

UiO : **Det juridiske fakultet**

# Gjennombruddsregelen i Takeover-direktivet

Om det er behov for en gjennombruddsregel i norsk rett og om behovet i tilfellet er ivaretatt gjennom den norske reguleringen

Kandidatnummer: 746

Leveringsfrist: 25. april 2015

Antall ord: 17 494



# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>1</b>
1.1	Bakgrunn.....	1
1.2	Problemstilling.....	2
1.3	Fokus og avgrensning.....	2
1.4	Begrepsbruk.....	2
1.5	Rettskildebildet.....	3
1.6	Den videre fremstilling.....	4
<b>2</b>	<b>BEHOVET FOR EN GJENNOMBRUDDSREGEL.....</b>	<b>5</b>
2.1	Innledning.....	5
2.2	Marked for virksomhetskontroll.....	5
2.3	Fremgangsmåte for oppkjøp.....	6
2.4	Ulike aksjeklasser som hinder for oppkjøp.....	8
<b>3</b>	<b>NOEN UTGANGSPUNKTER.....</b>	<b>9</b>
3.1	Aksjer fri omsettelige.....	9
3.2	Likhetsprinsipp.....	9
3.3	Stemmerettsbegrensninger.....	11
3.3.1	Innledning.....	11
3.3.2	Formålet med stemmerettsbegrensninger.....	12
3.3.3	Ulike typer stemmerettsbegrensninger.....	13
3.4	Myndighetsmisbruk.....	16
3.4.1	Innledning.....	16
3.4.2	Generalklausulene.....	16
3.4.3	Personelle vilkår.....	17
3.4.4	Materielle vilkår.....	17
<b>4</b>	<b>TAKEOVER-DIREKTIVET.....</b>	<b>19</b>
4.1	Innledning.....	19
4.2	Winter-rapporten.....	19
4.2.1	Aksjeeieres beslutningsmyndighet.....	20
4.2.2	Proporsjonalitet.....	20
4.3	Behandling i Kommisjonen og Europarådet.....	21
<b>5</b>	<b>GJENNOMFØRING I NORSK RETT.....</b>	<b>23</b>
5.1	Innledning.....	23

5.2	Verdipapirhandelloven § 6-17 .....	23
5.3	Bestemmelsene i Takeover- direktivet.....	24
5.3.1	Artikkel 9.....	24
5.3.2	Artikkel 11.....	25
5.3.3	Artikkel 12.....	26
5.4	Valgfrihet .....	27
<b>6</b>	<b>BRUK AV GJENNOMBRUDDSREGELN .....</b>	<b>28</b>
6.1	Innledning .....	28
6.2	Vedtektsfestes .....	28
6.3	Kan bruk av gjennombruddsregelen bestrides? .....	31
6.3.1	Ugyldige vedtak og søksmålsadgang .....	31
6.4	Kompensasjon for tapte rettigheter .....	33
6.4.1	Hvem har rett på kompensasjon?.....	33
6.4.2	Hvem skal yte kompensasjon, og hvordan skal denne beregnes og utbetales? 34	
<b>7</b>	<b>ENKELTE MANGLER VED GJENNOMBRUDDSREGELN MED BETYDNING FOR NORSK RETT .....</b>	<b>38</b>
7.1	Innledning .....	38
7.2	Innholdsmessige mangler.....	38
7.2.1	Stemmerettsløse aksjer omfattes ikke.....	38
7.2.2	Pyramidestrukturer omfattes ikke.....	39
7.2.3	Golden shares med statlig eierskap omfattes ikke.....	39
7.3	Problemet med gjennomføringen i norsk rett .....	40
<b>8</b>	<b>KONSEKVENSER VED BRUK AV GJENNOMBRUDDSREGELN .....</b>	<b>41</b>
8.1	Innledning .....	41
8.2	Tap av kontroll.....	41
8.3	Endring av eierstruktur.....	41
8.3.1	Overgang til pyramidestruktur.....	42
8.3.2	Andre virkninger på eierforhold .....	42
8.4	Kan ta i bruk forsvarstiltak etter artikkel 9 .....	43
8.5	Flytter virksomhet .....	44
<b>9</b>	<b>ER DET ET BEHOV FOR EN GJENNOMBRUDDSREGEL OG ER DETTE IVARETATT GJENNOM DE NORSKE REGLENE? .....</b>	<b>45</b>
<b>10</b>	<b>KILDEREGISTER .....</b>	<b>48</b>
10.1	Lover, forskrift og direktiv.....	48

10.1.1	Norske lover og forskrifter .....	48
10.1.2	Utenlandske lover og direktiv.....	48
10.2	Forarbeid .....	48
10.3	Rapporter og forslag.....	48
10.4	Rettspraksis .....	49
10.4.1	Norsk rettspraksis .....	49
10.4.2	Rettspraksis fra EU .....	49
10.5	Juridisk litteratur .....	49
10.6	Personlig meddelelse.....	51

# 1 Innledning

## 1.1 Bakgrunn

Økt oppkjøpsaktivitet internasjonalt har medført en stadig økende regulering av oppkjøpstilbud. Variasjoner i regelverk for oppkjøpstilbud er til dels svært store, mye på grunn av at reglene er utviklet i tråd med de typiske kontrollmekanismene vanlige i de ulike landene. Virksomhetsovertagelser har vært ansett som en viktig faktor for effektiv selskapsledelse som genererer mest mulig overskudd for aksjonærene, samt en allokering av midler til næringsområder i utvikling. En utbredelse av mekanismer og strukturer for å holde kontrollen i selskapet på noen få hender er ansett for å ha en negativ virkning på den effektive ressursbruken oppkjøp av selskaper medfører.

I EU har det lenge vært et mål å skape felles spilleregler for oppkjøpsaktivitet, og etter en lang dragkamp ble det vedtatt et direktiv for overtakelsestilbud (Takeover-direktivet).<sup>1</sup> Direktivet er inspirert av britiske «The City Code of Takeovers and Mergers» som var det første regelverket for oppkjøpstilbud, og som stammer fra 1968.<sup>2</sup> Direktivet inneholder flere regler som vil hindre bruk av forsvarstiltak. Reglene for oppkjøp har siden blitt innført i en rekke land, med til dels store variasjoner i regler om kontrollerende eierskap.

Norsk rett oppfylte direktivets krav på flere punkter, men hadde ingen regler som tilsvarte den såkalte gjennombruddsregelen i direktivet som bestemmer at omsetnings- og stemmerettsbegrensninger på visse vilkår kan settes til side i en oppkjøpssituasjon.<sup>3</sup> Gjennombruddsregelen i Takeover-direktivet er i liten grad behandlet i norsk juridisk teori, men har vært gjenstand for flere faglige diskusjoner i EU. Reglene om gjennombrudd og et nøytralt styre har vært svært omstridt, og er mye av grunnen for den lange behandlingen i EU før en kom til enighet om direktivet. Resultatet ble at gjennombruddsregelen i en noe redusert utgave omsider ble tatt inn i Takeover-direktivet og både art. 9 og 11 ble gjort frivillige.

Denne oppgaven tar for seg de ulike kontrollstrukturene som benyttes i Europa for å opprette kontrollerende blokker i selskapene, og hvilke strukturer vi finner i Norge som kan ha betydning for hvilke resultater en gjennombruddsregel vil få dersom et norsk selskap velger å ta den i bruk. Målet for oppgaven er å gi en oversikt over hva det innebærer for noterte selskaper at det i Verdipapirhandelloven (vphl.)<sup>4</sup> § 6-17 (4) har blitt tatt inn en mulighet for generalforsamlingen til å vedtektsfeste en gjennombruddsregel. Foreløpig har ingen selskaper benyttet seg av denne bestemmelsen, men dersom noen skulle velge å ta regelen i bruk er det nødven-

---

<sup>1</sup> Direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud.

<sup>2</sup> Andenas og Wooldridge 2009 s.505.

<sup>3</sup> Art. 11.

<sup>4</sup> Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel.

dig å se nærmere på hvilken fremgangsmåte som må benyttes og hvilke konsekvenser regelen vil kunne få etter norske forhold.

## **1.2 Problemstilling**

Ettersom gjennombruddsregelen foreløpig er et lite brukt instrument for å bryte gjennom kontrollstrukturer og legge til rette for oppkjøp, er det interessant å foreta en nærmere vurdering av hvordan en slik regel vil fungere under norske forhold. Oppgavens problemstilling er om det er behov for en gjennombruddsregel i norsk rett, og om dette behovet i tilfellet er ivaretatt gjennom den norske reguleringen.

For å svare på dette spørsmålet er det nødvendig å se nærmere på hva som er hensynet bak gjennombruddsregelen, og om de samme hensynene gjør seg gjeldende i norsk rett gjennom å vurdere hvilken innvirkning en gjennombruddsregel vil kunne få dersom den tas i bruk av et norsk selskap. Hvordan regelen er innført i norsk rett vil påvirke effekten av regelen, og om den oppfyller hensikten den er ment å regulere.

## **1.3 Fokus og avgrensning**

Oppgaven retter seg mot oppkjøp av selskaper notert på regulert marked, ettersom overtakelsestilbud som oftest rettes mot selskap med mange aksjonærer. I praksis utgjør dette ofte noterte allmennaksjeselskaper.

Inndeling i ulike aksjeklasser er en utbredt kontrollmekanisme i Norge, og særlig bruk av stemmerettsløse B-aksjer. Fokuset vil dermed være på denne typen stemmerettsregulering, selv om gjennombruddsregelen også har innvirkning på andre typer som vi skal se. I Sverige er det også en utstrakt bruk av ulike aksjeklasser for å beholde kontroll i et selskap, og det er naturlig å gjøre enkelte sammenligninger med Sverige og se nærmere på hvordan forholdene arter seg der.

Oppgaven er i hovedsak basert på de bestemmelsene i Takeover-direktivet som gjelder gjennombruddsregelen, begrensninger for styret i oppkjøpsperioden og frivillig innføring i medlemslandene. Andre regler i direktivet vil bli nevnt hvor det er nødvendig.

## **1.4 Begrepsbruk**

I oppgaven benyttes i stor grad aksjer som illustrasjon på omsettelige verdipapirer. Dette ettersom oppgaven i hovedsak har fokus på kjøp og salg av aksjer i en oppkjøpssituasjon. Med aksjonær og aksjeeier menes innehaver av aksjer. Begrepene brukes noe om hverandre i oppgaven, men er ikke ment å ha ulik betydning. Ledelse benyttes enkelte steder som en samlebetegnelse for styret, daglig leder og andre som er gitt fullmakt til å representere selskapet.

Med oppkjøp menes forsøk på kjøp av aksjer for å få hel eller delvis kontroll i et selskap, oftest mer enn en tredjedel (negativ kontroll) eller halvparten (alminnelig kontroll) av aksjene. Et fiendtlig oppkjøp foreligger når styret og ledelse i målselskapet motsetter seg oppkjøpet.<sup>5</sup> Med målselskap menes selskap som utsettes for oppkjøpsforsøk.

For de tilfeller hvor det refereres fra Takeover-direktivet eller gjengis utdrag fra dette, anvendes engelsk versjon eller norsk oversettelse.

