selskapet og aksjonærene, hvor det sentrale formålet blir maksimering av velferd gjennom utbetaling av utbytte overfor disse, samt muligheten for profitt ved et eventuelt videresalg av aksjene. Styrets forvaltning av selskapet må som et alminnelig utgangspunkt utføres lojalt ut i fra dette vinningsformålet.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Aarbakke m.fl. (2004) s.489

At profittmaksimering ikke er det eneste formålet som bør tillegges vekt ved vurderingen av hva som er i selskapets interesser, anses også som sikker rett. Hensynet til ansatte, nærmiljøet, arbeidsplasser, kreditorer og andre interessenter vil også måtte vektlegges i vurderingen. Men dersom mer samfunnsmessige formål skal kunne få forrang ved motstrid, må dette trolig sies eksplisitt i selskapets vedtekter. Forarbeidene uttaler at aksjelovgivningen innehar bestemmelser som skal bøte på eventuelle negative aspekter ved selskapets formål.<sup>26</sup> Eksempelvis ved at kravet til aksjekapital ivaretar hensynet til selskapets kreditorer. Et annet aspekt i relasjon til dette, er at gevinstformålet ikke nødvendigvis tar utgangspunkt i den rent kortsiktige gevinstmuligheten, men også hva som vil lønne seg for selskapet over tid. Hvor langt tidsaspektet skal kunne trekkes fremstår ikke som sikkert.

Det som synes klart, er at begrepets innhold vil kunne variere ut i fra hvilken sammenheng det brukes i. I dette tilfellet dreier selskapsinteressevurderingen seg om hva som må sies å være i selskapets beste interesser ved en selskapsovertakelse. Ved en slik overtakelse skifter hele eller store deler av selskapets aksjer eier ved at tilbyder kommer inn som kontrollende aksjonær i selskapet.

Vurderingen av styrets handlingsnorm etter selskapsinteressen kan finnes igjen i ulike jurisdiksjoner. I USA brukes gjerne betegnelsen "the business judgement rule" i relasjon til selskapsinteressen. Denne går ut på at ledelsen i selskapet plikter å handle på et velinformert grunnlag, i god tro, og i tråd med hva den mener ligger i selskapets beste interesser.<sup>27</sup>

## 2.2 Selskapsinteressen i overtakelsessituasjoner

I selskapsretten brukes gjerne uttrykket "gevinstkravet" om aksjonærenes antatte felles interesse i gevinst på sine investeringer i selskapets aksjer.<sup>28</sup> Som tidligere redegjort for vil en slik gevinst kunne materialiseres gjennom utbetaling av utbytte etter selskapets overskudd,

---

<sup>26</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) pkt.5.8.4

<sup>27</sup> Bainbridge (2012) s.60

<sup>28</sup> Sjøfjell (2011) s.1

eller gjennom den gevinst aksjonæren vil kunne oppnå ved å selge sine aksjer. Aksjonærenes mulighet til å generere profitt ved en selskapsovertakelse, skjer ved at det oppnås en høyest mulig pris når aksjene avhendes.

Ved styrets vurdering av tilbudet synes det sentrale aspektet derfor å være hvorvidt prisen på tilbudet må antas å være i aksjonærenes interesser. Men andre hensyn vil også kunne tillegges vekt. Det følger av bestemmelsen i vphl. § 6-16 at det under styrets vurdering av tilbudet i relasjon til selskapsinteressen, også skal vurderes hvilken effekt tilbyders strategiske planer vil kunne få for de ansatte og for lokalisering av virksomheten. Spørsmålet blir om slike hensyn ved motstrid vil kunne gå foran hensynet til å fremme en høyest mulig pris på selskapets aksjer. Det er ingen norsk rettspraksis som tar for seg styrets ansvar i relasjon til dette, men det synes alminnelig antatt at hensynet til pris i de fleste tilfeller må veie tyngst. Der styret vurderer ett overtakelsestilbud fremfor et annet, vil det "beste" tilbudet som regel være det som gir høyest pris på selskapets aksjer. Likevel vil det kunne tenkes tilfeller hvor styret kommer til motsatt konklusjon, dersom tilbudet som helhet fremstår mer gunstig overfor selskapet og dets aksjonærer.

I forarbeidene til verdipapirhandelloven<sup>29</sup> viser utvalget til Corporate Governance-anbefalingen av 2004 punkt 13 første ledd.<sup>30</sup> Denne lød på at styret ikke uten særlige grunner bør søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter bud på selskapets virksomhet eller aksjer.<sup>31</sup> Utvalget uttaler at selv om anbefalingen ikke er rettslig bindende, må denne forventes å bli tillagt betydelig vekt når styret i et notert selskap vurderer hvilke disposisjoner de kan og bør foreta i en overtakelsessituasjon uten å innhente generalforsam-

---

<sup>29</sup> NOU 2005-17, pkt.10.1.3

<sup>30</sup> I dag pkt. 14 tredje ledd

<sup>31</sup> I dag lyder formuleringen uten forbehold: "Styret bør ikke forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer."

lingens samtykke.<sup>32</sup> Det følger videre at der et styre iverksetter forsvarstiltak til skade for aksjonærfellesskapets interesser, vil dette kunne medføre erstatningsansvar for styret, selv om disposisjonen ikke skulle falle inn under bestemmelsen i datidens § 4-17. Tilsvarende bestemmelse finnes i dag i vphl. § 6-17 og tar for seg begrensninger i styrets handlefrihet når pliktig bud er fremsatt.

### 2.3 USA: Revlon Duties

I amerikansk rett, som i stor grad er case-basert, opereres det blant annet med de såkalte Revlon duties, fra saken der selskapet Revlon ble forsøkt kjøpt opp mot styrets vilje.<sup>33</sup> Doktrinen tar for seg styrets plikter ved en selskapsovertakelse. I saken hadde Revlon engasjerte en såkalt "white knight"<sup>34</sup> i selskapet Forstmann Little, som skulle hindre at selskapet ble kjøpt opp av budgiver Pantry Pride. Da Pantry Pride stadig toppet Forstmanns motbud, gikk styret i målselskapet inn for omfattende forsvarstiltak som hindret nye bud fra Pantry Pride, slik at Forstmann likevel endte opp med å vinne budrunden. Retten slo ned på dette, og doktrinen går ut på at når et styre har vedkjent at selskapet er ute for salg ved å henvende seg til en tredjepart, har styret også en plikt til å maksimere selskapets verdi ved å selge til høystbydende.<sup>35</sup> Ledelsen kunne altså ikke forsvare andre aspekter ved selskapets interesser dersom dette gikk på bekostning av å fremme høyest mulig pris på selskapet. Revlon Duties innebærer at styret skal legge til rette for den transaksjonen som tilbyr best mulig pris overfor aksjonærene. Dette fremstår som styrets hovedoppgave der selskapet står overfor et mulig oppkjøp.<sup>36</sup> Selv om dette ikke har direkte relevans for norsk rett, viser saken en liknende problemstilling som hva man står overfor der andre hensyn strider mot hensynet til profittmaksimering overfor aksjonærene.

---

<sup>32</sup> NOU 2005-17, pkt. 10.1.3

<sup>33</sup> Revlon vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.

<sup>34</sup> "Hvit ridder": en redningsoperasjon der styret samarbeider med et annet selskap om kjøp av blokkerende aksjeposter, eller samtlige aksjer, til beskyttelse mot uønsket oppkjøper

<sup>35</sup> Bainbridge (2012) s.257

<sup>36</sup> Boardmember.com: Directors' Duties in Takeovers

## 2.4 Prinsipal og agent-teorien

Prinsipal og agent-teorien er en teori som har sitt utsprang i forholdet mellom ulike organer, og det spenningsforhold som kan oppstå mellom disse. Selskapsrettslig relaterer betegnelsen seg til forholdet mellom selskapets aksjonærer og selskapets styre, og knytter seg til aksjonærenes residualinteresse som innehavere av selskapets aksjer. Teorien stammer fra USA, hvor det på 1930-tallet ble drøftet selskapsrettslige "agency problems", og omhandler styre som ikke fremmer formålet med selskapet og agentforholdet. Typisk vil dette relatere seg til styre som fremmer egne interesser, eller holder tilbake mer utbytte enn nødvendig. Tanken om selskapets styre som "agenter" for aksjonærene og den videre "shareholders interests"-tankegangen er særlig aktuell i land hvor eierstrukturen i børsnoterte selskaper typisk er spredt, slik som i USA, Canada, Australia og Storbritannia. Det har her ofte vært stilt krav til at ledelsen både ivaretar og identifiserer seg med aksjonærene, gjerne ved selv å inneha betydelige eierandeler i selskapet.<sup>37</sup>

Spenningsforholdet mellom styret og aksjonærene vil ofte være størst der styret går i mot fiendtlige oppkjøp. Risikoen for at styret misbruker sin posisjon vil derfor kunne øke i slike situasjoner.<sup>38</sup> Aksjelovene inneholder regler som skal bøte på de eventuelle interessekonflikter som kan oppstå mellom styret og selskapets aksjonærer. Av disse kan nevnes § 6-28 om forbud mot misbruk av posisjon i selskapet, § 6-27 om inhabilitet, § 8-7 om gaver og § 6-17 om forbud mot godtgjørelser fra andre enn selskapet.

---

<sup>37</sup> Kundtzon (2004) s.92.

<sup>38</sup> Bainbridge (2012) s.58

### **3 Forbudet mot misbruk av posisjon: Asal. § 6-28 (1)**

Ledelsen i et selskap har en alminnelig lojalitetsplikt overfor selskapet, både i kraft av sin rolle som oppdragstaker for selskapet, hvor det skal ivareta selskapets interesser som oppdragsgiver, samt gjennom ulike bestemmelser i allmennaksjeloven.<sup>39 40</sup> I tillegg til at styret generelt må handle i samsvar med selskapets beste interesser når det inngår avtaler på vegne av selskapet, setter allmennaksjeloven en absolutt skranke for misbruk av posisjon i asal. § 6-28 første ledd. Bestemmelsen forbyr styret å foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning. Dette innebærer å begunstige et mindretall på bekostning av flertallet. Bestemmelsen medfører ikke at enhver særfordel er forbudt, men at en slik fordel i alle tilfeller må baseres på et saklig og forsvarlig grunnlag, i tråd med selskapet og aksjeeiernes interesser.<sup>41</sup>

I en overtakessituasjon vil en slik urimelig fordel eksempelvis kunne knytte seg til styremedlemmers rett til å fortsette som styremedlemmer etter overtakelse, eller at styret går aktivt ut med tiltak for å hindre overtakelse i frykt for tap av egen posisjon. En annen mulig situasjon vil være at styremedlemmer ved disposisjonen mottar godtgjørelse for å gi sin anbefaling av tilbyder. I slike tilfeller kommer også asal. § 6-17 inn. Første ledd setter en absolutt skranke mot at styremedlemmer mottar godtgjørelse fra andre enn selskapet i anledning en rettshandel for selskapet. Bestemmelsen kan holdes opp mot lovens § 6-10 der det fremkommer at godtgjørelse til styremedlemmer skal fastsettes av generalforsamlingen.

Styremedlemmer kan med dette ikke inngå avtaler med tilbyder ut i fra en eventuell egeninteresse i tilbudet som fremmes. De vil heller ikke kunne anbefale tilbudet overfor aksjonærene i selskapet på dette grunnlaget. Ved brudd på lojalitetsplikten vil styret etter om-

---

<sup>39</sup> Andenæs (2006) s.359, Aarum (1994) s.64, 349 flg., Aarbakke (2004) s.545, 548, 946-947

<sup>40</sup> Aarum (1994) s.64, s.349 flg.

<sup>41</sup> Aarbakke (2004) s.546



stendighetene kunne bli erstatningsansvarlig dersom de benytter sin posisjon til å fremme egen stilling, fremfor å la ulike muligheter komme selskapet og aksjonærene til gode.<sup>42 43</sup>

Dette vil likevel ikke innebære noe generelt forbud mot at det i transaksjonsavtalen eller på annen måte inntas en rett for det eksisterende styret til å bli sittende, så lenge ikke dette strider mot lojalitetsplikten. Vurderingen må gjøres konkret i hvert enkelt tilfelle.

#### **4 Diskrimineringsvernet**

Diskrimineringsvernet følger av den generelle likhetsgrunnsetningen i asal. § 4-1 første ledd, hvor det heter at alle aksjer gir lik rett i selskapet. Bestemmelsen følger opp med at det likevel kan forekomme ulikheter, men at dette må relatere seg til inndeling i ulike aksjeklasser. Ulikheter innenfor forskjellige aksjeklasser vil typisk relatere seg til hvilke stemmerettigheter aksjene gir aksjonæren. I verdipapirhandelloven kapittel 6 følger minoritetsvernet av reglene om tilbudsplikt og lik pris på aksjene ved oppkjøp.

I tillegg stiller vphl. § 5-14 et generelt krav overfor styret om likebehandling av aksjonærene. Bestemmelsen innebærer at selskapet ikke skal utsette disse for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet i aksjonærenes og selskapets felles interesser. Ut i fra dette vil det kunne foretas saklig forskjellsbehandling av aksjonærene, dersom dette samsvarer med ivaretagelse av selsapsinteressen.