## 1.5 Rettskildebildet

Verdipapirhandelloven og Takeover-direktivet er de sentrale kilder for denne oppgaven etter som hjemmel for bruk av gjennombruddsregelen fremgår av vphl. § 6-17 (4), og det materielle innholdet i regelen fremgår av art. 11 i Takeover-direktivet. Aksjelovene utfyller regelverket. Bestemmelser i Allmennaksjeloven (asal.)<sup>6</sup> samsvarer i stor grad med bestemmelser i Aksjeloven (asl.)<sup>7</sup>, og lovkommentarer til sistnevnte lov er derfor relevante rettskilder for begge lover.

Forarbeidene til regelendring i verdipapirhandelloven for å gjennomføre blant annet Takeover-direktivet gir en viss innsikt i vurderingen som er gjort av norske myndigheter hva gjelder selve gjennomføringen av gjennombruddsregelen i norsk rett. Forarbeidene er imidlertid sparsommelige og problematiserer ikke sentrale deler av regelen. De gir dermed lite veiledning i spørsmålene om for eksempel bruk av regelen og erstatningsutmåling.

Rettspraksis finnes ikke på området ettersom gjennombruddsregelen foreløpig ikke har vært tatt i bruk.

Gjennombruddsregelen er lite behandlet i norsk teori. Med unntak av fremstillingen hos Sjøfjell<sup>8</sup> blir regelen overfladisk behandlet i diverse litteratur om selskapsrett, og da mest i form av en kort redegjørelse uten at man går mer i dybden på innholdet i regelen. Som nevnt innledningsvis har regelen vært gjenstand for diskusjon i Europa forøvrig, og det foreligger flere faglige artikler som tar for seg de ulike aspektene ved regelen. Disse artiklene utgjør grunnlaget denne oppgaven er skrevet på.

---

<sup>5</sup> Bugge 2001 s. 411.

<sup>6</sup> Lov av 13. juni 1997 nr.45 om allmennaksjeselskap.

<sup>7</sup> Lov av 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper.

<sup>8</sup> Sjøfjell 2009

## **1.6 Den videre fremstilling**

I kapittel 2 redegjøres det for behovet for en gjennombruddsregel i norsk rett, deretter gis det en oversikt over aktuelle rettslige utgangspunkter og hovedregler for den videre behandlingen i kapittel 3. Det gis en fremstilling av formål og hensyn bak Takeover-direktivet i kapittel 4, og i kapittel 5 redegjøres det for hvordan de omdiskuterte reglene om et nøytralt styre og gjennombruddsregelen er tatt inn i norsk rett. Selve fremgangsmåten for å kunne ta i bruk en gjennombruddsregel følger av kapittel 6. Til slutt vises det til enkelte mangler ved gjennombruddsregelen i kapittel 7 og hvilken virkning regelen vil kunne få i kapittel 8, mens kapittel 9 oppsummerer funnene.



## **2 Behovet for en gjennombruddsregel**

### **2.1 Innledning**

Så langt har ingen selskaper benyttet seg av gjennombruddsregelen. Winter- rapporten<sup>9</sup> bygger på en forutsetning om at barrierer som hindrer oppkjøp er negative for markedet. Gjennombruddsregelen bygger på idealet om «en aksje, en stemme» prinsippet. Er det egentlig et behov for en slik regel?

En gjennombruddsregel vil tilsidesette omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i tilbudsperioden. Aksjonærer som sitter på et mindretall av aksjene, men har majoriteten av stemmene ved generalforsamling vil miste den kontrollen de kan utøve i selskapet. Tanken bak «en aksje, en stemme», er at et fåtall av aksjonærene som bærer en liten del av aksjekapitalen ikke skal kunne utøve kontroll over selskapet, men at kontrollen skal samsvare med den økonomiske risiko som er tatt. Prinsippet er i tråd med likhetsprinsippet som redegjøres for nærmere i kapittel 3. Minoritetsaksjonærene (som i mindretallet av stemmer ved generalforsamling, ikke i antall aksjer) vil ved bruk av gjennombruddsregelen få økt kontroll over beslutninger som tas for selskapet, noe som igjen medfører et bedre vern for minoritetsaksjonærene ved at det ikke blir tatt beslutninger som de ikke er enige i. Imidlertid inneholder art. 5 i Takeoverdirektivet en regel om tvunget tilbud, jf. vphl. § 6-1, som gir alle aksjonærer en mulighet til å få solgt seg ut av selskapet i tilfellet oppkjøp. Dette skulle tilsi at minoritetsaksjonærene allerede nyter godt av et vern, og av den grunn har ikke gjennombruddsregelen noe selvstendig betydning.

Regelen om tvunget tilbud gir allikevel bare en rett til å selge seg ut av selskapet, hva så med de aksjonærene som ikke ønsker å selge? En gjennombruddsregel kan være et nyttig virkemiddel for å kunne bli værende i selskapet uten å bli overkjørt av flertallet i tilfellet oppkjøp. Men da kan man spørre seg om hvorfor vedkommende aksjonær(er) kjøpe stemmerettsløse aksjer i utgangspunktet. De var allerede på kjøpstidspunktet klar over den manglende innflytelsen kjøpet medfører. Kjøp av aksjer uten stemmerett er ofte en kortsiktig investering, basert på et ønske om gevinst ved salg av aksjene og ingen intensjon om et langvarig eierskap i selskapet. Behovet for en gjennombruddsregel kan se ut til å ha andre grunner enn beskyttelse av minoritetsaksjonærer.

### **2.2 Marked for virksomhetskontroll**

Marked for virksomhetskontroll er et marked hvor det handles kontrollerende kapitalandelsposter, og dermed kontroll over selskaper.<sup>10</sup> Takeover-direktivet bygger på en forutsetning om

---

<sup>9</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids.

<sup>10</sup> Christensen 2014 s.260.

at et slikt marked for oppkjøp gir en positiv effekt på selskapet. I teorien anser man trusselen om oppkjøp for å påvirke selskapers styre og ledelse til å drifte selskapet best mulig, og generere størst mulig overskudd for aksjonærene. Ved å prestere best mulig er tanken at tilfredse aksjeeiere ikke ønsker å bytte ut ledelsen, og at selskapet dermed ikke blir utsatt for et oppkjøpsforsøk. Oppkjøp blir med det en følge av at styre og ledelsen ikke gjør en god nok jobb. Denne tankegangen legger til grunn at et nytt styre vil kunne gjøre en bedre jobb enn det gamle, og at selskapets verdier øker. Oppkjøp gir en disiplinerende effekt, og er mest aktuelle for selskaper med spredt eierskap ettersom det er vanskeligere for aksjonærene i slike selskaper å følge opp styret og ledelsen selv.<sup>11</sup> Et marked for oppkjøp kan også gjøre det lettere å tilpasse seg endringer i næringslivet, gjennom at kapital flyttes fra områder med lite vekst til nye og innovative satsningsområder, samt at man får utnyttet synergieffekter.<sup>12</sup> Det er av den grunn ønskelig med minst mulig hindringer av oppkjøp. Winter-rapporten bygger på antagelsen om at virksomhetsovertagelse er en viktig faktor for å etablere et åpent og integrert kapitalmarked, og at mekanismer og strukturelle hinder for oppkjøp uansett hvordan de er rettferdiggjort bør fjernes.<sup>13</sup> Reglene om et nøytralt styre og gjennombrudd er av sentral betydning for tilretteleggingen av et felles europeisk marked.

Sjåfjell har imidlertid pekt på enkelte momenter som bryter med den positive innstillingen til hvilke effekt et marked for virksomhetskontroll vil ha.<sup>14</sup> Blant annet at det ikke er selskaper som presterer dårlig som er mest utsatt for oppkjøp, heller at størrelsen har en mer fremtredende rolle. Store selskaper kan komme til å øke sin størrelse for å unngå oppkjøp, fremfor å forbedre effektiviteten. Undersøkelser viser at oppkjøp av større selskaper ikke fører til bedre produktivitet. Det er generelt lite som tyder på at oppkjøp har en positiv effekt på selskapet. Videre vil selskaper som utsettes for oppkjøp gjerne oppleve en økning i aksjeprisen. Det gjør oppkjøpet gunstig for de aksjonærene som velger å selge og som dermed får utnyttet prisøkningen. For aksjonærene i tilbyderselskapet er effekten motsatt. Den kortsiktige effekten på målselskapets aksjer er ikke nødvendigvis bare positivt for markedet som helhet, flere aspekter enn kun selgende aksjonærers vinning må tas med i betraktning og et marked for virksomhetskontroll ikke kan ses på som utelukkende positivt.

### **2.3 Fremgangsmåte for oppkjøp**

Fremgangsmåten ved et oppkjøp er at tilbyder fremlegger et offentlig tilbud til aksjonærene i et selskap om kjøp av deres aksjer på fastsatte vilkår. Noterte selskaper har mange aksjonærer, imidlertid er det ikke uvanlig med en kontrollerende aksjeeier også i selskaper på børs. Hvor

---

<sup>11</sup> Sjåfjell 2009 s.325.

<sup>12</sup> Christensen 2014 s. 260 og Sjåfjell 2009 s. 324-325.

<sup>13</sup> Winter-rapporten s. 26.

<sup>14</sup> Sjåfjell 2009 s.327-334.

dette er tilfellet vil tilbyder gjerne forsøke å få i gang forhandlinger med vedkommende som sitter på den kontrollerende eierposten om kjøp av dennes aksjer. Dette kan ha flere fordeler, blant annet at ved enighet mellom partene kan dette gi et signal til øvrige aksjonærene om at det dreier seg om et godt tilbud som det er lettere for dem å slutte seg til. Kommer partene til enighet vil derfor et lignende tilbud bli gitt de øvrige aksjonærene. Kommer en ikke til enighet vil det ofte være nytteløst å fremsette tilbud overfor øvrige aksjonærer ettersom en da sannsynligvis ikke vil oppnå en kontrollerende eierpost. I selskaper uten kontrollerende aksjonær vil tilbudet fremsettes direkte til alle aksjonærene.<sup>15</sup> I et selskap med mange aksjonærer kan det fort bli svært komplisert for investor å forhandle med alle aksjonærene direkte, og investor vil gjerne forhandle direkte med målselskapet.<sup>16</sup>

I alle tilfeller vil det være ønskelig for tilbyder at styret i selskapet støtter oppkjøpet. Styret er etter vphl. § 6-16, jf. § 6-19 pliktig til å uttale seg om tilbudet, og det lønner seg følgelig for tilbyder om styret stiller seg positive før tilbudet offentliggjøres. Uten styrets støtte kan et fremsatt tilbud oppfattes som fiendtlig og en trussel mot styret og ledelsens stilling, og det vil gjerne bli forsøkt iverksatt forsvarstiltak.

Forsvarstiltak kan deles i to grupper, tiltak som iverksettes før overtakelsestilbud er fremsatt og tiltak som iverksettes etter overtakelsestilbud er fremsatt. Førstnevnte tiltak tar sikte på å forhindre eller vanskeliggjøre potensielle fremtidige oppkjøp og er mye brukt i Europa<sup>17</sup>. Slike forsvarstiltak kan typisk være aksjer som gir mer enn en stemme, stemmerettsløse aksjer, aksjer som gir rett til å utnevne styremedlem og lignende (golden shares), pyramide strukturer og kryssende eierskap. Etterfølgende tiltak forsøker å vanskeliggjøre eller stenge for gjennomføring av fremsatt tilbud. Typiske forsvarsstrategier for denne gruppen er salg av viktige eiendeler eller deler av virksomheten, kjøp av aksjer i tilbyders selskap og innhente mottilbud. Art. 9 i Takeover-direktivet regulerer etterfølgende tiltak, mens art. 11 vil ha effekt på tiltak før tilbud er fremsatt.

Forsvarsstrategier kan ofte virke ødeleggende på målselskapet. Salg av viktige eiendeler eller sentrale deler av selskapet kan forhindre et oppkjøp, men føre til at målselskapet sitter sterkt redusert tilbake. Inndeling i ulike aksjeklasser kan påvirke prisen på selskapets aksjer, og i tillegg gjøre selskapet mindre attraktivt å investere i. Forsvarstiltak fra ledelsen vil dessuten medføre at aksjonærene ikke får avgjørende myndighet i spørsmålet om salg av selskapet eller ikke. Det er generelt ansett som negativt at risikotagerne ikke også skal være beslutningstagerne i tilfellet av oppkjøp. For å unngå iverksettelse av forsvarstiltak er det hensiktsmessig enten

---

<sup>15</sup> Skog 2004 s. 1441.

<sup>16</sup> Bugge 2011 s. 226-227.

<sup>17</sup> Ipekel 2005 s.341.

å komme til enighet med styret i målselskapet, eller at det finnes regler som forhindrer utstrakt bruk av forsvar.

## **2.4 Ulike aksjeklasser som hinder for oppkjøp**

Diskusjonen omkring gjennombruddsregelen i Takeoverdirektivet dreide seg om hvordan oppkjøp var et viktig restruktureringstiltak av selskaper i EU. Det var derfor ønskelig å fjerne hinder for oppkjøp. Dersom inndeling i aksjeklasser med ulik stemmerett skulle utgjøre et slikt hinder for oppkjøp, burde dette tilsi at det ville være mindre bruk av ulike aksjeklasser i selskaper utsatt for oppkjøp enn i noterte selskaper for øvrig, og at det var færre oppkjøp av selskaper med ulike aksjeklasser.

En svensk undersøkelse av 245 svenske noterte selskaper som ble kjøpt opp i perioden 1990 til 2002 viste imidlertid at 157 (64 %) av selskapene hadde flere aksjeklasser med ulik stemmerett. Noe som ikke er langt unna bruken i øvrige selskaper som lå på 69 %.<sup>18</sup> Dette tyder på at aksjeklasser med ulik stemmerett ikke utgjør et hinder for oppkjøp. Dette støttes av at 22 overtakelsestilbud rettet mot svenske selskaper med flere aksjeklasser i perioden 1990 til 2002 mislyktes som følge av institusjonaliserte investorers misnøye over tilbudt pris eller kursutviklingen til tilbyders aksjer, finansieringsproblemer hos tilbyder eller innvending fra konkurransemyndigheter. Kun i to tilfeller skyldtes det mislykkede oppkjøpsforsøket at selskapet hadde aksjer med ulik stemmerett.<sup>19</sup>

Inndeling i aksjeklasser er et bevisst valg tatt av aksjonærene. En investor som har kjøpt aksjer uten for eksempel stemmerett, gjorde også et bevisst valg (forutsatt at inndelingen i aksjeklasser var synlig). En tilsidesettelse av aksjeklasser medfører dermed at de valgene som er blitt tatt av aksjonærer og investorer, gjerne i flere omganger, ikke blir respektert.<sup>20</sup> Dersom idealet er et fritt marked, bør man ikke da respektere nettopp de valgene aktørene i markedet tar? Og er det ikke tenkelig at dersom inndeling i aksjeklasser utgjorde et uheldig hinder, så ville markedsstrukturene medføre at dette hinderet forsvant dersom det var uattraktivt for investorene? Omfanget av aksjeklasser har sunket, men fortsatt er ulike aksjeklasser en relativt utbredt kontrollmekanisme. Det tyder på at ulike aksjeklasser fortsatt er ønsket blant aksjonærene.

---

<sup>18</sup> Skog 2004 s. 1450.

<sup>19</sup> Ibid.

<sup>20</sup> Sjøfjell 2009 s. 429.

### **3 Noen utgangspunkter**

#### **3.1 Aksjer fri omsettelige**

Hovedregelen om aksjers frie omsettelighet fremgår av asal.§ 4-15. Av bestemmelsen følger at *«aksjer kan skifte eier ved overdragelse og på annen måte for så vidt annet ikke er bestemt i lov, selskapets vedtekter eller avtale mellom aksjeeierne.»*

Hensynet bak hovedregelen er først og fremst hensynet til aksjonærene og deres mulighet til å kunne selge seg ut av selskapet.<sup>21</sup> Behovet er ekstra tydelig for en mindretallsaksjonær i en oppkjøpssituasjon der kontrollen i selskapet endres. For å slippe å bli sittende med en aksjepost i et selskap hvor man har liten innflytelse er det nødvendig å kunne tre ut av selskapet ved å få solgt aksjene i annenhåndsmarkedet. At aksjonærene kan få solgt aksjene til markedspris medfører også at det blir lettere å hente inn kapital ved aksjetegning. For en investor med et kortsiktig perspektiv uten interesse i å drive selskapet kan det være avgjørende i vurderingen om det er en attraktiv investering eller ikke.

Det følger også av Børsloven<sup>22</sup> § 24 (2) at omsettelige verdipapirer skal være *«fritt omsettelige»*. Handel med aksjer skal skje på en redelig, velordnet og effektiv måte, og på denne måten legge til rette for et effektiv og velfungerende marked. Et velfungerende marked er av avgjørende betydning for selskapers mulighet til å få finansiert sin virksomhet, noe som ofte er et hovedhensyn bak avgjørelsen om notering på børs.

Utbredt bruk av omsetningsbegrensninger vil virke hemmende på markedets mulighet til å være en effektiv finansieringskanal. Av den grunn er det et begrenset antall selskaper som har vedtektsfestet slike. Lovbestemte begrensninger i omsetning av aksjer gjelder ikke allmennaksjeselskaper. Vedtektsfestede begrensningene kan gå ut på samtykkekrav, forkjøpsrett og personklausuler. Avtalebaserte begrensninger har en fordel ved at avtalene ikke må offentliggjøres, men vil gjerne virke mot sin hensikt for de fleste selskaper ettersom en ustrakt bruk av slike avtaler kan virke demotiverende på investorer som får vite om begrensninger først etter kjøp av aksjer. Investorer kan bli skeptiske til investeringer dersom de ikke får alle nødvendige opplysninger, noe som igjen vil føre til et mindre effektivt marked.

#### **3.2 Likhetsprinsipp**

Det fremgår av asal. § 4-1 at *«alle aksjer gir lik rett i selskapet»*, med mindre annet følger av lov eller vedtektene. Bestemmelsen gir uttrykk for et likhetsprinsipp knyttet til likebehandling av aksjer. Det stilles ikke samme krav til likebehandling av aksjonærer, men i realiteten vil

---

<sup>21</sup> Andenæs 2006 s. 156.

<sup>22</sup> Lov av 29. juni 2007 nr.74 om regulerte markeder.

likebehandling av aksjer innebærer likebehandling av aksjonærer i samme faktiske situasjon, ettersom aksjonærrettigheter i utgangspunktet er knyttet til aksjeinnehav og at aksjene skal være av samme størrelse (jf. asal. § 3-1(2)).<sup>23</sup> Prinsippet om likebehandling finner man igjen i andre bestemmelser, slik som asal. § 5-4 om at hver aksje gir en stemme og § 10-4 om fortrinnsrett for aksjeeiere ved kapitalforhøyelse i forhold til eierandel.

Asal. § 4-1 gir uttrykk for en formell likhet, ved at aksjen gir lik rett uavhengig av hvem som eier den, det kan være en storaksjonær eller en småaksjonær.<sup>24</sup> Bestemmelsen tar videre høyde for relativ eierposisjon, og er ikke i stri med majoritetsprinsippet som ligger til grunn for aksjelovene. Eier av en større aksjepost vil kunne utøve større kontroll over selskapet som følge av at rettigheter er knyttet til hver aksje uten at dette utgjør en ulovlig forskjellsbehandling. Det bestemmelsen sikter på å ramme er den usaklige forskjellsbehandling. Det betyr at også ulike tilfeller som behandles likt kan være i strid med likhetsprinsippet. En fravikelse som skjer i selskapets interesse kan være berettiget, men må bero på en konkret og skjønnsmessig avveining mellom selskapet interesser og hensynet til de øvrige aksjonærene.<sup>25</sup>

Reglene om myndighetsmisbruk i asal. §§ 5-21 og 6-28 supplerer likhetsprinsippet gjennom å legge til grunn et materielt likhetsprinsipp ved å rette seg mot den faktiske virkningen av en beslutning.<sup>26</sup> Vphl. § 5-14 er grunnlaget for likhetsprinsippet for allmennaksjeselskaper registrert på børs, og stiller krav om at utstedere av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne og ikke utsette dem for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra felles interesser. Bestemmelsen skiller seg noe fra aksjelovene ved at den først og fremst er rettet mot likebehandling av aksjeeiere, og ikke aksjene i seg selv, og kan gjerne sies å være en kombinasjon av likhetsprinsippet og reglene om myndighetsmisbruk.

Den tette tilknytningen til reglene om myndighetsmisbruk gjør at det kan være nyttig med en grundig redegjørelse av generalklausulene, særlig ettersom de retter seg mot de faktiske virkninger av beslutninger som tas av styret og ledelse eller av generalforsamling. Jeg gjør først rede for stemmerettsbegrensninger ettersom disse utgjør et unntak fra likhetsprinsippet, deretter ser jeg nærmere på reglene om myndighetsmisbruk.

---

<sup>23</sup> Andenæs 2006 s. 132.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> Ibid. s. 134.

<sup>26</sup> Truyen 2005 s. 102.

### 3.3 Stemmerettsbegrensninger

#### 3.3.1 Innledning

Etter asal. § 5-4 (1) er utgangspunktet at *«hver aksje gir en stemme når noe annet ikke følger av loven eller vedtektene.»* Imidlertid fremgår det av 2 og 3 pkt. at vedtektene *«kan inneholde bestemmelser om stemmerettsbegrensning som er knyttet til person»*, og videre *«kan det også fastsettes at aksjene i en aksjeklasse ikke skal gi stemmerett eller skal ha begrenset stemmevekt.»* Det følger av bestemmelsen at dersom det samlede pålydende av aksjer i selskapet med slike stemmerettsbegrensninger *«skal utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen i selskapet»* kreves godkjenning av departementet.