Ved siden av loven gir NUES-anbefalingen kapittel 14 annet avsnitt, målselskapets styre og ledelse et selvstendig ansvar for å sikre likebehandling. I kommentaren til anbefalingen fremholdes det at likebehandling av aksjonærene i målselskapet er et grunnleggende prinsipp, og at åpenhet rundt overtakelsessituasjoner vil bidra til nettopp slik likebehandling.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Allmennaksjeloven § 17-1

<sup>43</sup> Aarum (1994) s.64

<sup>44</sup> Anbefalinge s.47

Diskrimineringsforbudet vil gjøre seg gjeldende på alle stadier av prosessen rundt et mulig oppkjøp, og styret bør ha gjort seg opp en mening i forkant om hvordan slik likebehandling skal kunne sikres under et overtakelsestilbud.

## **5 Hvordan fremme selskapsinteressen**

### **5.1 Et aktivt styre**

For å handle i samsvar med selskapets og aksjonærenes interesser i en overtakelsessituasjon, må styret være sin rolle bevisst. Det bør grundig vurdere bud som fremmes på selskapet, og sørge for å oppnå en høyest mulig pris dersom det gir sin tilslutning til salget. Ved å inngå en transaksjonsavtale kan styret legge til rette for en god prosess med tilbyder.

Hvordan styret kan og bør gå frem i en slik situasjon vil i neste del av oppgaven bli belyst ved hjelp av praktiske eksempler på hvordan utvalgte styrever har håndtert overtakelsestilbud. I tillegg til å legge til rette for at tilbyder fremmer en best mulig pris i sitt tilbud, bør styret også sørge for at avtalen med denne heller ikke sperrer for at det fremmes andre bud på selskapet. Grunnen til at styret ved et overtakelsestilbud ikke bør hindre at det fremmes mulige motbud er enkel: Dersom det foreligger ett bud på selskapet, vil prisen ofte stå på stedet hvil uten andre forhandlingskort på styrets hånd. Åpner man derimot for flere bud, vil dette kunne resultere i en budrunde. Styret har da mulighet til å oppnå en bedre pris på selskapet enn hva som fulgte av det opprinnelige tilbudet.

### **5.2 Ikke forhindre andre bud på selskapet: En plikt?**

Et sentralt spørsmål blir hvorvidt man kan oppstille en plikt for styret til ikke å hindre at det fremmes konkurrerende bud på selskapet.

Ut i fra det som er sagt om ivaretagelse av selskapsinteressen, kan det sluttet at styret i en overtakelsessituasjon har en plikt til å legge til rette for at selskapets aksjer, dersom disse

skal avhendes, selges til *best mulig pris*.<sup>45</sup> Men om styret etter dette også har en plikt til ikke å hindre andre innkommende bud, kan synes noe mer uklart.

Problemstillingen oppstår i relasjon til at det i avtaler mellom tilbyder og målselskapet ofte inntas bestemmelser og vilkår som i større eller mindre grad binder målselskapet opp mot det opprinnelige budet. Dersom avtalen sett under ett i for stor grad binder målselskapet, vil dette kunne medføre at konkurrerende bud ikke fremmes, eller vanskelig lar seg gjennomføre. En slik situasjon er problematisk i det den hindrer en potensiell budrunde, som vil kunne presse prisen på målselskapet opp.

Styret må ved inngåelse av avtalen med tilbyder, og de forhenværende forhandlingene med denne, vurdere sannsynligheten for at også andre vil kunne være interessert i å overta selskapet. Det vil også måtte vurdere hvor sterk grad av binding som anses nødvendig for at tilbyder vil fremme det fremforhandlede budet. Der selskapet lenge har ønsket en endring på eiersiden, og gitt signaler til markedet om dette før en interessent endelig melder seg, vil det kunne være fristende å gå langt i å innfri tilbyders ønsker hva angår utformingen av transaksjonsavtalen. Men et bud på selskapet vil også kunne trigge andre aktører i markedet, og det kan være ulike faktorer som medfører at tidspunktet før bud fremmes lar vente på seg. Etter mitt syn skal det mye til før et selskap med sikkerhet kan konkludere med at sjansen for at det vil fremmes motbud er å anse som lav. Og selv der selskapet kommer til en slik konklusjon, bør det være varsomt med å gå for langt i å binde seg i avtalen med tilbyder. Ericssons oppkjøps av Tandberg, som vil bli nærmere belyst under del fire i avhandlingen, er et egnet eksempel. Styret og ledelsen anså det som svært lite sannsynlig at det ville komme andre budgivere på banen etter at Arris fremmet sitt tilbud på selskapet, tilsvarende vurdering gjorde ulike analytikere.<sup>46</sup> Like før tilbudsperiodens utløp fremmet

---

<sup>45</sup> Unntak kan tenkes. Styret skal søke å oppnå et *best mulig bud*

<sup>46</sup> Riise (2007)

Ericsson et nokså overraskende bud på Tandberg, hvor tilbudsprisen var over ti prosent høyere enn det opprinnelige budet.<sup>47</sup>

Slutningen om at styret i all hovedsak plikter å ikke sperre for mulige motbud på selskapet, kan trekkes ut i fra styrets plikt til å ivareta aksjefellesskapets gevinstkrav ved avhendelse av aksjene. Uavhengig av hvor langt man velger å trekke profitt hensynet, vil hensynet til aksjonærene og selskapet uansett tilsi at styret ikke skal sperre for at det fremmes potensielt "bedre" bud.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven uttaler at et styre som iverksetter forsvarstiltak til skade for aksjonærfellesskapet, vil kunne bli erstatningsansvarlig overfor aksjonærene.<sup>48 49</sup> Uttalelsen relaterer seg til forsvarstiltak mot at et uønsket bud fremmes overhodet, men har en viss overføringsverdi til forsvarsmekanismer som generelt sperrer for konkurrerende bud, såkalte lockups.<sup>50</sup> Slike avtalevilkår kan på samme måte som forsvarstiltak mot uønsket budgiver bidra til å skade aksjonærfellesskapet dersom avtalen vanskeliggjør at det fremmes konkurrerende bud.

I NUES-anbefalingen er det fra seneste utgave blitt gjort absolutt at styret i en overtakessituasjon ikke bør forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer.<sup>51</sup> I tillegg har anbefalingen en ny bestemmelse i fjerde avsnitt, hvor det heter at avtaler med tilbyder om å begrense selskapets mulighet til å fremskaffe andre

---

<sup>47</sup> Arris bud lå på NOK 96 per aksjer, Ericssons på 106

<sup>48</sup> NOU 2005:17 kapittel 10.1.3

<sup>49</sup> Se også punkt Del III:2.2

<sup>50</sup> "Lockups" kan defineres som et tiltak eller transaksjon utført av målselskapet for å gi en favorisert tilbyder en konkurransemessig fordel overfor andre tilbydere, jf. Bainbridge (2012) s.96

<sup>51</sup> Tredje avsnitt i kapittel 14

bud på selskapets aksjer, bare bør inngås når det åpenbart kan begrunnes i selskapet og aksjeeiernes feller interesser.

Vurderingen av om transaksjonsavtalen i for stor grad sperrer for konkurrerende bud, og om dette vil være akseptabelt i den aktuelle situasjonen, blir konkret. I hvilken grad ulike avtalevilkår vil kunne sperre for motbud i større eller mindre grad, vil bli behandlet under del fire.

## Del IV: Bruk av transaksjonsavtaler

### 1 Innledning

I del tre av avhandlingen ble det forsøkt redegjort for hvilken rolle styret har i en overtakelsessituasjon, og på hvilken måte det plikter å legge til rette for å fremme selskapets og aksjonærenes interesser. Det ble konkludert med at styret i de fleste tilfeller plikter å legge til rette for at selskapet blir solgt til best mulig pris, dersom det går inn for å fremme et salg av virksomheten.<sup>52</sup> For å oppnå dette, vil det blant annet være relevant at styret ikke hindrer at det innkommer konkurrerende bud på selskapet. I denne delen av oppgaven skal transaksjonsavtalens rolle og innhold søkes belyst.

Grovt sett kan man si at et overtakelsestilbud kan komme i stand på to måter: Enten foranlediget av målselskapet selv, ved at styret har henvendt seg til markedet eller konkrete aktører med signaler om ønsket restrukturering, eller ved at det dukker opp en investor med et mer eller mindre overraskende tilbud om å ta over kontrollen i selskapet.

En transaksjonsavtale, eller oppkjøpsavtale, vil ofte være én av flere avtaler inngått mellom tilbyder og styret i målselskapet. Øvrige aktuelle avtaler vil eksempelvis være konfidensialitetsavtale, avtale om tilgang til due diligence, prosessavtale og intensjonsavtale. Formålet med avtalen vil gjerne være å beskrive strukturen og vilkår for gjennomføring av overtakelsen, målselskapets viktigste juridiske og finansielle detaljer, at partene gjør det de kan for at transaksjonen lar seg gjennomføre, samt hva som blir konsekvensen dersom dette ikke skulle bli tilfellet.<sup>53</sup> Transaksjonsavtalen kan utformes i et eget avtaledokument, eller inntas som betingelser i selve tilbudsdokumentet. Offentliggjøring kreves gjerne av børsen, da tilbudsdokumentet etter vphl. § 6-13 annet ledd nr. 10 skal angi partenes tidligere kontakt.<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> Styret skal i alle tilfeller søke å oppnå et best mulig bud på selskapet

<sup>53</sup> Aabø-Evensen (2011) s.736-737.

<sup>54</sup> Børsen skal godkjenne tilbudsdokumentet jf. § 10-14 (1)

Aksjonærene aksepterer avtalen ved å fylle ut et vedlagt akseptskjema.<sup>55</sup> Avtalen blir å anse som oppfylt og avsluttet når transaksjonen er endelig gjennomført.

Hovedfokuset i det følgende vil ligge på frivillig fremsatte overtakelsestilbud, da det er her partene vil kunne forhandle frem ulike betingelser og vilkår for gjennomføring av oppkjøpet. I relasjon til oppgavens tema, er det de avtalepunktene som får størst betydning for om andre budgivere kan fremme konkurrerende bud på selskapet, som hovedsakelig vil bli vurdert.

### 1.1 Problemstillingen

I denne delen av avhandlingen vil det bli vurdert hvordan styret i en overtakelsesprosess, og ved utformingen av en transaksjonsavtale med tilbyder, på best mulig måte kan handle i samsvar med selskapets interesser.

Problemstillingen styret står overfor er eget ønske om høyest mulig pris på selskapets aksjer, mot tilbyders ønske om størst mulig sikkerhet for gjennomslag på overtakelsestilbudet. Før en tilbyder ønsker å inngå bindende avtale med målselskapet, vil denne ofte kreve at det stilles sikkerhet både for de økonomiske rammene rundt, samt gjennomføringen av selve budet. Dette vil igjen kunne påvirke hvilken pris tilbyder er villig til å betale. Partenes til dels motstridende interesser ved utformingen av avtalen vil her bli det sentrale vurderingstemaet.

Ulike klausuler og vilkår som normalt benyttes mellom partene for å ivareta deres interesser ved inngåelse av avtalen, vil bli vurdert og søkt belyst ved hjelp av praktiske eksempler på tidligere inngåtte transaksjonsavtaler.

---

<sup>55</sup> Boye (1998) s.135

## 1.2 Fremvekst av transaksjonsavtaler ved norske selskapsovertakelser

Det er en økende tendens til bruk av transaksjonsavtaler ved selskapsovertakelser på det norske markedet. Dette henger blant annet sammen med at markedet for fusjoner og oppkjøp stadig blir mer internasjonalt. Utenlandske aktører bidrar til å sette standarden for hvordan transaksjonene gjennomføres, og hvordan disse skal reguleres partene i mellom. Flere av de avtalemessige løsningene som velges av partene er importert fra USA og Storbritannia.<sup>56</sup>

## 1.3 Statistikk

I perioden 1.1.2009 til 31.12 2011 ble det til sammen registrert 35 fusjoner og oppkjøp på det norske markedet. 29 av disse var selskapsovertakelser, de resterende seks fusjoner. 62 % (18 stk.) av oppkjøpene var frivillige tilbud, mens 10 % (3 stk.) var frivillige tilbud fulgt opp av pliktige. De resterende 28 % (8 stk.) var pliktige tilbud. Ved de frivillige tilbudene ble det i 71 % (15 av totalt 21 stk.) av tilfellene inngått en transaksjonsavtale mellom partene. Oppkjøper var i 49 % av tilfellene norsk, 31 % av tilfellene europeisk, 14 % av tilfellene amerikansk, mens 6 % var av annen nasjonalitet.<sup>57</sup>

I den neste treårsperioden, fra 1.1.2010 til 31.12.2012,<sup>58</sup> var den en liten økning i antall fusjoner og oppkjøp. I løpet av perioden ble det til sammen registrert 36 fusjoner og oppkjøp. Av disse var fire fusjoner, mens de resterende 32 var selskapsovertakelser. 50 % av budene var frivillige, 38 % pliktige, mens de resterende 12 % av frivillige fulgt opp av pliktige tilbud. Kjøpergruppen var også her hovedsakelig norsk.<sup>59</sup> I 75 % av selskapsovertakel-

---

<sup>56</sup> Aabø-Evensen (2011) s.46

<sup>57</sup> M&A deal study (2012)

<sup>58</sup> Overlapper den forrige undersøkelsen for årene 2010-2011

<sup>59</sup> 42 % av tilfellene



sene ble det inngått en transaksjonsavtale mellom partene.<sup>60</sup> Det er dermed en liten økning i bruk av transaksjonsavtaler fra den foregående treårsperioden.