Stemmerettsbegrensninger kan knyttes til person eller til aksje. Begrensninger knyttet til person (juridisk eller fysisk) vil ikke følge aksjen dersom den bytter eier.<sup>27</sup> Slik begrensning kan typisk være kvantitative begrensninger slik som såkalt stemmetak, der det ikke er mulig å stemme for mer enn 10 % av aksjene, eller motsatt at stemmerett bare kan utøves av aksjonærer som har et visst antall aksjer. Det kan også vedtektsfestes kvalitative begrensninger som at stemmerett kun kan utøves av aksjonærer med nærmere angitte egenskaper.

Begrensning knyttet til aksjen kan være inndeling i aksjeklasser, der aksjer i en klasse ikke gis stemmerett. Ved erverv av slike aksjer følger begrensninger med, og ny eier vil ikke få stemmerett. Inndeling i aksjeklasser er i tråd med asal. § 4-1 (1) 2 pkt. om at det i vedtektene kan *«bestemmes at det skal være aksjer av ulike slag (flere aksjeklasser).»* Det fremgår ikke av selve aksjen hvilke begrensninger som eventuelt er knyttet til den, dette må en inn i vedtektene for å finne ut. Etter § 4-1 (1) 3 pkt. skal vedtektene angi *«hva som skiller aksjeklassene, og aksjenes samlede pålydende innen hver klasse»*. Vedtektene er som oftest lett tilgjengelige og ligger gjerne ute på selskapets hjemmesider, så det er forholdsvis enkelt å skaffe seg kunnskap om hvilke begrensninger som er knyttet til aksjene det handles i.

Norge har i dag tre selskaper notert på Oslo Børs som har to noterte aksjeklasser. Det er Od-fjell SE, Hafslund ASA og Wilh. Wilhelmsen Holding<sup>28</sup>. Det fremgår av vedtektene til disse selskapene at B aksjene er uten stemmerett, men for øvrig har alle rettigheter i behold. Norge skiller seg noe fra andre land med ulike aksjeklasser, ettersom det der er mer vanlig at A aksjen har flere stemmer knyttet til seg, mens B aksjen bare gir en stemme. Det har vært en nedgang i antall selskaper med ulike aksjeklasser notert på Oslo Børs. Årsaken kan være Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse som har som utgangspunkt at selskaper bør ha kun en aksjeklasse. Anbefalingen bygger på et «comply or explain» prinsipp, som in-

---

<sup>27</sup> Andenæs 2006 s.299.

<sup>28</sup> Personlig meddelelse, Dyvik.

nebærer at selskap som fraviker anbefalingen må forklare grunnen til det. Det er også omdiskutert om inndeling i aksjeklasser påvirker omsetteligheten til aksjene ved at investorer oppfatter stemmerettsløse aksjer som mindre attraktive investeringsobjekter. Det er imidlertid selskaper som har ulike aksjeklasser, men hvor kun en er notert. Et nylig eksempel er RAK Petroleum som ble notert høsten 2014.<sup>29</sup> Vi kan dermed ikke gå ut fra at det er skjedd en nedgang i inndelingen i aksjeklasser basert på lavere antall selskaper med flere noterte aksjeklasser, og det ser ut til at det fortsatt er ønskelig fra selskapene sin side å kunne inndele i ulike aksjeklasser.

### 3.3.2 Formålet med stemmerettsbegrensninger

Innføring av stemmerettsbegrensninger handler i første rekke om kontroll i selskapet. Et selskap kan ha behov for økt kapital, uten at eierne ønsker å gi fra seg kontrollen over selskapet. Denne situasjonen foreligger typisk for en gründerbedrift. For å utvikle et produkt ytterligere kan det være behov for tilførsel av mer kapital, men gründerne ønsker ikke å måtte frasi seg kontrollen over selskapet eller ta opp lån. Innhenting av kapital kan da skje gjennom en emisjon der investor tegner aksjer uten stemmerett. Ved å utstede nye aksjer i en annen aksjeklasse (som ikke har stemmerett på generalforsamling), kan man hente inn nødvendig kapital uten å risikere å miste styringen over selskapet. Det skaper økt fleksibilitet ved at investorer som ikke er interessert i å delta i driften av selskapet, kun den finansielle investeringen, kan bidra med finansieringen av selskapet.

Stemmerettsbegrensning kan forenkle et generasjonsskifte i familiebedrifter. Ved en inndeling i aksjeklasser kan senior overføre stemmerettsløse aksjer til junior, samtidig som han beholder aksjene som gir stemmerett selv. På denne måten kan senior beholde kontrollen over selskapet, mens junior får del i utbytte. Eventuelt kan det også gis en fortrinnsrett til utbytte for de stemmerettsløse aksjene.

Konsentrert eierskap i et selskap har en fordel ved at man unngår at ledelsen i selskapet får for mye makt. I et selskap med spredt eierskap med mange aksjonærer kan man lett havne i den situasjonen at det er et fåtall av aksjonærene som møter på generalforsamling. Det er ønskelig med aktive og engasjerte aksjonærer, faren er at dess mindre aksjepost betyr dess mindre engasjement. Dette kan øke risikoen for at styret og ledelsen i selskapet forfølger egne interesser fremfor å ivareta aksjonærenes. Stemmerettsbegrensninger vil på denne måten bidra til konsentrert eierskap som kan disiplinere ledelsen og øke aksjonærenes innflytelse på driften.

---

<sup>29</sup> Personlig meddelelse, Dyvik.



For denne oppgaven er det mest aktuelt å se på hvordan stemmerettsbegrensninger kan hindre fiendtlig oppkjøp. En oppkjøper som kun får kjøpe stemmerettsløse aksjer eller kun får stemme for en viss prosentandel av aksjene vil ikke få innflytelse over styret og dermed innflytelse over driften av selskapet. Styret velges av generalforsamlingen med vanlig flertall, jf. asal.§ 6-3. For en investor med et langsiktig perspektiv kan stemmerettsbegrensninger hindre oppkjøp.

Et eksempel er UNI Storebrand forsøk i 1991-1992 på å kjøpe opp forsikringsselskapet Skandia. Skandia hadde en stemmerettsbegrensning som gikk ut på at en aksjonær kunne ha maksimalt 30 stemmer på generalforsamling. UNI Storebrand samarbeidet med SE-Banken om å erverve aksjemajoriteten i Skandia, slik at de kunne få tilstrekkelig innflytelse i generalforsamling til å dele opp selskapet seg imellom. Samarbeidet strandet av ulike årsaker, og det samme gjorde forsøk på samarbeid med andre aksjonærer i Skandia. Stemmerettsbegrensningen i Skandia kompliserte oppkjøpsforsøket i så stor grad at oppkjøpet til slutt mislyktes til tross for at UNI Storebrand sammen med to alliansepartnere kontrollerte over halvparten av aksjene.<sup>30</sup>

En begrensning i stemmerett som gjør et oppkjøp uattraktivt vil kunne hindre finansiering, som ofte er hovedårsaken til at selskaper børsnoteres i første omgang. Det kan videre hindre målet om et integrert kapitalmarked i EU/EØS, og er en av årsakene til at det ved arbeidet med Takeover-direktivet ble foreslått en gjennombruddsregel hvor stemmerettsbegrensninger ble satt til side dersom tilbyder som følge av tilbudet oppnådde 75 % av aksjekapitalen. Dette kommer jeg nærmere tilbake til under.

### 3.3.3 Ulike typer stemmerettsbegrensninger

Stemmerettsbegrensninger har vært gjenstand for kritikk. På den ene siden kan det argumenteres for at slike begrensninger kan dempe iveren hos investorer, og på den annen side at det som følge av den transparenssom finnes i markedet i dag er klart hvilke aksjer som har medfølgende begrensninger og at investorene selv kan gjøre seg opp en velfundert mening før de investerer i selskapet. Sistnevnte syn støttes av at det ikke er store variasjoner i kursen mellom aksjer med stemmerett og aksjer uten, og begge ser ut til å være attraktive investeringer. Imidlertid har antallet børsnoterte selskaper med stemmerettsbegrensninger sunket, noe som indikerer at investorer ikke ønsker slike begrensninger på aksjene. Hvilke stemmerettsbegrensninger som er knyttet til aksjene kan variere, og typen begrensning kan ha stor betydning. Som vi skal se senere har det betydning for anvendelsesområdet til gjennombruddsregelen. Det kan av den grunn være nyttig å se nærmere på noen av de mer sentrale begrensninger som benyttes.

---

<sup>30</sup> NOU 1994: 7.

### *3.3.3.1 Stemmerettsbegrensninger knyttet til aksjer*

#### *3.3.3.1.1 Ulike aksjeklasser*

Inndeling i aksjeklasser er en relativt vanlig kontrollmekanisme i Europa. Hva som er ulikheten mellom aksjeklassene kan variere. Noen aksjer kan gis fortrinnsrett til utbytte eller andre utbetalinger,<sup>31</sup> enkelte aksjer kan kun eies av bestemte personer, noen aksjer kan gis flere stemmer,<sup>32</sup> mens andre igjen ikke gis stemmerett overhodet. Ofte vil stemmerettsløse aksjer være tilknyttet en fortrinnsrett til utbytte eller annen form for økonomisk fordel som en kompensasjon for manglende stemmerett. Etter norsk rett stilles det ikke krav om dette, og selskapene står fritt til å utforme vedtektene slik de selv ønsker.

Mens vi i Norge som oftest finner en inndeling i A-aksjer med stemmerett, og B-aksjer uten stemmerett, er det vanligere i andre land at A-aksjene gis flere stemmer, mens B-aksjene har kun en stemme. Slik inndeling finnes for eksempel i Sverige, dog med den begrensning om at ingen aksjer kan ilegges mer enn 10 ganger stemmeverdi enn andre aksjer av samme størrelse.

#### *3.3.3.1.2 Golden shares*

Såkalte golden shares er mer en stemmerettsregulering enn en begrensning. Reguleringen går ut på at enkelte aksjer gir særlige rettigheter fastsatt i selskapets vedtekter eller ved lov. Aksjene kan gi vetorett, rett til å utnevne styremedlem eller til å instruere styret i driften av selskapet. En typisk situasjon der slik regulering benyttes er hvor staten som ledd i privatisering har beholdt en golden share selv og dermed beholdt innflytelsen over sentrale beslutninger i selskapet.

Denne typen regulering har vært utsatt for kritikk av EU Kommisjonen som mener bruken begrenser EU-traktatens frie kapitalbevegelse. Rettspraksis fra EU-domstolen i saker anlagt av Kommisjonen mot medlemsstater har slått fast at nasjonale ordninger om begrenser fri bevegelse kan være tillatt, men lagt vekt på at reglene skal utgjøre et passende middel i forhold til hva som ønskes oppnådd og at de ikke går lenger enn hva som er nødvendig for å nå målet.<sup>33</sup>

### *3.3.3.2 Stemmerettsbegrensninger knyttet til person*

#### *3.3.3.2.1 Eierbegrensninger*

En måte å begrense stemmerett på er ved å innføre en bestemmelse om at en aksjonær kun kan eie en viss andel av selskapskapitalen. For selskaper notert på børs er det et krav om spredt eierskap, der minst 25 % av aksjene skal være spredt på allmennheten, jf. Børsforskrif-

---

<sup>31</sup> Såkalt preferanseaksjer.

<sup>32</sup> Multiple share votes.

<sup>33</sup> Christensen 2014 s.157-158, jf. C-367/98, C-483/99 og C-503/99 av 4.juni 2002.

ten § 4 (4).<sup>34</sup> Eierstruktur har stor betydning for styringen og dermed verdien av selskaper. Spredning av eierskapet utgjør en generell svekkelse av aksjonærinnflytelsen, som igjen medfører at eierne av kapitalen sine interesser ikke ivaretas fullt ut. Aksjonærenes interesse er i utgangspunktet å oppnå størst mulig avkastning på sin investering, mens ledelsen i selskapet ofte legger større vekt på faktorer som selskapets virksomhet, ansatte og egen personlig prestige eller økonomiske situasjon.<sup>35</sup>

#### 3.3.3.2 Stemmetak

Når en aksjonær ikke kan stemme for mer enn en viss andel av samlet antall stemmer eller kapital i et selskap utgjør dette et såkalt stemmetak. Bestemmelser om stemmetak vil ofte være utformet slik at aksjonærer med interessefelleskap anses som en eier. Det foretas en konsolidering slik at ingen kan samarbeide for å få kontrollen over selskapet. Maksimumsgrensen vil gjerne bli utformet som en prosentandel av det totale antall aksjer i selskapet, av den totale kapitalen eller av antallet avgitte stemmer på generalforsamling. Det er mulig å kombinere ulike løsninger.

Formålet med stemmetak er å spre kontrollen i selskapet. Så lenge en aksjonær ikke kan stemme for mer enn en viss andel av stemmene, vil det ikke gjennom å kjøpe seg opp ytterligere i selskapet være mulig å utøve mer makt.

#### 3.3.3.2.3 Stemmegulv

Det kan også stilles krav om innehav av et visst antall aksjer for å kunne stemme på generalforsamling. Det stilles med andre ord et minimumskrav til eierandel for at aksjonæren i det hele tatt skal kunne benytte stemmeretten. En slik begrensning er av kvantitativ art, lik som for stemmetak. Stemmegulv vil sentrere makten i selskapet fremfor å spre den.

#### 3.3.3.2.4 Egnethetskrav

En form for kvalitativ stemmerettsbegrensning er at stemmerett kan knyttes til visse egenskaper hos aksjonæren, og hvor kun innehavere av disse egenskapene kan stemme på generalforsamling. Slik kan man unngå at visse personer eller grupper får tilgang til å utøve innflytelse i selskapet, og man kan sikre at kun personer med kjennskap til bransjen kan påvirke retningen til selskapet. Hvilke krav som stilles vil ofte variere med hvilken virksomhet selskapet driver og hva som er selskapets formål.

---

<sup>34</sup> Forskrift av 29. juni 2007 nr. 875 om regulert marked.

<sup>35</sup> Christensen 2014 s.181.

## 3.4 Myndighetsmisbruk

### 3.4.1 Innledning

Myndighetsmisbruk foreligger når generalforsamling eller ledelsen i et selskap ikke utøver sin kompetanse slik forutsatt. Aksjonærene kan kun utøve sin myndighet gjennom å stemme på generalforsamling, mens ledelsens kompetanse strekker seg til flere disposisjoner som del av driften av selskapet. Både aksjonærene og ledelsen har en lojalitetsplikt. Aksjonærene har en plikt til å respektere andre aksjonærers interesser og ikke misbruke sin innflytelse,<sup>36</sup> mens ledelsen i første rekke skal ivareta interessen til selskapet.

Asal. inneholder to generalklausuler om myndighetsmisbruk, hvor § 5-21 gjelder aksjonærenes myndighetsmisbruk, mens § 6-28 retter seg mot ledelsens myndighetsmisbruk. I en oppkjøpssituasjon vil bestemmelsene hindre at styret eller generalforsamling treffer beslutninger som ikke er i fellesskapets beste, men som forfordeler i urimelig grad en gruppe på bekostning av andre.

### 3.4.2 Generalklausulene

Generalforsamlingen er selskapets øverste myndighet, jf. asal. § 5-1. Aksjonærene har gjennom å stemme på generalforsamling kompetanse til å treffe alle avgjørelser som bestemmer retningen for selskapet. Generalforsamlingen er gitt en vid kompetanse, og det er behov for regler som regulerer myndighetsutøvelsen. Etter asal. § 5-21 kan ikke generalforsamlingen «*treffe noen beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.*» Hovedformålet med reglene om myndighetsmisbruk er å beskytte aksjeminoriteten.<sup>37</sup> De fleste av generalforsamlingens beslutninger kan treffes ved vanlig flertall, jf. asal. § 5-17 eller kvalifisert flertall, jf. §§ 5-18 og 5-19, og majoriteten har dermed kompetanse til å treffe beslutninger med betydning for aksjekapitalen. Et majoritetsprinsipp er nødvendig av hensyn til effektiviteten, men da stilles det krav om beskyttelse av mindretallsaksjonærene. Regelen om myndighetsmisbruk setter en skranke for hvordan flertallet kan disponere sin kompetanse.

Styret og ledelsen står for forvaltningen av selskapet og er ofte gitt vidtgående fullmakter som gir dem stort handlingsrom. Styret er avhengig av fleksibilitet til å utøve sin funksjon, samtidig er det nødvendig å sette visse begrensninger for utøvelsen for å sikre aksjonærene mot at ledelsen foretar disposisjoner som ikke er i tråd med aksjonærenes eller selskapets interesser. Styret og andre som etter asal. §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet kan etter asal. § 6-28

---

<sup>36</sup> Truyen 2005 s. 31-32.

<sup>37</sup> Ibid. s. 82.

ikke «foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.»

### 3.4.3 Personelle vilkår

De personelle vilkår i generalklausulene kan deles opp i de som er beskyttet av bestemmelsene og de som er forpliktet, henholdsvis rettighetssubjekter og pliktsubjekter.

Pliktsubjektene er etter § 5-21 «*generalforsamlingen*», og etter § 6-28 «*styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet*». Gruppen aktører som er forpliktet etter bestemmelsene er dermed en rimelig klart avgrenset gruppe.

Interessene som beskyttes er «*andre aksjeeieres eller selskapets*». Innholdet i begrepet aksjeeiere synes rimelig klart. For det første må man være eier av aksjer i selskapet (innehaver av tegningsretter eller lignende er ikke tilstrekkelig), og det er selve eier-interessen som vernes. Øvrige interesser aksjonærene måtte ha berøres ikke.<sup>38</sup> Hva som ligger i selskapets interesse og om selskapet overhodet kan ha en egen interesse kan derimot være vanskeligere å slå fast. Etersom selskapet er tatt inn som eget rettssubjekt ved siden av andre aksjeeiere, tyder dette på at selskapet er ment å ha en selvstendig interesse. Selskapsinteressen kan være knyttet til flere aktører, som blant annet ansatte, medkontrahenter, kreditorer og samfunnsinteresser generelt og kan få et bredt anvendelsesområde. Det fremgår imidlertid forutsetningsvis av forarbeidene at generalklausulene i første rekke tar sikte på å ivareta aksjonærenes interesser, og øvrige aktørers interesser ivaretas av øvrige bestemmelser.<sup>39</sup> Dette synet støttes også av formålet med generalklausulene. Dersom reglene fikk anvendelse på generelle samfunnsinteresser vil det undergrave reglenes funksjon som minoritetsvern ved at de interesser som skal inngå i en saklighetsvurdering kan bli av nærmest ubegrenset omfang.<sup>40</sup> Legges en slik tolkning til grunn er det hensynet til inntjening som er avgjørende ettersom selskapet i første rekke skal drives med sikte på å skape et overskudd som skal tilfalle aksjonærene i form av utbytte eller høy pris på aksjene ved salg. Det antas for øvrig at generalklausulene kan fravikes med samtykke fra samtlige berørte aksjonærer.<sup>41</sup>

### 3.4.4 Materielle vilkår

Beslutningen må etter begge bestemmelser være «*egnet til*» å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel. Ordlyden «egnet til» å gi innebærer at det ikke stilles opp noe årsakssammenheng mellom beslutningen og en urimelig fordel. Det stilles ikke krav om at fordelene er eller

---

<sup>38</sup> Truyen 2004 s. 311.

<sup>39</sup> Innst. 1970 s.123 og s.137-138.

<sup>40</sup> Truyen 2004 s. 311-312.

<sup>41</sup> Ibid. s.312.

vil bli oppnådd, det er tilstrekkelig at beslutningen er egnet til at urimelig fordel kan oppnås. Myndighetsmisbruksreglene tar sikte på å regulere selve beslutningen, ikke virkningene av den.

Videre er det «*visse aksjeeiere eller andre*» som må oppnå en urimelig fordel. Ordlyden «*visse aksjeeiere eller andre*» begrenser ikke virkeområde for generalklausulene. Tvert imot understrekes at begunstigelser av både aksjonærer og tredjepersoner omfattes, noe som gir et vidt anvendelsesområde.

Både for asal. §§ 5-21 og 6-28 er det den «*urimelig fordel*» som rammes av reglene om myndighetsmisbruk. Spørsmålet blir da hva som utgjør en «*fordel*», og hva som skal til før denne fordelten blir «*urimelig*».

En «*fordel*» innebærer at det er et gode som overføres til mottaker.<sup>42</sup> Dette gode kan være av økonomisk eller organisatorisk art. Omfanget av begrepet «*fordel*» er med andre ord svært vidt, og i teorien kan ethvert gode omfattes. Rettspraksis dreier seg imidlertid i hovedsak om tvister av økonomisk karakter.<sup>43</sup>

Hva som utgjør en «*urimelig*» fordel må avgjøres på bakgrunn av en konkret skjønnsmessig vurdering. At fordelten må være «*urimelig*» innebærer at ikke enhver fordel rammes av reglene om myndighetsmisbruk. En beslutning som gir en aksjeeier eller annen en fordel på andre aksjonærer eller selskapets bekostning må være truffet på et saklig og forsvarlig grunnlag.<sup>44</sup> Det må være et rimelig forhold mellom eventuelle negative sider som påføres aksjonærene og selskapet, og den fordel som kan oppnås. En fremgangsmåte som er blitt brukt er først å vurdere om det foreligger brudd på likhetsprinsippet, hvis ja er neste steg å avgjøre om beslutningen likevel er saklig begrunnet og dermed i gyldig.<sup>45</sup>

---

<sup>42</sup> Ibid. s. 313.

<sup>43</sup> Se for eksempel Rt. 1995 s. 1026 (Sandaker) hvor Sandaker Herreklær AS inngikk en leiekontrakt med Sandakergården AS. Leiekontrakten gjaldt lokaler med god plassering i Oslo sentrum for en periode på 99 år, og husleien ble satt til 3 % av brutto omsetning i Sandaker Herreklær AS. Samme dag som kontrakten ble inngått, ble aksjene i Sandaker Herreklær AS overdratt til datter av hovedaksjonæren i Sandakergården AS. Det ble reist søksmål når styret ble skiftet ut to år senere, der kravet blant annet var begrunnet i myndighetsmisbruk. Den gunstige leieretten ble av retten ansett for å utgjøre en fordel som var urimelig og ble gitt på utleiers bekostning. Retten bemerket at «*det bånd som leieretten la på utnyttelsen av gården, gikk langt ut over det som med rimelighet kunne forankres i hensynet til fortsatt drift av forretningen og forutsetningene som lå til grunn for familieavtalen.*» Varigheten av kontrakten ble av retten satt ned til 25 år.