## **2 Regulering av transaksjonsavtaler**

### **2.1 Kontraktsfrihet**

Utgangspunktet for utformingen av transaksjonsavtalen mellom partene er, som tidligere presisert, kontraktsfriheten. Innenfor lovens rammer og selskapenes vedtekter, står partene i utgangspunktet fritt til å innta det de selv måtte ønske.

### **2.2 Corporate Governance anbefalingen om bruk av transaksjonsavtaler**

Etter NUES-anbefalingens kapittel 14 fjerde avsnitt, skal det ikke inngås avtaler med tilbyder som begrense selskapets mulighet til å fremskaffe andre tilbud på selskapets aksjer, dersom disse ikke åpenbart kan begrunnes i selskapets og aksjeeiernes felles interesse. Det er her først og fremst transaksjonsavtaler og de vilkår disse måtte inneholde, det er tale om. Anbefalingen er ikke rettslig bindende, men det må antas at styret i børsnoterte selskaper forholder seg til denne.<sup>61</sup>

### **2.3 Utforming i samsvar med aksjonærene og selskapets beste interesser**

Utformingen av transaksjonsavtalen skal skje i samsvar med det som tidligere er redegjort for hva angår selskapsinteressen og hensynet til aksjonærbasen. Det er styret som vurderer hva som anses for å være i selskapets beste interesser. I denne sammenheng, og i relasjon som hva som er redegjort for under del tre, er det sentralt at styret ikke skal inngå avtaler som hindrer aksjonærenes mulighet for best mulig fortjeneste av overtakelsen.

### **2.4 Begrensninger i selskapets handlefrihet etter vphl. § 6-17**

Etter verdipapirhandelens § 6-17 første ledd blir styret og daglig leders handlefrihet begrenset i det selskapet blir underrettet om at et overtakelsestilbud kommer til å bli frem-

---

<sup>60</sup> M&A deal study (2013)

<sup>61</sup> Se pkt. I:6.4

met, enten tilbudet blir pliktig fremsatt, eller ved gjennomføring passerer tilbudspliktsgrensen.<sup>62</sup>

Partene vil kunne komme til et punkt i forhandlingene, enten ved inngåelse av en transaksjonsavtale eller tidligere, hvor det fremstår som klart at bud vil bli fremmet på selskapets aksjer. Styret eller daglig leder kan da ikke treffe vedtak om utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller datterselskap jf. første ledd nr. 1. Det kan heller ikke treffes vedtak om fusjon av selskapet eller datterselskap jf. første ledd nr. 2, eller om kjøp eller salg av vesentlige virksomhetsområder i noen av disse, eller foretas andre disposisjoner av "vesentlig betydning" for arten eller omfanget av virksomheten jf. første ledd nr. 3. Vedtak om kjøp eller salg av aksjer må heller ikke treffes jf. nr. 4 i bestemmelsen. Det er i annet ledd gjort unntak fra disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, samt vedtak styret er gitt fullmakt til å treffe med sikte på oppkjøps-situasjoner av generalforsamlingen. Det vil altså bero på en konkret vurdering ut i fra selskapets normale virksomhet om et vedtak vil bli omfattet av begrensningene i handlefriheten eller ikke. Skulle selskapets styre og ledelse ønske å benytte seg av slike disposisjoner som "forsvarstiltak" mot et fremmet bud på selskapet, vil disse rammes av lovens skranker. Det er derimot klart at styret også vil kunne være hindret fra å utøve andre disposisjoner enn hva som følger av bestemmelsen, dersom disse etter en konkret vurdering vil kunne ødelegge sjansene for å oppnå best mulig pris på selskapets aksjer.<sup>63</sup>

## 2.5 Informasjonsplikt overfor børsen

Partene må under forhandlingene rundt inngåelse av en transaksjonsavtale være bevisst sin informasjonsplikt overfor børsen, jf. reglene om innsideinformasjon i vphl.§§5-2 og 5-3. Disse vil ikke bli nærmere behandlet.

---

<sup>62</sup> § 6-19

<sup>63</sup> NOU 2005:17, kapittel 10.1.3

### 3 Transaksjonsavtalens funksjon

#### 3.1 Utgangspunktet for verdipapirhandel

Utgangspunktet for handel med verdipapirer på regulert marked er den normale mekanismen for kjøp, tilbud og aksept. Børsen fungerer som en markeds plass hvor tilbud om kjøp av aksjer fremmes, og eventuelt aksepteres. Den pris som til en hver tid tilbys for aksjene er med på å styre de ulike børsnoterte selskaperes aksjekurs i den ene eller andre retningen.

Men for å få gjennomført et oppkjøp med sikte på å oppnå kontroll over målselskapet, legges gjerne en mer komplisert prosess til grunn for transaksjonen. Tilbyder vil ofte ha et ønske om å unngå handel direkte på børsen. Ikke bare fordi det kan være vanskelig å oppnå en kontrollerende eierandel ved å gå frem på denne måten, men også fordi store oppkjøp kan medføre at markedets interesse for selskapet vekkes, hvilket igjen kan lede til stigende aksjekurs.<sup>64</sup> Dette vil kunne medføre at kjøpet i siste rekke blir mer kostbart enn hva som kunne vært tilfellet dersom tilbyder forhandlet seg frem til en pris for ønsket eierandel med målselskapet direkte. Store oppkjøp på det åpne markedet vil også kunne medføre at uønskede konkurrenter kommer på banen.

Tilbyder vil i tillegg kunne ha behov for mer inngående informasjon om selskapet enn hva som er offentlig tilgjengelig, og ønsker derfor tilgang til dette før tilbud fremmes. En annen sentral grunn til å inngå en transaksjonsavtale vil være ønsket om å holde eventuelle bud fra andre aktører unna, og regulere at tilbudet fremmes på visse betingelser.

Det normale ved en selskapsovertakelse vil derfor være en fremforhandlet avtale mellom målselskapets styre og tilbyder, og ikke den typiske tilbud og aksept-mekanismen som ligger til grunn for alminnelig aksjehandel på børsen.<sup>65</sup> Transaksjonsavtalenes funksjon vil bli nærmere redegjort for i det følgende.

---

<sup>64</sup> Bugge (2012) s.7

<sup>65</sup> Ibid s.5

## 3.2 Transaksjonsavtalen som verktøy for å muliggjøre oppkjøp

### 3.2.1 Generelt

Transaksjonsavtalen fungerer som et verktøy for partene til å komme til enighet om vilkårene for selskapsovertakelsen. Som nevnt under punkt 1.3 ble 32 selskapsovertakelser registrert på Oslo Børs i perioden 1.1.2010 til 31.12.2012. Av disse var 20 av budene frivillige. Transaksjonsavtale ble inngått mellom partene i 14 av disse.<sup>66</sup> Altså er det relativt vanlig at det inngås transaksjonsavtale ved frivillige, vennligsinnede tilbud.

### 3.2.2 Et verktøy for informasjonsutveksling mellom partene

En annen funksjon transaksjonsavtalen har mellom partene, er at denne ofte bidrar til å fremme nødvendig informasjonsutveksling. Tilbyder vil gjerne gjøre en due diligence-gjennomgang av selskapet før endelig bud fremmes. For at denne skal bli mest mulig presis, vil det være behov for tilgang til informasjon om selskapet som ikke er allment tilgjengelig. Dette kan relatere seg til selskapets interne analyser og prognoser, fremtidige eller pågående kontrakter, samt annen data kjøper ønsker å sette seg inn i for å komme frem til en mest mulig ”riktig” pris på målselskapet. Selv om det som regel inngås en konfidensialitetsavtale mellom partene så snart kontakt er oppstått, vil målselskapet ofte ikke gå med på å gi fra seg intern informasjon før det fremstår som noenlunde sikkert at tilbyder faktisk kommer til å fremme sitt bud. Under forhandlingene frem mot en endelig transaksjonsavtale, inngås det normalt derfor en rekke andre avtaler underveis. Disse avtalene vil kunne legge premisser for det endelige innholdet i transaksjonsavtalen.

### 3.2.3 Forhandlinger om pris for å oppnå styrets anbefaling: transaksjonsavtalen som ledd i prosessen

For å få gjennomført et vennligsinnet oppkjøp, er tilbyder ofte avhengig av at styret stiller seg positivt til oppkjøpet.<sup>67</sup> Ikke fordi selve anbefalingen nødvendigvis bør tillegges for

---

<sup>66</sup> M&A Deal Study (2013)

<sup>67</sup> Vphl. § 6-16, anbefalingen kapittel 14, 7. avsnitt

stor vekt, men ved at denne gis blir oppkjøpet å karakterisere som "vennlighetsinn". Dette øker sjansen for at styret opptre samarbeidsvillig overfor tilbyder.<sup>68</sup>

Det vil under forhandlingene bli forsøkt oppnådd enighet om en pris som både tilbyder og styret kan si seg fornøyd med. Denne vil typisk ligge noe over markedspris, da tilbyder med oppkjøpet mener å kunne realisere selskapets underliggende verdier, som ikke reflekteres av aksjekursen. Grunnlaget for dette vil være tilbyders forventninger om at kjøpet vil medføre såkalte synergieffekter knyttet opp mot egen eksisterende virksomhet. Styrets forhandlinger om prisen på målselskapet er sentral for om selskapets aksjonærer oppnår best mulig fortjeneste av salget.

#### 3.2.4 Sikre økonomisk kompensasjon dersom kjøpet ikke gjennomføres

En annen viktig funksjon med transaksjonsavtalen er at den ofte regulerer forholdet mellom partene dersom transaksjonen av ulike grunner ikke gjennomføres. Det vil ofte være avtalt en økonomisk kompensasjon til tilbyder dersom selskapet trekker sin anbefaling av budet. Dette vil typisk kunne skje dersom det under tilbudsperioden er kommet inn konkurrerende bud som er høyere, eller totalt sett fremstår som mer gunstig enn tilbyders opprinnelige tilbud.

#### 3.2.5 Betingelser knyttet til frivillige tilbud

En mye brukt betingelse knyttet til frivillige tilbud vil være at tilbyder oppnår aksept for den eierandelen som ønskes oppnådd i selskapet. Dersom tilbyder ønsker å ta over selskapet med mulighet for å utløse de resterende aksjonærene etter vphl. § 6-22 første ledd og asal. § 4-25, vil denne ofte kreve aksept for overtakelse av over 90 % av selskapets aksjebeholdning, samt tilsvarende stemmerettigheter på generalforsamlingen. Andre betingelser

---

<sup>68</sup> Oppkjøp finner også sted der styret har stilt seg negative til budet, såkalte fiendtlige oppkjøp. I 2012 stilte styrene seg negative til oppkjøp i omkring 1/3 av tilfellen, jf. M&A Deal Study (2013). Dette var en økning fra 2010 og 2011.

vil ofte være at de nødvendige godkjenninger fra offentlige myndigheter oppnås, og at resultatet av due diligence-gjennomgangen anses som tilfredsstillende.<sup>69</sup>

I tillegg vil tilbyder ofte også forvente at selskapet til en viss grad binder seg til budet, og at det etter inngåelse av avtalen ikke kommer med forsvarstiltak mot dette.<sup>70</sup> I hvilken grad slike tiltak må aksepteres, og hvor langt styret bør gå i å binde seg til avtalen med tilbyder vil bli sett nærmere på i det følgende.

---

<sup>69</sup> Bugge (2012) s.18

<sup>70</sup> Ibid., s.12

## 4 Transaksjonsavtalers rolle og innhold: Vurdering av praksis

### 4.1 Innledning

I det følgende vil det bli vurdert hvordan styret kan utforme en transaksjonsavtale i samsvar med selskapets beste interesser. Vurderingen skjer ved hjelp av statistikk fra de senere års annonserte oppkjøp, samt fire eksempler på inngåtte transaksjonsavtaler. Disse vil bli kort presentert i det følgende, før deler av deres innhold vil bli nærmere vurdert.

### 4.2 Praktiske eksempler på transaksjonsavtaler

#### 4.2.1 Ciscos oppkjøp av Tandberg ASA, 2009/2010

Det amerikanske it- og telecomselskapet Cisco Systems, Inc. kjøpte via nederlandsk datterselskap, Cisco systems Netherlands Holdings B.V., de resterende aksjene i videokonferanseselskapet Tandberg ASA. Cisco som tilbyder ønsket med oppkjøpet å etablere en fullstendig helhetlig løsning innen videosamarbeid.<sup>71</sup>

Forut for oppkjøpet annonserte Tandberg at det var blitt kontaktet av et oppkjøpsselskap, og at det var i innledende forhandlinger med dette rundt et potensielt bud på selskapets aksjer. Forhandlingene ble imidlertid avsluttet oktober samme år. Grunnen til dette skal ha vært at urolighetene i finansmarkedet medførte at det ikke var mulig å komme frem til et akseptabelt bud.<sup>72</sup>

Da Cisco fremmet sitt frivillige tilbud året etter, mente styret i Tandberg at budet representerte selskapets underliggende verdier, og ga sin enstemmige anbefaling etter en uavhengig vurdering. Tilbudsprisen lå 11 % over gjeldende aksjekurs da tilbudet ble fremmet, og 38 % over kursen som forelå dagen før det ble gitt melding til markedet om at det pågikk forberedelser i tilknytning til bud på selskapet. Tilbudet var betinget av en akseptgrad på over

---

<sup>71</sup> Tilbudsdokument Tandberg ASA - Cisco

<sup>72</sup> Børsmelding fra Tandberg ASA, 12. august 2008

90 % av selskapets aksjer, samt tilsvarende andel av tilhørende stemmerettigheter i selskapet. Styret uttalte i sin anbefaling at oppkjøpet ville komme selskapets interesser til gode, og at både tilbyder og målselskapet ville dra fordeler av integrasjonen.

Avtalen som ble inngått mellom de to selskapene inneholdt blant annet myke forhåndsaksepser fra styret i målselskapet, altså at disse kunne trekkes tilbake dersom det innkom høyere bud på selskapet. I tillegg inneholdt avtalen en break fee-klausul som ville utløses dersom styret skulle endre sin anbefaling, eller ikke opprettholde normal drift under tilbudsperioden, pålydende NOK 157 millioner. Dette tilsvarer omtrent 0,8 % av transaksjonens totale verdi, som med en aksjepris på NOK 153,50 lå på NOK 17,19 mrd. Avtalen inneholdt også MAE-klausul og bestemmelse om "no legal action". Dersom nødvendige offentlige godkjenninger ikke ble gitt, skulle tilbyder betale et beløp pålydende 15 millioner USD til målselskapet, men ingen andre kostnader tilknyttet transaksjonen.

Det fremkommer videre at driften skulle integreres, men uten store strukturelle endringer. Cisco ønsket å integrere Tandbergs teknologi med sin eksisterende portefølje for å kunne tilby en helhetlig løsning innen videosamarbeid. Det fulgte av avtalen at Tandberg ville bli søkt avnotert fra Oslo Børs etter gjennomføringen av tilbudet.

#### 4.2.2 Ericssons oppkjøp av Tandberg Televisjon ASA, 2007

Foranledningen for Ericssons bud på Tandberg Televisjon ASA var Tandbergs kontakt med flere potensielle budgivere, hvorav selskapet Arris Group Inc. hadde fremmet det høyeste budet.<sup>73</sup> Arris og Tandberg hadde inngått transaksjonsavtale, og det var blitt fremmet endelig tilbud da Ericsson kom på banen med et høyere bud.

I relasjon til dette er det hovedsakelig transaksjonsavtalen mellom Arris og Tandberg Televisjon som vil bli vurdert nærmere, da Ericssons bud medførte at Tandberg brøt med dem.

---

<sup>73</sup> Tilbudsdokument Tandberg ASA - Arris Group Inc.



Arris bød på de resterende aksjene i Tandberg ASA, og tilbudet var betinget av en akseptgrad på over 90 % av selskapets aksjer samt tilhørende stemmerettigheter. Budet lød på NOK 96 pr. aksje i Tandberg, hvilket utgjorde en total verdi på transaksjonen tilsvarende NOK 8,5 mrd. Styret hadde etter forhandlinger med Arris godkjent og gitt sin anbefaling av budet.

Ericssons påfølgende bud inneholdt samme betingelse hva angikk akseptgraden, men selskapet bød 10 kroner mer per aksje, altså NOK 106. Dette medførte en totalpris på NOK 9,8 mrd. for Tandberg Televisjon.

I kontrakten hadde Arris blant annet satt som vilkår for avtalen at det ikke skulle ha inntrådt vesentlige negative endringer på selskapet i tilbudsperioden, såkalt MAE-klausul. Tandberg Televisjon hadde også begrensede muligheter til å ha kontakt med andre potensielle budgivere, og avtalen var betinget av at nødvendige godkjenninger fra offentlige myndigheter ville bli gitt.

I avtalen mellom Arris og Tandberg var det gitt forhåndsaksepter fra aksjonærer i selskapets styre og ledelse, men disse var myke, og kunne tilbakekalles dersom et høyere bud skulle innkomme. Dersom styret skulle trekke sin anbefaling av tilbudet slik at transaksjonen ikke ble gjennomført, ville dette utløse en break fee på 18 millioner USD. Dette ble også tilfellet da styret ga sin anbefaling overfor Ericssons bud.

#### 4.2.3 Nokias oppkjøp av Trolltech, 2008

Bakgrunnen for Nokias oppkjøp av Trolltech var at selskapet ønsket eksklusivitet i forbindelse med Trolltechs programvare. Nokia la derfor inn bud på selskapet pålydende NOK 16 pr aksje, mot børskursen på NOK 10.

Transaksjonsavtale ble inngått mellom partene 27. januar 2008, og vedlagt tilbudsokumentet som ble fremmet 20. februar 2008. Da bud ble fremmet hadde Nokia alt oppnådd bindende forhåndsaksepter tilsvarende 66,43 % av selskapets aksjekapital.<sup>74</sup> Akseptene var oppnådd på bakgrunn av kontakt med ledelsen og gründerne av selskapet, og disse var ugjenkallelige. Selskapet hadde en relativt samlet aksjonærbase bestående av få hovedaksjonærer, hvilket gjorde denne manøveren enklere for Nokia enn hva som ville vært tilfellet dersom aksjonærbasen hadde vært spredt.

Det ble i avtalen inngått et forbud mot at tilbyder under tilbudsperioden kunne handle aksjer direkte i markedet, Nokia måtte kun forholde seg til kjøpet slik dette var regulert partene i mellom.

Dersom det skulle bli fremmet et høyere bud på selskapet i tilbudsperioden, og dette ble god tatt av styret og gjennomført, ville dette utløse en cancellation fee for Trolltech. Denne skulle tilsvare alle tilbyders dokumenterte og rimelige utgifter i forbindelse med oppkjøpet, men begrenses oppad til NOK 7,5 mill. Da transaksjonens totalverdi lå på NOK 840 mill., utgjorde maksbeløpet 0,88 % av transaksjonsverdien.

Også i denne avtalen var det inntatt en MAE-klausul mot vesentlige negative endringer i målselskapet under tilbudsperioden, i tillegg til at avtalen inneholdt en relativt utførlig no-shop klausul for Trolltech. Dersom målselskapet brøt med denne, eller misligholdt avtalen vesentlig, ville tilbyder kunne si opp avtalen.

#### 4.2.4 Trico Shipping AS' oppkjøp av Deep Ocean ASA, 2008

Oppkjøpet av undervannsentreprenøren Deep Ocean ASA kan betegnes som et forsvarstiltak mot annonsert ønsket fusjon fra selskapet DOF ASA, som i løpet av kort tid hadde posisjonert seg som majoritetsaksjonær i selskapet.

---

<sup>74</sup> Tilbudsdokument Trolltech ASA - Nokia Corporation, pkt. 3.11

Foranledningen var DOFs annonsering av at selskapet hadde tilegnet seg 39,75 % av aksjene i Deep Ocean, og på bakgrunn av dette ønsket å fusjonere med selskapet.<sup>75</sup> <sup>76</sup> Deep Ocean tok kontakt med finansiell rådgiver for å se på andre strategiske alternativer. Det var i denne prosessen det amerikanske selskaps Trico Marine Services, Inc. ved datterselskapet Trico Shipping AS, ble bragt på banen.

Etter enighet mellom partene ble det foretatt en rekke større transaksjoner for å blokkere for DOFs uønskede kontroll. Etter børsens åpningstid fikk Trico ervervet 20 millioner aksjer i målselskapet ved rettet emisjon, og fortsatte påfølgende dag med handel direkte i markedet. I tillegg fikk selskapet ervervet betydelige aksjeposter av Deep Oceans styreformann og administrerende direktør. Da tilbudsdokumentet ble utarbeidet mellom partene, hadde Trico nådd en eierandel på over 51 % av selskapets aksjer, og fremsatte på bakgrunn av dette et pliktig tilbud på samtlige av selskapets aksjer i tråd med vphl. § 6-6 jf. § 6-1.<sup>77</sup> Siden tilbudet var pliktig, forbyr loven at det settes betingelser og vilkår for gjennomføring av dette, jf. vphl. § 6-10 tredje ledd. Trico bød da NOK 32 pr aksje i Deep Ocean, hvilket ga selskapet en totalverdi på NOK 3.46 mrd. Prisen lå 28 % over markedspris da tilbudet ble fremmet.

Deep Oceans rettede emisjon mot Trico medførte at den tidligere hovedaksjonæren DOFs eierandel sank fra 39,75 % til 32,6 %. DOF mistet dermed en viktig blokkerende posisjon i selskapet, og gikk etter dette med på å avhende sine aksjer i tråd med styrets anbefaling.<sup>78</sup>

Avtalen som ble inngått mellom Trico Shipping og Deep Ocean er et eksempel på utforming av avtale med vesentlige utfrysningmekanismer rettet mot uønsket oppkjøper. Denne

---

<sup>75</sup> Børsmelding fra DOF 14. 12. 2007, jf. tilbudsdokument DeepOcean - Trico Shipping

<sup>76</sup> Tilbudspliktsgrensen ble tidligere først nådd ved aksjeeierskap på over 40 %

<sup>77</sup> Jf. tilbudsdokumentet

<sup>78</sup> DOF ASA oppnådde med salget en gevinst på rundt NOKM 100

vil sammen med de øvrige avtalene som nå er redegjort for, bli nærmere vurdert i det følgende.

### 4.3 Typisk innhold og klausuleringer

I det følgende vil typisk innhold i avtalene blir gjennomgått fortløpende, før utvalgte avtalepunkter vil bli nærmere vurdert opp mot praksis og gjeldende rett.

#### 4.3.1 Innhold som følge av verdipapirhandellovens regler

##### 4.3.1.1 Tilbudsdokumentet, vphl.§6-13

Verdipapirhandelloven stiller krav til innhold i tilbudsdokumentet som fremmes overfor aksjonærene, samt til styreuttalelsen. Det er derfor naturlig at lovens krav til innhold fremkommer av transaksjonsavtalen, og at de ulike punktene vil ha vært gjenstand for forhandlinger mellom partene. Selve transaksjonsavtalen vil være fremforhandlet av selskapets styre, og kan fremkomme som et eget avtaledokument, eller følge implisitt av tilbudsdokumentet.<sup>79</sup> Det varierer i hvilken grad avtalene offentliggjøres i sin helhet, eller om det kun henvises til hovedinnholdet.

Paragraf 6-13 kommer til anvendelse der det fremmes pliktig tilbud, samt der tilbudet ved aksept vil utløse tilbudsplikt jf. § 6-19. Dette vil være tilfellet der det fremmes bud med sikte på å overta kontrollerende aksjeposter i selskapet. Bestemmelsens formål er å gi aksjonærene i målselskapet tilstrekkelig informasjon til å kunne foreta en forsvarlig vurdering av tilbudet.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Etter vphl. § 6-14 (1) skal tilbud og tilbudsdokument offentliggjøres. Anbefalingens kapittel 14, 5. avsnitt anfører at avtaler mellom selskapet og tilbyder av betydning for markedets vurdering av tilbudet, bør offentliggjøres senest samtidig med tilbudsdokumentet.

<sup>80</sup> Bechmann (2002) s.357

Bestemmelsen innleder med at den som har tilbudsplikt skal utarbeide et tilbudsdokument, hvorav dette skal gjengi tilbudet. Dette innebærer at dokumentet må beskrive de vilkår som gjelder for dette. Videre heter det at dokumentet skal gi "riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet". Ordlyden stiller her strengere krav enn hva som følger av de mer spesifikke opplistede kriteriene i annet ledd. Ut i fra dette vil man måtte supplere med ytterligere opplysninger som i det konkrete tilfellet må anses å være av betydning for vurderingen av tilbudet.<sup>81</sup>

Bestemmelsen tar i annet ledd for seg hva som særskilt skal angis i tilbudsdokumentet. Her følger blant annet praktiske vilkår slik som hvilke aksjer og aksjeklasser tilbudet gjelder, tilbudspris, oppgjørsfrist og -form, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av budet. Dokumentet vil også angi akseptfristen og hvordan aksept skal skje. Vanligvis vedlegges et akseptskjema aksjonærene kan fylle ut for å binde seg til tilbudet. Hvordan kjøpet skal finansieres skal også fremkomme.

Loven regulerer også at det i tilbudsdokumentet må inntas en redegjørelse om hvorvidt det foreligger avtaler om særlige fordeler til styret eller ledelsen som følge av at tilbudet aksepteres. Aksjonærene og markedet vil med dette selv ha mulighet til å avgjøre om styret har handlet i tråd med hva som følger av dets selskapsrettslige forpliktelser.

Videre skal det redegjøres for hvilken kontakt tilbyder har hatt med målselskapets styre og ledelse i forkant av det fremsatte tilbudet. Tilbyder skal også redegjøre for formålet med å overta selskapet, og hvilke planer som foreligger rundt videre drift. Reorganisering av selskapet og det konsernet det vil inngå i, skal også gjøres rede for, samt hvilke konsekvenser en eventuell overtakelse vil medføre for de ansatte.

---

<sup>81</sup> Ibid., s.359

Tilbudsdokumentet skal også angi største og minste andel av aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve. Det typiske der tilbyder ønsker fullstendig kontroll, er å innta en minimumsakseptgrad på over 90 % av selskapets aksjer og stemmerettigheter på generalforsamling. Dette var tilfellet for 80 % av overtakelsene som ble registrert i perioden 1.1.2010 til 31.12.2012. I tillegg skal det følge av tilbudsdokumentet hvilken jurisdiksjon avtalen er underlagt, og hvilket verneting som er valgt. Det er ikke uvanlig at tvister er underlagt voldgift.