<sup>44</sup> Aarbakke m.fl. 2004 s.404.

<sup>45</sup> Fremgangsmåten ble brukt i blant annet Rt. 1991 s. 892. Dommen berører myndighetsmisbruksregelen i § 9-16 i aksjeloven av 1976. Saken gikk ut på at det i vedtektene til et boligsameie var bestemt at fellesutgiftene skulle fordeles etter sameiebrøken (basert på seksjonene areal). Senere bestemte et flertall av sameierne at kontorseksjonene i første etasje skulle bære en noe høyere del av fellesutgiftene en tidligere. Retten kom til

## 4 Takeover-direktivet

### 4.1 Innledning

Direktiv 2004/25/EF regulerer frivillige og pliktige offentlige tilbud om erverv av aksjer i selskaper opptatt til notering på et regulert marked. Målet er en harmonisering av regler om overtakelsestilbud, med særlig vekt på likebehandling av aksjeeiere gjennom å etablere like spilleregler i EU. Hovedhensynet bak direktivet er vern av mindretallsaksjonærer, særlig ved at disse skal kunne selge sine aksjer dersom kontrollen i selskapet endres.<sup>46</sup> Direktivet skal forenkle grenseoverskridende oppkjøpstilbud,<sup>47</sup> og sikrer et minstenivå av beskyttelse av minoritetsaksjonærer, der statene skal stå for de nærmere reguleringen selv, jf. art. 3 (2)

Arbeidet med å lage et direktiv om overtakelsestilbud i EU startet så tidlig som i 1974 med et utkast fra Kommissjonen til et direktiv for overtakelsestilbud. Det har vært lagt frem en rekke forslag og det har vist seg å være vanskelig å komme til enighet. Først i 2004 ble Takeoverdirektivet vedtatt. Forbudet for ledelsen i målselskapet til å iverksette forsvarstiltak og bestemmelsen om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger er to av forslagene det har vært strid om. Artiklene som regulerer dette, art. 9 og 11, ble av den grunn gjort frivillige.<sup>48</sup> I stater der frivillig ordning velges, skal imidlertid selskapene gis en mulighet til å vedtektsfeste gjennombruddsregler. Som følge av at ikke alle bestemmelsene ble gjort obligatoriske, fikk direktivet ikke den grad av harmonisering som opprinnelig tenkt. Kun 3 av medlemsstatene i EU har tatt inn en gjennombruddsregel i sitt lovverk,<sup>49</sup> resterende medlemsland inkludert EØS landene har en valgfri ordning.

### 4.2 Winter-rapporten

Direktivet bygger i stor grad på anbefalingene fremsatt i Winter-rapporten. Rapporten redegjør for hvordan skape like spilleregler i EU, at minoritetsaksjonærer bør beskyttes ved å sikres en rimelig pris for sine aksjer ved en eventuell overtagelse, og at det gis en rett for majoritetsaksjonærer til å kjøpe ut minoritetsaksjonærer, såkalt «squeeze-out right», ved overstigelse av visse terskelverdier.<sup>50</sup>

---

at en endring i fordelingsnøkkelen medførte at verdier ble overført fra en gruppe seksjonseiere til en annen, og at dette kom i konflikt med likhetsprinsippet. Vedtektsendringen ble begrunnet i at kontorseksjonen hadde større verdi og at bruken var annerledes, noe retten kom til ikke utgjorde en saklig begrunnelse. Vedtektsendringene var i strid med likhetsprinsippet og regler om myndighetsmisbruk.

<sup>46</sup> St.prp. nr. 32 (2005-2006) s.1.

<sup>47</sup> NOU 2005:17 s.7.

<sup>48</sup> Ibid.

<sup>49</sup> Estland, Latvia og Litauen.

<sup>50</sup> NOU 2005:17 s.1.

For å skape like spilleregler har Winter-rapporten lagt til grunn to førende prinsipper. Det er aksjeeierne som skal treffe beslutning i anledning overtakelsestilbud, og det skal være proporsjonalitet mellom risiko og kontroll. Førstnevnte prinsipp bygger på at aksjeeierne og ikke styret i et selskap skal ha avgjørende myndighet ved et overtakelsestilbud, og anses som nødvendig for å øke muligheten for bedrifter til kunne sørge for egen finansiering i markedet. Styret skal ikke kunne legge hindringer for et overtakelsestilbud og på den måten avgjøre om gjennomføring er mulig eller ikke, men skal begrense seg til å gi en anbefaling til aksjonærene. Imidlertid har styret ansvar for å komme med en slik anbefaling, der de redegjør for sitt syn og konsekvenser av tilbudet, og gir en vurdering av om det er et godt tilbud eller ikke. Styret kan i enkelte tilfeller også være pålagt å innhente mot-tilbud dersom det opprinnelige tilbudet er for dårlig. Avgjørende myndighet skal imidlertid fortsatt ligge hos aksjeeierne. For det andre skal det være proporsjonalitet mellom den risiko som bæres av tilbyder og graden av kontroll som oppnås. Dette gjør det mer attraktivt for investorer å kjøpe opp selskap, og det sikrer et bedre marked med økte muligheter for finansiering av selskaper.

#### 4.2.1 Aksjeeieres beslutningsmyndighet

For å sørge for at det er aksjeeierne som treffer endelig beslutning i tilfellet overtakelsestilbud foreslo Winter-rapporten et prinsipp om at styret i målselskapet skal være nøytrale i en oppkjøps situasjon. Styret i målselskapet må få generalforsamlingens godkjennelse før det foretar seg noe som kan vanskeliggjøre eller hindre oppkjøpet. Et unntak er gjort for å innhente mot-tilbud. Godkjennelse fra generalforsamling er videre nødvendig også for tiltak truffet før tilbud er mottatt, men som ikke er fullt ut gjennomført. På denne måten sikres det at det er aksjeeierne som skal ta stilling til tilbudet, og avgjøre om de vil godta eller hindre oppkjøpet.

Tidspunkt for når godkjennelse blir gitt av generalforsamling er avgjørende. Styret kan ikke basere forsvarstiltak på godkjennelse gitt av generalforsamling før tilbudet er mottatt. Først når tilbud er mottatt har aksjonærene full oversikt over alle sider ved tilbudet og situasjonen i markedet og i selskapet på dette tidspunkt. En godkjennelse gitt i forkant kan ikke ta høyde for at et tilbud kan være positivt for selskapet og aksjonærene på et senere tidspunkt, og det er uheldig for aksjonærene å gjøre det mulig for styret å forhindre et oppkjøp som kan vise seg å være svært attraktiv. Ved å kreve at forsvarstiltak må godkjennes av generalforsamling etter at tilbud er mottatt sikres aksjonærene endelig beslutningsmyndighet.

#### 4.2.2 Proporsjonalitet

For tilfellet der et fremsatt tilbud oppnår stor grad av aksept legger Winter-rapporten opp til at det må gis en gjennombruddsmulighet for budgiver ovenfor strukturer som kan hindre et oppkjøp, slik som eksisterende stemmerettsbegrensninger. I rapporten blir det lagt til grunn en



svært vid gjennombruddsregel. Dersom tilbyder når over en terskel på 75 % av risikobærende kapital,<sup>51</sup> skal eventuelle bestemmelser i vedtekten eller stiftelsesdokumenter om stemmerettsbegrensninger, dobbel stemmerett og lignende, falle bort. Resultatet er at oppkjøper får kontroll som tilsvarer vedkommendes andel av risikobærende kapital. Formålet er å jevne ut avvikene som oppstår som følge av ulike bestemmelser av betydning for stemmerett og kontroll i selskapet.

Prinsippet om proporsjonalitet bygger på synet om at det kun bør være aksjeeierne som har rett til økonomisk utbytte fra selskapet som skal ha kontrollrettigheter. Det antas at de(n) som bærer økonomiske risiko er best egnet til å treffe beslutninger ettersom virkningen av beslutningene vil bli båret av dem.

I norsk rett kommer proporsjonalitetsprinsippet til uttrykk gjennom asal. § 5-4. Utgangspunktet er at en aksje gir en stemme. Som vi har sett tas det høyde for relativ eierposisjon, aksjeeierne skal ha stemmerett i forhold til aksjeinnehavet, og det er ikke i strid med likhetsprinsippet at en aksjonær med flere aksjer og flere stemmer utøver større kontroll over selskapet. Prinsippet om en aksje, en stemme, er begrunnet med at risiko og innflytelse i selskapet bør henge sammen, og at en vid adgang til å utstede stemmerettsløse aksjer kan gi en maktkonstrasjon i selskapet hvor de personer som har den avgjørende innflytelsen, ikke har en tilsvarende del av den økonomiske risikoen.

### **4.3 Behandling i Kommisjonen og Europarådet**

Anbefalingene fremsatt i Winter-rapporten angående et nøytralt styre er i stor grad fulgt opp i Kommisjonens behandling og forslag til direktiv. Imidlertid var det motstand mot gjennombruddsregelen i nesten alle medlemsland på grunn av de juridiske problemene som ville oppstå når man skulle definere hvilke kapital som var risikobærende, terskelverdier og betydningen regelen ville ha for selskapsretten.<sup>52</sup> Kommisjonen fremla dermed forslag om det som av enkelte jurister kalles for en «mini-breakthrough»<sup>53</sup>. Denne versjonen av gjennombruddsregelen dekker ikke alle de ulike eierstrukturene som ved anvendelse av 75 % regelen virker motstridende med proporsjonalitetsprinsippet. Gjennombruddsregelen får kun gjennomslag ovenfor bestemte typer av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger. Slik som for eksempel aksjeklasser med flere stemmer knyttet til hver aksje.

Europarådet endte opp med et kompromiss ettersom både gjennombruddsregelen og reglen om nøytralt styre var svært omstridt. Reglene ble gjennom en ny art. 12 gjort valgfrie for

---

<sup>51</sup> Defineres i rapporten som kapital som gir rett til utbytte og verdier i selskapet.

<sup>52</sup> KOM (2002) 534 s. 2-3.

<sup>53</sup> Se for eksempel Rickford 2004 s.1389.

medlemslandene, men pålegger dem i tilfellet å tillate at selskapene selv skal kunne velge å benytte seg av ordningen. Begrensningene på omfanget og effektene av gjennombruddsregelen som var dannet tidligere i forhandlingene om direktivet ble beholdt. Takeover-direktivet har med dette mangler på to felt, både innholdsmessig og ved at det er gjort til en frivillig ordning.<sup>54</sup> Dette kommer jeg tilbake til senere i oppgaven.

Norge valgte ikke å gjøre reglene obligatoriske, og innførte i stedet valgfrihet for selskapene gjennom vphl. § 6-17 (3) og (4) som gir selskapene mulighet til å vedtektsfeste regler om et nøytralt styre og tilsidesettelse av omsetnings og stemmerettsbegrensninger.

---

<sup>54</sup> Rickford 2004 s. 1389-1390.

## 5 Gjennomføring i norsk rett

### 5.1 Innledning

Norsk rett oppfylte i det vesentligste kravene i direktivet. Direktivet er gjennomført i norsk rett gjennom Verdipapirhandelloven. Kapittel 6 har regler om frivillig og pliktig tilbud ved oppkjøp. Vphl. § 6-17 regulerer begrensninger i målselskapets handlefrihet etter at tilbud er fremsatt. Bestemmelsen er en videreføring av § 4-17 i verdipapirhandelloven av 1997 som hadde tilsvarende innhold som nåværende første og annet ledd. Norsk rett hadde ingen regler om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger. Tredje til sjette ledd ble dermed innført som en følge av Takeoverdirektivet.

Bakgrunnen for vphl. § 6-17 er at styre og ledelse i et selskap kan ønske å forsvare seg mot det de oppfatter som et fiendtlig oppkjøp. Motivene for ikke å støtte et oppkjøp kan være at styret anser tilbudet som for dårlig ved at prisen som tilbys er for lav, men det kan også ligge andre hensyn bak. Det kan være at styret frykter for sine stillinger, at de skal bli byttet ut av ny eier, og av den grunn motsetter seg oppkjøpet. I slike tilfeller kan det tenkes at styret forsøker å iverksette tiltak om skal forhindre eller stenge for oppkjøp av selskapet.

Formålet med § 6-17 er å legge til rette for markedsmessige transaksjoner i og restruktureringer av noterte selskaper.<sup>55</sup> Forbudet mot forsvarstiltak sikrer at ledelsen ivaretar aksjonærenes interesser og ikke sine egne. Dette er i tråd med prinsippene i Takeoverdirektivet om et nøytralt styre og beslutningsmyndighet hos aksjonærene.

### 5.2 Verdipapirhandelloven § 6-17

Første ledd legger visse begrensninger på handlefriheten til målselskapets styre og ledelse i perioden etter selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes og frem til tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart. Det kan ikke treffes vedtak om utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter, fusjon, salg eller kjøp av vesentlige eiendeler eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for selskapet, ei heller kjøp eller salg av selskapets aksjer.

Et unntak er gjort i annet ledd for disposisjoner som er del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamling har gitt fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på en oppkjøpssituasjon.

I tredje ledd er tatt inn en bestemmelse om at *«selskapets generalforsamling kan gjennom vedtekt fastsette at EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 9(2) og (3), jf. artikkel 12(2), skal gjelde for selskapet.»*

---

<sup>55</sup> Bugge 2011 s. 250.

Vphl. § 6-17 (4) lyder som følger; «*Selskapets generalforsamling kan gjennom vedtekt også fastsette at EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 11, jf. artikkel 12(2), skal gjelde. I et eventuelt vedtak etter første punktum skal selskapets generalforsamling fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av erstatning i henhold til artikkel 11(5) i samme direktiv.*»

Lovgiver valgte å ta inn en bestemmelse som fastslår selskapenes rett til å ta i bruk art. 9 (2) og (3) fremfor å innarbeide reglene i lovteksten. Årsaken til dette var at en bestemmelse som stiller krav om generalforsamlingens godkjenning av ethvert tiltak som kunne forhindre oppkjøp vil få et vidt anvendelses område, særlig ettersom direktivet ikke gjør unntak for disposisjoner som er del av normal løpende forretningsdrift (med unntak av gjennomføring av beslutninger truffet av styret før melding om tilbudet er gitt). Kravet til forutberegnelighet og klarhet i forhold til hvilke disposisjoner som kan tas taler mot en mer generelt utformet forbudsbestemmelse. Hensynet til at virksomhetsutøvelsen bør være mest mulig uforstyrret taler også for at styret og ledelsens handlefrihet ikke bør innskrenkes mer enn nødvendig. Dessuten fremgår det av punkt 13 i Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse at styret ikke uten særlige grunner bør forhindre eller vanskeliggjøre oppkjøp, og det forventes at anbefalingen blir fulgt.<sup>56</sup> Heller ikke art. 11 ble innarbeidet i vphl., men forarbeidene sier ikke noe om hvorfor, kun hvorfor bestemmelsen ikke ble gjort obligatorisk. Dette kommer jeg tilbake til i punkt 5.4.

### **5.3 Bestemmelsene i Takeover- direktivet**

#### **5.3.1 Artikkel 9**

Artikkelen regulerer styrets handlefrihet fra tidspunkt når styret mottar melding om offentlig tilbud, til resultat av tilbudet foreligger eller tilbudet er bortfalt. Bestemmelsen gjelder for både pliktig og frivillig tilbud. Det er kun andre og tredje ledd som er henvist til i vphl. § 6-17 (3), men det gis en oversikt over hele bestemmelsen for helhetens skyld.

Etter annet ledd kan ikke styret i den nevnte perioden foreta seg noe som kan være til hinder for tilbudet (med unntak av å søke alternative tilbud) uten generalforsamlingens forhåndsgodkjenning. Særlig nevnes utstedelse av nye aksjer. Bestemmelsen er i stor grad lik vphl. § 6-17 (1), men har et videre omfang ettersom ordlyden «*any actions*» omfatter flere handlinger enn de som fremgår av § 6-17 (1).

---

<sup>56</sup> NOU 2005:17 s.52.

Tredje ledd oppstiller krav om generalforsamlingens godkjenning eller bekreftelse for beslutninger som er truffet før styret har mottatt melding om offentlig tilbud, men som helt eller delvis ikke er gjennomført. Godkjenning kreves for enhver beslutning som ikke inngår i selskapets normale forretningsdrift, og som kan legge hindringer i veien for tilbudet dersom den gjennomføres.

Etter fjerde ledd kan medlemsstatene vedta regler som gjør det mulig å kalle inn til generalforsamling på kort varsel for å ta stilling til om det skal tas i bruk forsvarstiltak eller ikke. Dog ikke med kortere varsel enn to uker.

Femte ledd inneholder en bestemmelse om at styret eller ledelsen i målselskapet skal fremlegge en offentlig uttalelse om tilbudet.

Sjette ledd definerer hva som menes med «*administrasjons- eller ledelsesorganet*» nevnt i annet ledd.

### 5.3.2 Artikkel 11

Art. 11 i Takeover-direktivet inneholder en gjennombruddsregel som innebærer at omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i målselskapet kan tilsidesettes i tilbudsperioden. Bestemmelsen bidrar til å tilrettelegge for bruk av art. 9 om regulering av styrets handlefrihet ved å gi samtlige aksjonærer mulighet til å bestemme om et skal tas i bruk forsvarstiltak eller ikke, fremfor at avgjørelsen tas av en eller flere kontrollerende eiere.

Formålet med bestemmelsen slik den først ble fremsatt av Kommisjonen var å kunne bryte gjennom forsvarstiltak iverksatt før fremsatt tilbud, som skilte selskapet og ledelsen fra aksjonærenes myndighet i en oppkjøpssituasjon. Forslaget omfattet opprinnelig ikke ulike aksjeklasser, dette ble først tatt inn etter press fra Tyskland. Og da i en form lik forslaget fremsatt av Winter-gruppen, med tilsidesettelse av stemmerettsbegrensninger ved første generalforsamling etter en oppnådd akseptgrad på 75 %. Dette til protest fra Sverige, Danmark og Finland, som anså muligheten for å ha ulike aksjeklasser for en viktig funksjon for selskapers rett til selv å bestemme egen finansieringsstruktur. I tillegg ble det argumentert med at det blant annet ikke er dokumentert negativ effekt på oppkjøpsaktivitet som følge av ulike aksjeklasser. Institusjonelle finansieringsrådgivere prissetter aksjer basert på ulike momenter. Ulik stemmerett er et av momentene som vil vektlegges ved beregningen.

Etter annet ledd kan ingen omsetningsbegrensninger gjøres gjeldende ovenfor tilbyder i tilbudsperioden. Regelen gjelder både for vedtektsfestet begrensning, og begrensning som følger av aksjonæravtale inngått etter vedtagelsen av direktivet.<sup>57</sup>

Av tredje ledd fremgår at stemmerettsbegrensninger fastsatt i målselskapets vedtekter ikke skal komme til anvendelse på generalforsamling der det skal tas stilling til om det skal benyttes forsvarstiltak i tråd med art. 9. Tilsvarende gjelder dersom stemmerettsbegrensninger følger av aksjonæravtale inngått etter vedtagelsen av direktivet. Videre får aksjer med ekstrastemmer kun én stemme på generalforsamling som skal behandle forsvarstiltak.

Det følger av fjerde ledd at dersom tilbyder i forbindelse med tilbudet blir eier av 75 % eller mer av målselskapets stemmeberettigede aksjer settes stemmerettsbegrensningene i 2. og 3. ledd til side. Det samme gjelder for særlige rettigheter til å utpeke eller skifte ut styremedlemmer. Aksjer med ekstrastemmer får kun én stemme på første generalforsamling etter utløp av tilbudsperioden og hvor tilbyder kaller inne for å endre vedtekter eller gjøre endringer i styret. Det kan kalles inn til generalforsamling med kort varsel, dog kan ikke generalforsamling holdes tidligere enn 2 uker etter innkallelse.

Femte ledd omhandler kompensasjon for økonomisk tap. Det fremgår av norske forarbeider at i den grad en aksjeeier i målselskapet lider et økonomisk tap som følge av omsetnings- eller stemmerettsbegrensninger, skal det gis en rimelig kompensasjon.<sup>58</sup> Dette må bero på en feil, jeg antar at det skal være samsvar med direktivet, og dermed at det menes at det skal ytes rimelig kompensasjon til innehavere av rettigheter som bortfaller på grunn av andre til fjerde ledd. Betingelsene for fastsettelse og utbetaling av slik kompensasjon fastsettes av medlemsstatene selv.

Etter sjettede ledd får tredje og fjerde ledd ikke anvendelse for aksjer hvor det er gitt særskilt kompensasjon for manglende stemmerett.

Artikkel 11 kommer ikke til anvendelse for selskaper der en medlemstat eier verdipapirer med særlige rettigheter, så fremt disse rettighetene er i samsvar med EU-traktaten, jf. syvende ledd.

### 5.3.3 Artikkel 12

Det er frivillig for medlemsstatene om de vil innføre reglene i art. 9 og 11, jf. art. 12 (1) i Takeover- direktivet. Hvor medlemsstatene velger å avstå fra å innføre reglene skal imidlertid

---

<sup>57</sup> 21 April 2004.

<sup>58</sup> NOU 2005:17 s. 54.

selskapene gis anledning til å gjennomføre tilsvarende regler gjennom vedtektsendring, jf. annet ledd. Selskapets beslutning skal treffes av generalforsamlingen «i samsvar med lovgivningen i medlemsstaten der selskapet har sitt forretningskontor og i samsvar med reglene for vedtektsendringer». Beslutningen skal «meddeles tilsynsmyndigheten i medlemsstaten der selskapet har sitt forretningskontor, og alle tilsynsmyndigheter i medlemsstatene der dets verdipapirer er opptatt til notering på regulerte markeder, eller der det er søkt om slikt opptak».