#### 4.3.1.2 Styrets uttalelse om tilbudet, vphl.§ 6-16

I tillegg til å regulere innholdet i tilbudsdokumentet, inneholder loven også relativt detaljerte bestemmelser rundt målselskapets uttalelse om tilbud som ved aksept vil utløse tilbudsplikt i § 6-16. Sammen med bestemmelsene i § 6-14 annet ledd annet punktum om at styret skal bidra til utsendelsen av godkjent tilbudsdokument til aksjonærene, og § 6-17 om styrets begrensede handlefrihet i tilbudsperioden, skal bestemmelsen sikre at styret ivaretar aksjonærenes interesser i en oppkjøpssituasjon, og at dette ikke på egenhånd treffer tiltak for å hindre oppkjøp.<sup>82</sup> Uttalelsen skal fremmes enten samtidig med at tilbudet fremsettes, eller senest innen en uke før tilbudsperiodens utløp jf. vphl § 6-16 annet ledd.

Etter første ledd skal styret utarbeide og offentliggjøre et dokument som skal inneholde styrets "begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser". Styret må herunder begrunne hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer, slik disse er angitt i tilbudsdokumentet, vil kunne få for de ansatte og for lokaliseringen av virksomheten. Bestemmelsen peker tilbake på den utvidede selskapsinteressen og den handlingsnorm styret etter aksjelovgivningen opererer under i alle sine avgjørelser. En slik beskrivelse gir aksjonærene mulighet til selv å vurdere tilbudet med henblikk på hva styret har lagt vekt på ved sin anbefaling. Et styre vil kunne anbefale tilbudet og henviser til at dette skjer i henhold til selskapets beste interesser, samtidig som det vil kunne redegjøre for at driften eventuelt vil måtte flyttes, og at det kan knyttes usikkerheter rundt de ansattes fremtid i selska-

---

<sup>82</sup> Bechmann (2002) s 376

pet, dersom de mener tilbudet samlet sett fremmer selskapet og aksjonærenes beste interesser.

Der styret og ledelsen selv innehar eierskap i aksjer i selskapet, skal det også redegjøres for deres standpunkt til tilbudet i egenskap av dette. Det er vanlig at et styre som inngår transaksjonsavtale med tilbyder, gir forhåndsaksept for overdragelse av egne aksjer. Dette vil da måtte inntas som del av styrets uttalelse om tilbudet. Der styret innen rimelig tid har mottatt en særskilt uttalelse fra de ansatte om tilbudets innvirkning på sysselsettingen, skal også denne vedlegges dokumentet.

Bestemmelsen leder ut i fra tanken om at en del aksjonærer vil kunne ha behov for å vurdere styrets uttalelse om tilbudet før de selv bestemmer seg for å avhende sin aksjepost eller ikke.<sup>83</sup> Når uttalelsen er klar, sendes denne til Oslo Børs, og gjøres kjent for aksjonærene, jf. bestemmelsens tredje ledd.

Etter fjerde ledd avgjør børsen hvem som skal avgi selskapets uttalelse om tilbudet dersom dette er fremsatt av noen som er medlem av styret, eller dersom tilbudet er fremsatt *i forståelse med* selskapets styre. I forarbeidene til forrige verdipapirhandellov ble det uttalt at børsen måtte utpeke noen som både var kvalifisert til å vurdere de ulike sidene av tilbudet, samt at denne fremstod som habil til å uttale seg om spørsmålet.<sup>84</sup> Forarbeidene nevner her verdipapirforetak, revisorer og/eller advokater som eksempler. Skulle tilbudet være fremsatt av et styremedlem, vil denne være inhabil etter asal. § 6-27.

At et tilbud er fremmet "i forståelse med" styret knytter seg klart til situasjoner der styret bidrar til at bud fremmes som forsvarstiltak mot uønsket budgiver. Men dette vil også kunne bli tilfellet der styrets anbefaling er gitt som følge av kontakt, forhandlinger og inngåelse

---

<sup>83</sup> Ibid., s 377

<sup>84</sup> NOU 1996:2 s.125-126 og NOU 1991:25

av transaksjonsavtale med tilbyder. Avgjørende blir hvorvidt transaksjonsavtalen indikerer at styret har vært involvert i en slik grad at budet må sies å være fremsatt i forståelse med styret.<sup>85</sup> I tillegg til styrets uttalelse av tilbudet, vil det etter dette også måtte offentliggjøres en uttalelse fra habil kompetent vedkommende på vegne av selskapet, jf. fjerde ledd. Børsen påla slik tredjepartsuttalelse i 60 % av overtakelsestilbudene i perioden 1.1.2010 til 31.12.2012.<sup>86 87</sup>

#### 4.3.2 Generelle vilkår for gjennomføring

Over halvparten av de utførte fusjonene og overtakelsestilbudene i perioden 1.1.2010 til 31.12.2012 ble fremsatt som frivillige tilbud. I 2012 var samtlige tilbud som ikke ble utløst av lovens grenser for tilbudsplikt, fremsatt av tilbydere uten tidligere eierinteresser i målselskapet.<sup>88</sup> Typiske betingelser vil i det følgende bli vurdert opp mot praksis og gjeldende rett.

#### 4.3.3 Vilkår som i større eller mindre grad binder målselskapet opp mot tilbyder

Felles for de fleste av vilkårene som vil bli gjenstand for nærmere vurdering, er at disse i større eller mindre grad binder målselskapet opp mot tilbudet. Bakgrunnen for at tilbyder ofte vil ønske en binding i størst mulig grad, vil klart nok være et ønske om at transaksjonen gjennomføres som planlagt. Det vil ofte påløpe betydelige kostnader i forbindelse med et mulig oppkjøp, og mellom partene vil det normalt ha blitt utvekslet omfattende informasjon. Det vil også for målselskapet være ønskelig å oppnå sikkerhet for at oppkjøpet faktisk lar seg gjennomføre, og forhandlingene med tilbyder vil kunne legge føringer for hvilken pris som oppnås på selskapet.

---

<sup>85</sup> Oslo Børs: Vedtak og uttalelser (2009) s.137 flg.

<sup>86</sup> M&A Deal Study (2013)

<sup>87</sup> "Fairness opinion"

<sup>88</sup> M&A Deal Study (2013)



Binding i seg selv er i prinsippet ikke problematisk, så lenge styret har gjort en grundig vurdering av tilbudet, og anser overtakelsen for å være i tråd med selskapet og aksjonærenes beste interesser. Problemet oppstår i den grad slik binding potensielt sperrer for at det fremmes andre bud på selskapet. Som tidligere redegjort for under punkt III:5, vil dette kunne stå i veien for aksjonærenes mulighet til å oppnå et best mulig bud. Et styre som i for stor grad binder seg til avtalen med tilbyder vil derfor risikere å likevel ikke fremme selskapets beste interesser. I relasjon til dette vil utvalgte avtalebestemmelser bli nærmere vurdert.

#### 4.3.4 Vilkår til beskyttelse mot uønsket budgiver

En rekke av de samme vilkårene vil under tiden også bli benyttet til beskyttelse mot uønskede bud. I tillegg til ulike manøvrer fremmet av målselskapet utenfor inngåelse av transaksjonsavtalen, slik som gjennomføring av rettet emisjon, kjøp av egne aksjer mv., må vilkårene i relasjon til dette karakteriseres som forsvarstiltak. Binding i form av forsvarstiltak mot uønsket budgiver vil kunne være legitimt i den grad styret finner det nødvendig for å kunne ivareta selskapsinteressen. Vurderingen blir dog noe annerledes enn ved vurderingen av binding ved vennligsinnede oppkjøp, da utgangspunktet her vil kunne være at selskapets styre ikke ønsker å gjennomføre et oppkjøp overhodet. Da dette faller på siden av oppgavens tema, vil klausulene og vilkårene i all hovedsak bli vurdert i relasjon til binding i vennligsinnede oppkjøp.

#### 4.3.5 Andre forhold av betydning

Oppgavens tema er bruk av transaksjonsavtaler. Det vil i en oppkjøpsprosess likevel være flere mekanismer som sammen bidrar til et vellykket oppkjøp. En rekke av disse finner sted utenfor utformingen av selve avtaledokumentet.

Kort kan nevnes muligheten til å få tilbyder til å fremme et bindende prisforslag relativt tidlig i prosessen, gjerne samtidig med at målselskapet åpner for tilgang til selskapsgjennomgang. På denne måten vil styret kunne legge press på tilbyder allerede før denne får tilgang til sensitiv informasjon om målselskapet. En annen faktor av betydning vil være den eksisterende aksjonærstrukturen i målselskapet. En samlet aksjonærbase med tydelige ma-

joritetsaksjonærer vil gjøre det enklere for tilbyderer å inngå bindende forhåndsaksepser. Enten dette skjer i forkant av, eller på siden av dialogen med styret. Allerede her kan slike avtaler bidra til å velte lasset, i det "harde" forhåndsaksepser mellom tilbyderer og aksjonærer ikke vil kunne la seg reversere. Målselskapets mulighet til å hindre tilbyderers direkte kontakt med aksjonærene vil kunne reguleres i en transaksjonsavtale. Dette vil derfor bli nærmere nedenfor i punkt 4.4.

#### 4.4 Vurdering av utvalgte avtalevilkår

##### 4.4.1 Eksklusivitetsklausul - No shop, no talk, no solicitation

Tilbyder vil ofte ha nedlagt mye arbeid og kostnader relatert til budet. Denne vil derfor ha behov for å sikre at transaksjonen gjennomføres som planlagt. Et av vilkårene tilbyder ofte vil ønske inntatt i transaksjonsavtalen, vil være regulering av målselskapets rett til å aktivt søke konkurrerende bud.

En "no shop"-klausul<sup>89</sup> knytter seg til målselskapets mulighet til å ha kontakt med andre budgivere etter inngåelse av transaksjonsavtalen med tilbyder. "No shop" retter seg typisk til at målselskapet ikke skal kunne gå ut i markedet for å innhente konkurrerende tilbud, "no talk" til at det ikke skal ha kontakt med alternative potensielle kjøpere og "no solicitation" til at det ikke skal tilrettelegge for andre bud.<sup>90</sup> Under tiden vil slike klausuler heller ikke gå under noen av de ovenfor nevnte betegnelsene. Det avgjørende vil være klausulens innhold og utforming.

##### 4.4.1.1 Hvor ofte klausulen benyttes

I 57 % av transaksjonsavtalene inngått mellom 1.1.2010 og 31.12.2012 fremkom det at partene hadde inngått en non sollisitasjon-klausul i en eller annen form. Tallet kan i realite-

---

<sup>89</sup> Også kalt no solicitation-, no talk-, eller en kombinasjon av disse

<sup>90</sup> Bugge (2012) s.13

ten være noe høyere, da beskrivelsen av ulike betingelser og vilkår som følger av det offentliggjorte avtaledokumentet, ikke alltid er like klar.<sup>91</sup>

#### 4.4.1.2 Eksempler

I eksempelsakene det ble redegjort for innledningsvis i kapitlet, var det i flere av tilfellene blitt utformet en klausul som begrenset styrets adgang til å ha kontakt med andre konkrete eller potensielle budgivere. I avtalen mellom Nokia og Trolltech, forelå det en no shop-klausul som fastslo at målselskapet hverken direkte eller indirekte fikk anmode en tredjepart om å kjøpe aksjer i selskapet. Videre fulgte det av avtalen at målselskapet heller ikke kunne inngå, gjennomføre, eller prøve å gjennomføre, forhandlinger om transaksjoner relatert til eierskap i målselskapet eller selskapets aksjer med en tredjepart. Selskapet skulle heller ikke tillate at andre aktører fikk utføre en due diligence-gjennomgang av selskapet. Dersom selskapet skulle motta henvendelser fra en tredjepart angående transaksjoner som ville kunne konkurrere med, eller på annen måte skade, transaksjonen med Nokia, skulle Nokia etter avtalen bli informert umiddelbart. I avtalen var det inntatt et punkt som lød på at dersom målselskapet med rimelighet skulle anse det som pålagt etter lov eller forskrift å ikke handle i samsvar med overnevnte klausul, skulle selskapet kunne gjøre dette uten at handlingen medførte avtalebrudd.

Avtalen som forelå mellom Arris og Tandberg Televisjon før Ericsson kom på banen, inneholdt også føringer om "no shop". Klausulen lød på at Tandberg etter avtalen ikke kunne ta initiativ til forhandlinger med andre som ville kunne lede til konkurrerende tilbud på selskapet. Selskapet fikk heller ikke gi ut informasjon i forbindelse med slik kontakt, diskutere eller forhandle med mulige tilbydere, eller gi sin anbefaling til andre tilbydere, uten å bryte med transaksjonsavtalen. Klausulen inneholdt unntak for såkalte "bona fide" tilbydere, eller godtroende, ikke-anmodet tilbydere. Avtalen åpnet kun for slike unntak der selskapet forut for det nye tilbudet hadde handlet i samsvar med denne. I tillegg måtte tilbudet anses som bedre enn tilbudet under transaksjonsavtalen, og handlingen måtte etter utenfor-

---

<sup>91</sup> M&A deal study (2013)

stående juridisk bistand fremstå som nødvendig for at styret skulle kunne oppfylle sine rettslige forpliktelser. Arris skulle også informeres om hvem den nye tilbyderen var senest to dager før denne fikk tilgang til informasjon om selskapet. Videre skulle Arris holdes løpende informert om den påfølgende prosessen.<sup>92</sup>

#### 4.4.1.3 Konsekvenser for partene

Hvilke konsekvenser en no shop-klausul får generelt, vil bero på hvordan klausulen er utformet, samt på situasjonen for øvrig. I mange tilfeller vil det ikke melde seg andre interessenter, og det vil av ulike grunner heller ikke være naturlig for målselskapet å aktivt søke å innhente andre bud etter at transaksjonsavtalen er inngått med tilbyder.

Det er først i det det dukker opp mulige interessenter, eller at målselskapet ser seg tjent med å henvende seg overfor potensielle slike, at klausulen får betydning. Generelt kan det sies at jo sterkere binding som følger av en slik no shop-klausul, jo vanskeligere vil det bli for målselskapet å kunne legge til rette for mulige konkurrerende bud.

Bryter målselskapet med no shop-bestemmelsen, vil avtalen med tilbyder kunne bortfalle i sin helhet, og eventuelle sanksjoner etter denne, slik som break fees, vil kunne utløses. Dette vil være risikabelt for målselskapets styre, som risikerer å stå tomhendt tilbake uten oppkjøpstilbud fra hverken den ene eller andre side.

I avtalen mellom Nokia og Trolltech gikk no shop-klausulen relativt langt i å binde målselskapet til tilbyder. Hadde det kommet andre aktører på banen, ville vilkårene i klausulen satt en stopper for Trolltechs mulighet til dialog og informasjonsutveksling med disse, hvilket igjen kunne hindret potensielle bud fra å bli fremmet. Ved å se på avtalen i sin helhet blir klausulen trolig ikke like kontroversiell. Forhåndsaksepter for i alt 66,43 % av selskapets aksjer var gitt av hovedaksjonærer og ledelse, og disse var gjort absolutte, slik at en kontrollerende aksjepost reelt sett alt var tillagt Nokia. Uavhengig av om andre aktører

---

<sup>92</sup> Transaction agreement dated 1.15.2007, Tandberg Televisjon ASA – ARRIS Group Inc.

hadde kommet på banen, ville forhåndsakseptene ha sperret for et mulig konkurrerende overtakelsestilbud. I tillegg inneholdt klausulen et forbehold om at styret skulle få handle i tråd med hva det anså som pålagt etter gjeldende rett. Etter dette måtte styret vært berettiget til å vurdere interessenter dersom noe annet ville kunne skadet aksjonærenes og selskapets interesser.

Da Ericsson fremmet sitt bud på Tandberg Televisjon, hadde det ikke tidligere vært kontakt mellom partene. Representanter fra Ericsson uttalte i media at det hadde vært knapp kontakt også etter at budet ble fremmet, grunnet Tandbergs forpliktelser overfor Arris.<sup>93</sup> Dette tyder på at klausulen rent faktisk spilte en rolle. Resultatet av Ericssons bud, som var betydelig høyere enn budet fra Arris, var at den opprinnelige transaksjonsavtalen ble brutt, hvilket utløste break fee på 18 mill. USD. Klausulen sperret i denne saken ikke for at det innkom et høyere bud på selskapet, men i andre tilfeller vil budgivere kunne ha behov for mer informasjon enn hva som finnes åpent tilgjengelig i markedet.

#### 4.4.1.4 Klausulen vurdert opp mot gjeldende rett

Et spørsmål blir etter dette om loven må sies å stenge for bruk av vidtrekkende no shop-klausuler. Svaret på dette kan synes noe uklart, og problemstillingen er lite berørt i juridisk teori her til lands. Spørsmålet er ikke direkte regulert hverken etter allmennaksjeloven eller verdipapirhandelloven.

Det blir naturlig også her å ta utgangspunkt i styrets handlingsnorm etter allmennaksjeloven. Denne ble redegjort for under punkt III:2.2. Ut i fra hva som her ble drøftet, kan man utlede at dersom styret går inn for et salg av selskapet, plikter det å legge til rette for det beste tilbudet. I de aller fleste tilfeller vil det beste tilbudet være synonymt med det tilbudet som gir en høyest pris på selskapets aksjer. Skal styret favorisere én budgiver fremfor en annen, må dette klart kunne begrunnes ut i fra hensynet til selskapet og dets aksjonærer.

---

<sup>93</sup> Riise (2007)

En eksklusivitetsklausul inntatt i avtalen med tilbyder, innebærer at styret til en viss grad binder seg til nettopp dette budet. Er bindingen utførlig regulert, vil denne kunne medføre at andre interessenter vanskelig får fremmet potensielle motbud overfor selskapet. Særlig vil klausulen kunne sperre for at det gjennomføres nødvendig informasjonsutveksling mellom partene, hvilket ofte vil være sentralt for å kunne oppnå en god pris. I sin ytterste konsekvens vil klausulen hindre at potensielle motbud fremmes overhodet.

I hvilken grad dette må betraktes som akseptabelt etter gjeldende rett, beror først og fremst på hvor godt styret anser budet for å være. Dette vil igjen bero på situasjonen styret var i da avtalen om eksklusivitet ble inngått. Det kan tenkes at styret har vært i en situasjon hvor overtakelse har vært ønskelig, men interessen for selskapet laber. Tilbyder vil da lettere kunne trumfe gjennom strengere avtalevilkår for å søke å unngå tap i forbindelse med at transaksjonen ikke gjennomføres. Der styret har dårlige forhandlingskort, vil en slik regulering kanskje lettere måtte aksepteres.

Vurderingen vil kunne bli annerledes der tilbyder er innhentet som et forsvar mot truende fiendtlig overtakelse, såkalt "hvit ridder". Binding vil her fremstå som et vesentlig poeng for nettopp å hindre slik overtakelse. Der transaksjonsavtalen ikke er foranlediget av forsøkt på fiendtlig oppkjøp, er det vanskelig å se hvorfor styret skal gå med på avtalevilkår som i for stor grad vil kunne binde det opp mot tilbyder. Styret må i alle tilfeller ha vurdert sjansen for konkurrerende bud som liten. Etter mitt skjønn skal det mye til for å innta et slikt standpunkt. Saken om Tandberg Televisjon viser at motbud kan komme overraskende på målselskapet: Her hadde styret sett dette som svært lite sannsynlig. Eksemplet viser at selv om styret opplever interessen for selskapet som laber, vil det vanskelig med sikkerhet kunne vite at selskapet ikke fremstår som et aktuelt oppkjøpsobjekt også for andre tilbydere.

I den grad slike klausuler sperrer for en oppnåelse av best mulig pris på selskapet, vil denne delen av avtalen kunne hindre styret i å oppfylle sin plikt overfor selskapet og aksjonærene.

Utførlige no-shop klausuler må således kunne sies å stride mot styrets selskapsrettslige forvaltningsansvar.

I tillegg til at denne konklusjonen kan trekkes ut i fra styrets plikter etter gjeldende rett, legger anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse enda tydeligere føringer for hvordan styret bør handle.

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse har fra seneste utgave inntatt en bestemmelse om transaksjonsavtaler, som lyder på at selskapet ikke bør inngå avtaler med tilbyder om å begrense selskapets mulighet til å fremskaffe andre bud på selskapets aksjer.<sup>94</sup> Dette bør etter anbefalingen kun gjøres der det "åpenbart" kan begrunnes i selskapet og aksjeeiernes felles interesser. Hvilke situasjoner dette refererer seg til må avgjøres konkret, og etter formuleringen skal det trolig mye til før styret kan trekke en slik konklusjon. Bestemmelsen er ny, og det er derfor lite eller ingen praksis knyttet til denne. Mye taler for at anbefalingen rekker lenger enn hva som kan trekkes ut av den alminnelige lovgivningen på området. Anbefalingen snur på mange måter opp ned på klausulens legitimitet sammenlignet med hva som følger av formell lov: Etter selskapsrettslige normer vil bruk av klausulen kunne være legitimt i den grad det ikke fremstår som til skade for selskapets og aksjonærenes interesser, mens det i anbefalingen åpnes for et motsatt utgangspunkt, nemlig at klausulen kun skal tillates der bruk av denne åpenbart kan begrunnes ut i fra selskapets og aksjonærenes felles interesser.

Mange eksklusivitetsklausuler åpner for at dersom styret etter en uavhengig vurdering finner det pålagt etter gjeldende rett å bryte med sine forpliktelser etter klausulen, skal det kunne gjøre dette uten at det vil medføre brudd på avtalen. Mye taler da for at styrets plikter etter loven vil kunne uthule klausulens innhold.

---

<sup>94</sup> Utgitt 23. oktober 2012

Hva angår bruk av slike klausuler internasjonalt kan man se hen til USA, hvor det er lang tradisjon for relativt utførlig kontraktsregulering av selskapsovertakelser. En rekke styrer går nå motsatt vei i utformingen av transaksjonsavtalen. Såkalte "go shop"-klausuler gir styret anledning til aktivt å henvende seg til markedet også etter at bud er annonsert, slik at det senere blir vanskelig å rette kritikk mot styret dersom aksjonærene ikke er fornøyd med prisen som ble oppnådd.<sup>95</sup> Rettspraksis hva angår styrets rolle ved en overtakelse er her omfattende, og det hersker generelt bred enighet om at prisen på selskapet står som det sentrale vurderingstemaet der styret anerkjenner at selskapet er til salgs. Det er tatt til orde for at styrets forpliktelser nettopp vil kunne oppfylles ved utforming av go shop-klausuler i transaksjonsavtalen mellom partene. Rettskildemessig får denne praksisen ingen direkte betydning for norsk rett, men bidrar til å belyse tendenser i utviklingen.

I Storbritannia ble det fra 2011 som hovedregel ulovlig å benytte seg av såkalte "deal protection measures" ved utforming av "offer related arrangements", herunder bruk av no shop-klausuler.<sup>96</sup>

#### 4.4.2 Regulering av forhåndsaksepter og tilbyders direkte kontakt med aksjonærene

En forhåndsaksept innebærer at det er inngått en bindende avtale direkte mellom tilbyder og aksjonær om overdragelse av aksjer, uavhengig av transaksjonsavtalen forøvrig. Visse transaksjonsavtaler regulerer tilbyders rett til å ha direkte kontakt med aksjonærene, samt til å handle aksjer direkte i markedet. Disse vil gjerne også regulere tilbyders mulighet til å innhente forhåndsaksepter, og hvorvidt disse skal være bindende eller såkalt "myke".<sup>97</sup> En slik regulering i avtalen vil gi styret økt kontroll over hvilke handlinger tilbyder foretar seg utenfor rammene av transaksjonsavtalen. Der styret sørger for at tilbyder ikke får kjøpe aksjer i markedet, samt at alle eventuelle forhåndsaksepter for salg av aksjer skal være my-

---

<sup>95</sup> Subramanian (2008) s.2

<sup>96</sup> The City Code, 21.2

<sup>97</sup> "Soft": At de trekkes dersom det innkommer høyere bud på selskapet som tilbyder ikke høyner



ke, vil det stå friere dersom det skulle dukke opp et bedre bud på selskapet. Der tilbyder har kjøpt seg opp større aksjeposter i markedet, eller fått bindende forhåndsaksepter for slike, vil dette kunne blokkere for andre potensielle budgivere, da en overtakelse vanskelig vil være gjennomførbar. For å få kontroll over tilbyders handlinger bør det utformes klare retningslinjer for kjøp av aksjer og forhåndsaksepter tidlig i prosessen med tilbyder. I tillegg bør det fremkomme av transaksjonsavtalen hvilke vilkår som gjelder.

#### 4.4.2.1 Hvor ofte slike avtalevilkår benyttes

Det er vanskelig å si noe sikkert om hvor ofte transaksjonsavtaler regulerer tilbyders kontakt med aksjonærene. Enklere er det å få en viss oversikt over hva som fremkommer av vedtatte forhåndsaksepter og deres form. I 35 % av overtakelsene for de tre siste årene hadde tilbyder etter hva som fremgikk av tilbudsdokumentet, mottatt forhåndsaksepter for mellom 0 og 10 % av selskapets aksjer. I 10 % av overtakelsene var forhåndsaksept oppnådd for mellom 11 og 30 % av aksjene, i 20 % av tilfellene lå akseptgraden på mellom 31 og 50 %, mens det i de resterende 35 % av tilfellene var oppnådd en høy grad av forhåndsaksepter, fra 50 % av selskapets aksjer og oppover. Ofte ser man at styret og ledelsen, i den grad disse var innehavere av aksjer, hadde inngått forhåndsaksept for overdragelse i 63 % av tilfellene.<sup>98</sup> Det fremkommer videre av statistikken at forhåndsakseptene som var gitt i 37 % av tilbudene var ugjenkallelig. I 19 % av tilfellene var akseptene myke, hvilket medfører at de opphører dersom høyere bud innkommer på selskapet. Mest vanlig var bruk av myke aksepter, men med mulighet for opprinnelig tilbyder til å matche tilbudsprisen, dette gjaldt 44 % av tilfellene hvor forhåndsaksepter var gitt.

#### 4.4.2.2 Eksempler

I eksemplene på avtaler, var tilbyders mulighet til å handle aksjer direkte i markedet, klart regulert i avtalen mellom Nokia og Trolltech. Denne stengte for at Nokia kunne handle aksjer utenfor avtalen i tilbudsperioden. I tilbudsdokumentet utstedt av Ericsson på Tandberg Televisjons aksjer, hadde Ericsson rett til å foreta kjøp av Tandberg-aksjer også uten-

---

<sup>98</sup> M&A deal study (2013)

for tilbudet. Dette skulle rapporteres til målselskapet. Dette vilkåret fremkom ikke direkte av de øvrige transaksjonsavtalene, men kan ha vært gjenstand for regulering i andre kontrakter inngått mellom partene.

Derimot fremkom det av samtlige avtaler i hvilken grad det forelå forhåndsaksepter ved fremsettelse av tilbudet. I avtalen inngått mellom Tandberg og Cisco var det primært gitt forhåndsaksepter fra selskapets styre og ledelse. Disse utgjorde 1,24 % av selskapets aksjer, og var myke.

Avtaledokumentet mellom Tandberg Televisjon og Arris var taust angående regulering av forhåndsaksepter og kjøp i markedet, men også i dette tilfellet var det kun gitt myke forhåndsaksepter, hvilket muliggjorde gjennomføring av Ericssons motbud. Da Ericsson fremmet sitt bud i løpet av tilbudsperioden, fikk selskapet kjøpe 11 % av selskapets aksjer direkte fra Orkla som hovedaksjonær, hvilket i seg selv ga mulighet for å blokkere en potensiell høyning av budet fra Arris. I tillegg mottok Ericsson forhåndsaksepter for ytterligere 13 %.

Størst var akseptgraden i avtalen mellom Nokia og Trolltech. Nokia hadde da tilbudsdocumentet ble fremmet, oppnådd bindende forhåndsaksepter for hele 66,43 % av selskapets aksjer. Disse kom blant annet fra styre, ledelsen og selskapets grunnleggere. Med en så høy akseptgrad vil mulige konkurrerende bud fort bli satt ut av spill.

Ved salget av Deep Ocean ble det etter forhandlinger med styret i målselskapet overdratt 51 % av selskapets aksjer direkte og ved handel i markedet. I tillegg bidro emisjonen til at tidligere hovedaksjonær DOFs eierandel sank til under 1/3 av selskapets totale aksjebeholdning, hvilket svekket selskapets mulighet for fusjon eller oppkjøp, i tillegg til at selskapet mistet sitt negative flertall. Dette var også hensikten med styret i Deep Oceans kontakt med Trico Shipping AS, da dette jobbet bevisst mot å stenge DOF ute fra eiersiden.

#### 4.4.2.3 Konsekvenser for partene

Hvorvidt et styre bestreber seg på å kontrollere tilbyders mulighet til forhandlinger direkte med aksjonærene, vil kunne få betydning for om potensielle motbud har livets rett. Om slik regulering fremkommer av transaksjonsavtalen eller ikke, vil variere. For å unngå at potensielle motbud reelt sett ikke vil kunne gjennomføres, vil styret være tjent med at tilbyder ikke avtaler bindende kjøp av aksjer direkte med aksjonærene.

Alternativt kan styret tillate at det inngås forhåndsaksepter, men at disse gjøres myke. Enten fullt ut eller ved at tilbyder skal kunne matche prisen dersom det innkommer et bedre bud på selskapet. Dette vil dermed ikke sperre for at selskapet blir solgt til best mulig pris.

Der hensikten er den motsatte, nemlig å sperre for en tilbyder som kanskje alt har igangsatt sitt systematiske oppkjøp, vil bruk av bindende forhåndsaksepter kunne bidra til at det oppnås negativt flertall mot denne. Sammen med andre forsvarstiltak vil styret for å unngå oppkjøpet, i stor grad søke å binde seg til det nye budet, som eksempelvis kan fremmes ved hjelp av "hvit ridder". Det faller utenfor oppgavens rammer å vurdere hvor langt et styre vil kunne gå i en slik situasjon. Likevel bidrar dette til å understreke poenget: Der et styre står overfor et vennligsinnet oppkjøp, må det sørge for at bindingen til tilbyder ikke blir for sterk før transaksjonen er endelig utført og avsluttet. Å forhindre at det gis bindende forhåndsaksepter er således et av tiltakene styret bør vurdere for å søke å oppnå best mulig pris på selskapets aksjer.

#### 4.4.2.4 Vurdert opp mot gjeldende rett

At styret regulerer tilbyders kontakt med aksjonærene, og hvorvidt det skal kunne inngås myke eller bindende forhåndsaksepter med disse, kommer ikke i konflikt med styrets plikter etter gjeldende rett. Tvert i mot vil slike reguleringer kunne bidra til at styret på en god måte ivaretar sine selskapsrettslige plikter. Ved å ha et bevisst forhold til tilbyders mulighet til handel av aksjer i markedet, og til hvilke avtaler denne kan gjøre med aksjonærene, bidrar styret til at eventuelle motbud ikke forhindres grunnet tilbyders erverv av aksjer utenfor avtalen, eller bindende forhåndsaksepter gitt før eller under tilbudsperioden.

#### 4.4.3 Break fee

En break- eller cancellation fee-klausul, innebærer at et på forhånd fastsatt beløp skal betales fra målselskapet til tilbyder dersom transaksjonen av ulike angitte årsaker ikke gjennomføres.<sup>99</sup> På denne måten oppnår tilbyder økt sikkerhet for budet som fremmes, ved at denne ikke risikerer å tape store summer på forhandlinger om oppkjøp med målselskapet dersom prosessen likevel ikke avsluttes som ønsket. Break fee-en kan betraktes som en på forhånd avtalt mislighetsbeføyelse dersom målselskapet ikke handler i samsvar med avtalen.<sup>100</sup>

##### 4.4.3.1 Hvor ofte klausulen benyttes

Av frivillige overtakelsestilbud gjennomført i perioden 1.1.2010 til 31.12.2012 var det i 53 % av avtalene inntatt en break fee-klausul. Halvparten av disse lå i størrelsesordenen mellom 1 og 1,5 % av transaksjonens totale verdi. En fjerdedel lå under 1 %, mens en åttendedel lå henholdsvis mellom 1,5 til 2 % og på over 2 %.

##### 4.4.3.2 Eksempler

Samtlige av de vurderte frivillige tilbudene som ble fremmet inneholdt break fee. I avtalen mellom Cisco og Tandberg var det avtalt break fee på 157 MNOK dersom tilbudet ikke ble gjennomført, dersom styret skulle trekke sin anbefaling uten Ciscos samtykke eller dersom Tandberg ikke opprettholdt normal drift under tilbudsperioden. Størrelsen på break fee-en lå på 0,7 % av tilbudsprisen som var på NOK 17,19 mrd. Mellom Nokia og Trolltech var det avtalt en cancellation fee på 7,5 MNOK dersom selskapet skulle godta et høyere bud som ville medføre at transaksjonen med Nokia ikke lot seg gjennomføre. Da transaksjonen var på NOK 840 mill., utgjorde denne 0,88 % av transaksjonens totale verdi. Da Ericsson fremmet sitt bud på Tandberg Televisjon, utløste dette break fee-en som forelå i transaksjonsavtalen mellom Tandberg Televisjon og Arris. Denne var satt til 18 MUSD, tilsvaren-

---

<sup>99</sup> En break fee kan også gjøres gjensidig

<sup>100</sup> Break fees er generelt behandlet i Stølen (2011) og Dramstad (2011)

de MNOK 114,6.<sup>101</sup> Break fee-ens størrelse lå her omkring 1,35 % av transaksjonsverdien på NOK 8,5 mrd. Da Ericsson fremmet sitt tilbud ble det derimot ikke inngått noen avtale om break fee. Dette har trolig sammenheng med at selskapet i forkant av budet ikke hadde hatt kontakt med styret i Tandberg, og at det derfor heller ikke ble utformet noen transaksjonsavtale mellom partene før tilbudet ble fremmet.

#### 4.4.3.3 Konsekvenser for selskapet

En break fee utbetales av selskapet selv dersom kontrakten med tilbyder brytes. Utløses break fee klausulen grunnet et bedre bud, vil utbetalingen altså ikke få noen direkte virkning for selskapets aksjonærer. Men en break fee-klausul vil potensielt kunne virke avskrekkende på mulige tilbydere, da selskapet etter at break fee-en er utløst vil være tappet for tilsvarende beløp. Tilbyder som ønsker å fremme motbud må ta dette med i beregningen når den avgjør hva den selv mener selskapet er verdt, og hvilken tilbudspris som etter dette burde fremmes. På denne måten vil klausulen indirekte få betydning for aksjonærene. Dette fordi dens potensielle avskrekkende effekt vil kunne få andre budgivere til å skygge banen, og fordi den vil kunne medføre at det fremmes lavere bud enn hva som ellers ville blitt tilfellet.

Om slike klausuler i praksis virker avskrekkende på tilbyder, vil bero på differansen mellom opprinnelig bud og tilbyders nye verdivurdering av selskapet. Der denne er større enn break fee-en, vil tilbyder likevel kunne fremme et høyere bud enn det opprinnelige. Eksempelvis vil en tilbyder som anser selskapet som 5 % mer verdt enn hva opprinnelig tilbyder har fremmet i sitt tilbud, likevel kunne fremme et bud på selskapet 4 % over det opprinnelige, og la det resterende beløpet indirekte dekke en break fee på 1 %.

#### 4.4.3.4 Vurdering opp mot gjeldende rett

Bruk av break fee-klausuler er ikke direkte regulert etter norsk rett. Ut i fra hva som tidligere er redegjort for om styrets oppgaver ved en mulig selskapsovertakelse, må bruk av slike

---

<sup>101</sup> Etter gjeldende kurs, januar 2007 jf. Norges Bank

klausuler aksepteres i den grad disse må sies å fremme selskapet og aksjonærenes beste interesser.<sup>102</sup> Bruken av break fees gir målselskapet større mulighet til å oppnå seriøse bud, idet tilbyder vil føle seg mindre utsatt for å lide et større økonomisk tap. Klausulen bidrar også til forutsigbarhet mellom partene for hva som blir konsekvensen dersom avtalen brytes. Ut i fra dette må klausulen sies å være i tråd med aksjonærenes interesser. Det er i den grad slike klausuler potensielt sperrer for konkurrerende bud på selskapet, disse vil kunne stride mot hensynet til aksjonærenes interesser. Vurderingen relaterer seg i stor grad til break fee-ens størrelse. Er denne for høy i forhold til transaksjonen som helhet, vil andre interessenter ikke lenger se den potensielle gevinsten i å fremme et høyere bud på selskapet.

Nyeste utgave av anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse tar stilling til bruken av break fees i transaksjonsavtaler.<sup>103</sup> Det heter i denne at avtaler om kompensasjon til tilbyder hvis tilbudet ikke gjennomføres, bare bør inngås når det "åpenbart" kan begrunnes i selskapets og aksjonærenes felles interesse. Dette tilsvarer anbefalingens formulering om no shop-klausuler. Videre uttales det at dersom slike avtaler benyttes, bør disse begrenses til de kostnader tilbyder har hatt ved fremsettelse av tilbudet.

Sammenliknet med hva som kan utledes av gjeldende rett, blir forholdet også her snudd om på: Break fees skal ikke aksepteres i den grad de synes å virke i samsvar med selskapsinteressen, men avskjæres så langt de ikke "åpenbart" bidrar til å fremme denne. Et mothen-syn vil være at det ofte er vanskelig å på forhånd vite hvilke utgifter tilbyder vil ha i forbindelse med transaksjonen. Det vil være lettere for et selskap som vurderer å fremme et konkurrerende bud, å gjøre seg opp et regnestykke på transaksjonen dersom summen er

---

<sup>102</sup> Samt at klausulen ellers utformes innenfor lovens rammer og selskapets vedtekter. Se asal.§§ 6-28 om myndighetsmisbruk, 3-6 om ulovlig utdeling og 6-12 om styrets kompetanse, se note 100

<sup>103</sup> Anbefalingen, kapittel 14, 4. avsnitt

fastsatt konkret. Der break fee-ens størrelse på forhånd ikke er bestemt, vil forutsigbarheten som klausulen i utgangspunktet legger til rette for, forvitre. Det ville derfor vært enklere om det heller var satt en beløpsgrense i relasjon til transaksjonens totale verdi, eksempelvis ved at break fees ikke tillates over 1-2 % av transaksjonsverdien, slik praksis er i ulike andre land.

Fra 2011 ble det i britiske Takeover Code vedtatt et endelig forbud mot bruk av break fees. Tidligere var dette tillatt, men begrenset oppad til 1 % av transaksjonens størrelse. Dette skjedde samtidig med forbudet mot no shop-klausuler, da begge avtalemekanismene ble ansett som "deal protection measures" som potensielt sperrer for motbud på selskapet.<sup>104</sup>

I amerikansk rett er det ofte blitt satt grenser for hvor stort beløp break fee-en kan gå ut på, hvilket er skjedd gjennom rettspraksis. Terskelen varierer mellom ulike stater, men har gjennomgående vært noe høyere enn hva som er blitt akseptert i Storbritannia. Generelt kan det sies at det har vært styrets bindinger til tilbyder som har blitt vurdert, og at break fee-ens legitimitet er blitt vurdert opp mot transaksjonsavtalens øvrige bruk av såkalte lockup-klausuler.

I de øvrige nordiske landene er det heller ingen direkte regulering av break fees. Sveriges regulering av oppkjøp er i stor grad inspirert av britiske Takeover Code, men break fees reguleres ikke eksplisitt. Vurderingen blir i stedet mye av den samme som etter norsk rett: bruken av klausulen må vurderes i lys av styrets selskapsrettslige forpliktelser.<sup>105</sup>

#### 4.4.4 Styrets rett til å endre eller trekke sin anbefaling

Visse transaksjonsavtaler gir styret rett til å trekke sin anbefaling av tilbudet på ulike vilkår, uten å bryte med transaksjonsavtalen.

---

<sup>104</sup> The City Code, 21.2

<sup>105</sup> Setterwalls M&A report (2012) s.4

#### 4.4.4.1 Hvor ofte slike avtalevilkår benyttes

Ut i fra tilbudsdokumenter for frivillige tilbud publisert de siste tre årene, var det i 64 % av tilfellene mulig for styret å trekke sin anbefaling av tilbudet.<sup>106</sup> Mest vanlig var det at styret kunne trekke sin anbefaling dersom det skulle dukke opp en ikke-anmodet tilbyder med et bud som ikke matches av opprinnelig tilbyder.<sup>107</sup>

#### 4.4.4.2 Eksempler

Transaksjonsavtalen mellom Tandberg Televisjon og Arris regulerte styrets anbefaling av tilbudet. Etter avtalen kunne styret på visse vilkår trekke sin anbefaling. Dette gjaldt dersom det skulle komme inn et konkurrerende overtakelsestilbud på selskapet, og Tandberg umiddelbart informerer Arris om budet og selskapets videre kontakt med tilbyder. I tillegg var det et vilkår at styret i Tandberg vurderte det nye budet som bedre enn det opprinnelige, og at det etter en uavhengig vurdering så seg nødt til å handle i samsvar med sine selskapsrettslige forpliktelser og forpliktelser etter verdipapirhandelloven, samt at styret ellers hadde handlet i samsvar med transaksjonsavtalen med Arris. Dersom styret etter dette skulle trekke sin anbefaling av Arris' bud, ville det ikke medføre brudd på avtalen.

Samme mulighet hadde styret i Tandberg ASA overfor tilbyder Cisco. Vilkårene for tilbaketrekking var omtrent tilsvarende vilkårene som fulgte av avtalen mellom Arris og Tandberg Televisjon. Det fulgte av avtalen mellom Tandberg og Cisco at en tilbakekalling av anbefalingen grunnet annet innkommet bud uansett ville kunne utløse den avtalte break fee-en.

---

<sup>106</sup> I perioden 1.1.2010-31.12.2012

<sup>107</sup> M&A deal study (2013)



#### 4.4.4.3 Konsekvenser for partene

Spørsmålet blir hvilken faktisk betydning en slik klausul har. Et aspekt synes å uthule slike klausulers innhold: Dersom styret trekker sin anbefaling for å heller støtte opp om et konkurrerende bud, vil dette i seg selv gjerne medføre at en break fee må betales til første tilbyder, da transaksjonsavtalen ikke gjennomføres som planlagt. Flere av avtalene, slik som avtalen mellom Cisco og Tandberg ASA, ga eksplisitt uttrykk for at en slik tilbakekalling av styresamtykke uansett ville kunne utløse break fee. Man kan etter dette spørre seg når et slikt avtalevilkår får en reell betydning for målselskapet. Dette vil kunne være tilfellet dersom styret trekker sin anbefaling etter de angitte vilkårene, men at transaksjonsavtalen for øvrig gjennomføres.

#### 4.4.4.4 Vurdering opp mot gjeldende rett

At styret har mulighet til å trekke sin anbefaling av tilbudet dersom det skulle dukke opp mer gunstige, uanmodede tilbud på selskapet, fremstår ikke som problematisk etter gjeldende rett.

### 4.5 Avtalen som helhet avgjørende

Hva som må anses for å være i selskapets beste interesser vil variere i ulike situasjoner, og fra ett selskap til et annet. Vurderingen må således bli konkret. Utformingen av avtalen i sin helhet må vurderes i relasjon til om styret har lagt til rette for et best mulig oppkjøp.

### 4.6 Avsluttende bemerkninger

Det finnes trolig ingen fasitsvar på hvordan et styre burde utforme en transaksjonsavtale. Enhver avtale vil måtte utarbeides individuelt, tilpasset den konkrete situasjonen. Der styret stiller seg positivt til at selskapet skal selges, vil det også ha et ansvar for at selskapet selges til best mulig pris.

Ansvarer synes å være todelt: For det første plikter styret å tilrettelegge for at det fremmes best mulig pris i det opprinnelige tilbudet. For det andre bør styret sørge for at transaksjonsavtalen ikke utformes med en for høy grad av sperrende vilkår, da dette vil kunne hindre at det fremmes motbud. Denne avhandlingen har tatt for seg utvalgte, ofte benyttede

vilkår. Det er klart at også andre vilkår, og i sær vilkår i kombinasjon, vil kunne medføre en høy grad av binding mellom tilbyder og målselskap.

## **5 Konsekvenser**

### **5.1 Konsekvenser av at avtalen strider mot norsk rett**

I motsetning til flere andre land, er det i Norge ingen egen tilsynsmyndighet for oppkjøp. Dersom aksjonærene i målselskapet anser avtalen eller deler av denne for å være i strid med styrets forpliktelser etter aksjelovgivningen, blir det opp til disse å reagere.<sup>108</sup>

### **5.2 Mulig styreansvar**

Som tidligere anført, vil brudd på styrets plikter kunne medføre at styret blir erstatningsansvarlig overfor aksjonærene. Etter asal. § 17-1 kan aksjeeierne kreve at styremedlemmer erstatter skade som er voldt vedkommende forsettlig eller uaktsomt i egenskap av deres posisjon som styremedlemmer. Dersom aksjeeierne lider et økonomisk tap som følge av styrets utforming av avtalen, vil dette kunne falle inn under bestemmelsen om styreansvar.

---

<sup>108</sup> Stølen, (2011) s.44

## **Del V: Avsluttende bemerkninger**

### **1 Utviklingstendenser**

En strengere regulering av enkeltklausuler og vilkår som vil være aktuelle ved utforming av en transaksjonsavtale, kan synes som en tendens i utviklingen. Reguleringen skjer likevel ikke på et formelt rettslig nivå, men gjennom prinsipper utarbeidet i anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse. Bare i løpet av siste utgave av anbefalingen er det inntatt strengere restriksjoner i form av at det etter denne i utgangspunktet ikke skal inngås avtaler som begrenser selskapets mulighet til å fremskaffe andre bud på selskapet. Ei heller skal det i utgangspunktet avtales break fee som kompensasjon dersom tilbudet ikke gjennomføres.

### **2 De lege ferenda-betraktninger**

Strengere regulering gjør det enklere for partene å avgjøre hva som til en hver tid er i samsvar med lov og anbefaling, og hva som ikke er det. Dette vil også kunne gi målselskapet sterkere forhandlingskort med tilbyder, da det vanskeligere vil kunne presses til å inngå avtaleklausuler som binder selskapet for sterkt opp mot tilbudet før oppkjøpet er gjennomført. Samtidig vil en for bastant regulering kunne medføre at partene mister den fleksibiliteten som vil være ønskelig ved utforming av avtalen.

Som et alternativ til forbud mot ulike avtalevilkår, vil det å heller sette rammer for bruk av slike vilkår kunne virke hensiktsmessig. Eksempelvis ved å sette et relativt tak på break fee-ens størrelse, fremfor å forby bruken i seg selv, eller henviser til faktiske kostnader med transaksjonen. Avtalemekanismer som i seg selv er egnet til å virke avskrekkende på potensielle motbud, vil også kunne ivareta andre hensyn. Ved å unngå for streng regulering av avtaleutforming, vil styret ha anledning til å utforme en avtale som fremstår balansert og attraktiv for begge parter.

## Del VI: Litteraturliste

### 1 Bøker

- Andenæs, Mads Henry *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. 2. utg.* Oslo, 2006.
- Bainbridge, Stephen M.<sup>109</sup> *Mergers and Acquisitions. 3. Edition.* New York, 2012.
- Bechmann, Tor [et al.] *Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave.* Oslo, 2002.
- Boye, Knut og Chr. Meyer [red.] *Fusjoner og oppkjøp.* Bergen, 1998.
- Sjåfjell, Beate *Rules, Values and Takeovers.* Oslo, 2007.
- Sjåfjell, Beate *Towards a Sustainable European Company Law. A Normative Analysis Of the Objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test Case.* Kluwer law international, 2009.
- Thorsby, Øyvind [red.] *Corporate Governance i et norsk perspektiv. I: Knudtson, Sigurd, Corporate governance i et rettslig perspektiv,* Oslo, 2004. s. 88-113.
- Aabø-Evensen, Ole Kristian *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet.* Oslo, 2011.
- Aarbakke, Magnus [et al.] *Aksjeloven og allmennaksjeloven. Kommentartutgave.* 2. utg. Oslo, 2004.
- Aarum, Kristin Normann *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper.* Oslo, 1994.

---

<sup>109</sup> Bainbridge er Willian D. Warren Distinguished Professor of Law ved UCLA. Han underviser i business associations, corporate finance og mergers and acquisitions

## 2 Artikler

Bugge, Amund. F. *Oppkjøp av selskap notert på regulert marked – En oversikt*. I: Tidsskrift for forretningsjus. Nr. 4 (2011).

Dramstad, Remi Christoffer. *M&A Break fee-klausuler i et norsk perspektiv*. I: Tidsskrift for forretningsjus. Nr. 3 (2011).

Sjåfjell, Beate. *Kan aksjeselskaper sette miljøet foran gevinstkravet?* I: Jussens Venner. Vol. 46 (2011) s. 309–324.

Stølen, Liv. *M&A: Break-fee klausuler i norsk rett*. I: Nordisk tidsskrift for selskabsret. Nr. 1 (2011) s.30-46.

Subramanian, Guhan.<sup>110</sup> *Go-Shops vs. No-Shops in Private Equity Deals*. I: The Business Lawyer. Vol. 63 (2008) s. 729-760.

## 3 Lovgivning

### Norske lover

Lov 13. juni 2007 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Lov 29. juni 2007 nr. 74: Lov om regulerte markeder (børsloven)

Lov 27. november 1992 nr. 109: Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) mv. (EØS-loven)

Lov 17. juli 1998 nr.56: Lov om årsregnskap mv. (regnskapsloven)

---

<sup>110</sup> Subramanian er Joseph H. Flom Professor of Law and Business og H. Douglas Weaver Professor of Business Law ved Harvard Business School. Han arbeider primært med Corporate Governance, Corporate Mergers and Takeovers, Corporations og Negotiations and Dealmaking

### **Norske forskrifter**

Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)

Forskrift 29. juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder (børsforskriften)

### **Utenlandske lover**

UK: Companies Act 2006

UK: The City Code on Takeovers and Mergers (The City Code)

### **Direktiver**

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids

Kommisjonens rapport av 28.6.2012

### **Corporate Governance**

Norsk anbefaling for Eierstyring og selskapsledelse, utgitt av NUES. Seneste eksemplar fra 23. Oktober 2012.

## **4 Forarbeider**

Ot.prp.nr 34 (2006-2007), Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

NOU 2005:17, Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)

NOU 1996:2, Verdipapirhandel

NOU 1991:25, Lånefinansierte selskapsoppkjøp

## **5 Dommer**

Rt. 2003 s. 861

LH-2010-37778 (Hålogaland lagmannsrett)

USA: Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del.1986), the Delaware Supreme Court on hostile takeovers.

## 6 Nettdokument

Oslo Børs. *Forskjellen mellom Oslo Børs og Oslo Axess*. [sist sjekket 22.4.2013]  
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Forskjellen-mellom-Oslo-Boers-og-Oslo-Axess>

Oslo Børs. *Vedtak og uttalelser* (2009) s. 137 flg. Cisco/Tandberg [sist sjekket 22.4.2013]  
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser>

Børsmelding fra Tandberg ASA, 12.8.2008 [sist sjekket 22.4.2013]  
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=216069>

Norges bank. Valutakurs for amerikanske dollar (USD) [sist sjekket 22.4.2013]  
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/usd/mnd/>

Kari Vartdal Riise. *Ericsson byr på Tandberg tv*. Publisert 26.2.2007 (Avisartikkel) [sist sjekket 22.4.2013] <http://www.dagensit.no/arkiv/article1339090.ece>

Kari Vartdal Riise. *Tandberg tv svarer*. Publisert 26.2.2007 (Avisartikkel) [sist sjekket 22.4.2013] <http://www.dagensit.no/arkiv/article1339091.ece>

Leonard, Craigh. *Directors' Duties in Takeovers* [sist sjekket 22.4.2013]  
[https://www.boardmember.com/Article\\_Details.aspx?id=7348](https://www.boardmember.com/Article_Details.aspx?id=7348)

Setterwalls M&A report, 2012 [sist sjekket 22.4.2013]  
<http://www.theworldlawgroup.com/files/file/docs/Setterwalls%20MA%20Report%20Jan%202012.pdf>

## 7 Tilbudsdokumenter

"Voluntary Offer to acquire all the shares in Tandberg ASA made by Cisco Systems Netherlands Holdings B.V."

"Voluntary Offer Document and Information Memorandum. Voluntary Offer for all issued and outstanding shares in Tandberg Televisjon ASA. Submitted by Arris Norway AS, A wholly owned subsidiary of Arris Group Inc."

"Voluntary offer to acquire all outstanding shares in Trolltech ASA made by Nokia Corporation"

"Mandatory offer to acquire all issues and outstanding shares in DeepOcean ASA which are not already owned by Trico Shipping AS and included wholly owned subsidiary of Trico Marine Services, Inc."

"Voluntary public cash offer to acquire all issued and outstanding shares in Tandberg Televisjon ASA made by Telefonaktiebolaget LM Ericsson (publ)"

## **8 Avtaledokumenter**

"Transaction agreement dated 1.15.2007, Tandberg Televisjon ASA – ARRIS Group Inc."

"Agreement dated 27. January 2008 between Nokia and Trolltech"

## **9 Statistikk**

BA-HR: Norwegian Public M&A deal study, våren 2012<sup>111</sup>

BA-HR: Norwegian Public M&A deal study, våren 2013

---

<sup>111</sup> Begge undersøkelsene samler statistikk om informasjon som er allment tilgjengelig og offentliggjort for markedet