#### **5.4 Valgfrihet**

Gjennombruddsregelen ble ikke lovfestet i Norge. I tråd med art. 12 ble selskapene gitt valgfrihet til selv å bestemme om de vil vedtektsfeste en tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger eller ikke i en oppkjøpssituasjon. Det fremgår av vphl.§ 6-17 (4) at «selskapets generalforsamling kan gjennom vedtekt også fastsette at EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 11, jf. artikkel 12(2), skal gjelde.» Selv om det i forarbeidene anerkjennes at utstrakt bruk av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger kan motvirke ønskelig restrukturering gjennom oppkjøp, legges det vekt på flere andre forhold som tilsier at det ikke er hensiktsmessig å lovfeste en gjennombruddsregel.<sup>59</sup> Det pekes for det første på at vedtektsbestemmelser som reduserer omsettelighet og stemmerett er lite utbredt i Norge, og at aksjonærer uten stemmerett allerede er beskyttet gjennom markedets effektivitet og børs- og selskapsretten. Forarbeidene viser til at det kun var tre noterte selskaper som hadde aksjeklasser med ulik stemmevekt. Som vist til under punkt 3.3.1. er antallet det samme i dag. For det annet trekkes det frem at en gjennombruddsregel vil reise kompliserte rettslige spørsmål, særlig i forhold til erstatning ved at det kan oppstå urett i forhold til de aksjonærene som har betalt en høyere pris for aksjer med stemmerett. For det tredje legger man til grunn at andre land ikke vil komme til å innføre en gjennombruddsregel, og at det av den grunn vil være uforholdsmessig å pålegge norske selskaper dette. Til sist påpekes at selskaper i forhold til en oppkjøpssituasjon kan ha legitime grunner for å ha omsetnings- og stemmerettsbegrensninger. Oppfatningen er at det bør være opp til selskapets generalforsamling å ta stilling til om omsetnings- og stemmerettsbegrensninger også skal gjelde i oppkjøpssituasjoner.

I forarbeidene tas det imidlertid ikke stilling til at det vil være majoritetsaksjonærene, gjerne i form av en eller flere kontrollerende aksjonærer, som vil kunne avgjøre spørsmålet om det skal vedtektsfestes en gjennombruddsregel eller ikke ettersom en vedtektsendring krever to tredjedels flertall av stemmer og aksjekapital.

---

<sup>59</sup> Ibid. s. 55-56.

## 6 Bruk av gjennombruddsregelen

### 6.1 Innledning

Som vist over har Norge valgt ikke å gjøre gjennombruddsregelen obligatorisk, valget overlates til selskapene. Dette kapittelet tar sikte på å belyse hvilken fremgangsmåte som må benyttes for selskaper som ønsker å benytte seg av muligheten til å ta i bruk regelen, om en vedtagelse av regelen kan bestrides og nærmere om selve utmålingen av erstatning for tap av rettigheter. Det er enkelte momenter selskapene vil måtte være oppmerksomme på og regulere for å unngå senere uklarheter.

### 6.2 Vedtektsfestes

Et selskap som ønsker å gjøre bruk av gjennombruddsregelen må vedtektsfeste dette. Det følger av vphl.§ 6-17 (4) om at selskapets generalforsamling «gjennom vedtekt» kan fastsette regler som tilsvarer art. 11 i Takeover-direktivet. Utgangspunktet er at en vedtektsendring krever kvalifisert flertall som er «tilslutning fra minst to tredeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen», jf. asal.§ 5-18. Det stilles ikke noen krav i loven om at et minstetall av aksjonærene må være til stede, og det er heller ingen plikt for aksjonærene å avgi stemme.<sup>60</sup> Dette kan imidlertid reguleres i vedtektene. At endringen krever tilslutning fra to tredeler av aksjekapitalen innebærer at stemmerettsløse aksjer får øve innflytelse på beslutningen.<sup>61</sup> Dette kalles noen ganger for «kapitalstemmerett» eller «kapitalinnflytelse». Dersom ikke et tilstrekkelig stort antall stemmerettsløse aksjer gir sin tilslutning til forslaget om vedtektsendring, vil forslaget ikke bli vedtatt. En aksjonær med mer enn en tredel av den representerte kapital kan dermed hindre vedtektsendring.<sup>62</sup> Kravet om representasjon innebærer at aksjonæren eller en fullmektig må være til stede på generalforsamlingen og under stemmeavgivningen. En aksjonær eller fullmektig som forlater generalforsamling før stemmeavgivning regnes ikke med i representert kapital.

Hovedregelen for vedtektsendring medfører et problem for aksjonærene som har mindretall av stemmene, selv om de har et kvalifisert flertall av kapitalen. Kontrollerende aksjonær(er) vil neppe være særlig interessert i å vedtektsfeste en gjennombruddsregel som fører til at de kan miste kontrollen i selskapet. Ettersom en vedtektsendring krever to tredjedels flertall av avgitte stemmer så vel som aksjekapital på generalforsamlingen vil en eller flere aksjonærer som sitter med flertallet av stemmene kunne forhindre bruk av gjennombruddsregelen. Regelen som skal beskytte aksjonærer i tilfeller med stemmerettsbegrensninger virker dermed mot sin hensikt når det gjelder å få vedtektsfestet en gjennombruddsregel.

---

<sup>60</sup> Bråthen 1996 s. 106.

<sup>61</sup> Ibid. s.577-579.

<sup>62</sup> Andenæs 2006 s.310.



Asal. §5-18 (1) gjelder for vanlige vedtektsendringer. For en vedtektsendring som forringer en hel aksjeklasses rett stilles det enda strengere flertallskrav. Annet ledd i bestemmelsen har en regel for tilfeller der det er snakk om å oppheve for eksempel stemmerettsfordeler som gjelder for en aksjeklasse. Bakgrunnen for bestemmelsen er at en investor som har tegnet aksjer i en aksjeklasse med særlige rettigheter ikke skal bli fratatt disse særrettighetene ved generalforsamlingen opphever særretten til skade for vedkommende. Imidlertid bygger også loven på en forutsetning om at det bør være mulig å fjerne forskjeller mellom aksjeklasser uten at en enkelt aksjonær kan stenge for det.<sup>63</sup>

Bestemmelsen retter seg mot vedtektsendringer som «*forringer*» en aksjeklasses rett. Forringelsen kan imidlertid ikke bestå i hva som helst, men må være lovlig i forhold til allmennaksjelovens ufravikelige regler. Dette setter visse begrensninger på hvilke vedtektsendringer som kan vedtas. En forringelse i form at av aksjonærene i en aksjeklasse fratras rett til å møte på generalforsamling vil ikke være gyldig selv med det nødvendige flertall etter § 5-18 (2). Det fremgår av asal. § 5-2 (1) at alle aksjeeiere har rett til å møte i generalforsamling og at møteretten kan ikke begrenses i vedtektene. Reglen om myndighetsmisbruk i asal. § 5-21 setter også begrensninger på hvilke ulikheter som kan vedtas gjennom vedtektsendringer ettersom generalforsamling ikke kan treffe en beslutning som er «*egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning*». En vedtektsendring til skade for en aksjeklasse der endringen ikke er begrunnet i selskapet interesse, men derimot i interessene til aksjonærer i andre aksjeklasser, vil rammes av regler om myndighetsmisbruk.<sup>64</sup> En slik endring vil kreve tilslutning fra ni tideler eller av samtlige aksjonærer, jf. asal. §§ 5-19 og 5-20, og kan ikke vedtas med det flertall som fremgår av asal. §5-18 (2).

En gjennombruddsregel vil medføre at rettighetene til aksjonærene som har aksjer med stemmerett eller med flere stemmer settes til side i en oppkjøpssituasjon. Dersom selskapet har ulike aksjeklasser vil enhver endring av en av aksjeklasses rett til å stemme, motta utbytte eller lignende, medføre at denne eller en annen aksjeklassens rett forringes,<sup>65</sup> og flertallskravet i § 5-18 (2) kommer til anvendelse. Reglene i annet ledd regnes som et tillegg til reglene i første ledd, slik at vilkårene i første ledd også må være oppfylt for at en vedtektsendring skal kunne gjennomføres. En vedtektsendring til forringing av en aksjeklasse krever for det første tilslutning fra «*to tredeler av den representerte kapital i denne klassen*». Det stilles ikke krav til flertall av stemmer i aksjeklassen, og det er uten betydning om det er knyttet stemmerett til

---

<sup>63</sup> Bråthen 1996 s. 109.

<sup>64</sup> Ibid. s.115.

<sup>65</sup> Bråthen i kommentar til asl. § 5-18 hos rettsdata.no.

aksjekapitalen.<sup>66</sup> Som for første ledd retter bestemmelsen seg mot «representert» kapital. Det er ikke krav at to tredeler av den totale kapital i aksjeklassen gir sin tilslutning. Dessuten må «minst halvdel av stemmene fra de aksjeeiere som ikke eier aksjer i noen annen klasse, være avgitt for forslaget.» Aksjeeiere som eier aksjer i for eksempel en stemmerettsløs B-aksje klasse kan fortsatt delta ved avstemmingen innen den berørte aksjeklasse, men skal imidlertid ikke kunne overstemme aksjonærer som bare har aksjer i den aksjeklassen som skal fratras rettigheter.<sup>67</sup> Aksjonærer som også har interesser i B-klassen kan ha større interesse i å få innført en gjennombruddsregel enn aksjonærer med aksjer kun i A-klassen. Av den grunn kreves det altså tilslutning fra minst halvdel av stemmene fra aksjonærer som ikke eier aksjer i en annen klasse. Dette sikrer at en endring i rettsforholdet mellom aksjeklassene ikke finner sted uten at det er til fordel for samtlige klasser som berøres. For at regelen skal komme til anvendelse er det en forutsetning at aksjonærer som ikke eier aksjer i noen annen klasse er til stede på generalforsamlingen.<sup>68</sup>

I selskaper med kontrollerende flertall kan det dermed vise seg å bli svært vanskelig å få vedtektsfestet en gjennombruddsregel. Det må eventuelt gjøres i stand en avtale om kompensasjon for tapt rett på forhånd, før stemmeavgivning i generalforsamling. Ellers er det lite trolig at majoriteten vil gå med på å innføre en gjennombruddsregel. Dersom en får igjennom en gjennombruddsregel vil det forringe en helt aksjeklasse (A klasse) sine rettigheter. Som nevnt stilles det strengere krav til nødvendig flertall for slik vedtektsendring.

Flertallsbestemmelsen beskytter aksjeklassen som helhet, ikke den enkelte aksjonær. Spørsmålet er om minoritetsaksjonærene i aksjeklassen som får forringet sin rett kan benytte seg av myndighetsmisbruksregelen. Dette har tidligere vært prøvd for domstolene og vil sannsynligvis ikke føre frem.<sup>69</sup> Rettspraksis på området er imidlertid gammel, og kan ha begrenset betydning. Bråthen åpner for at en vedtektsendring som innebærer en vesentlig forringelse av en aksjeklasses stilling og dette ikke er i selskapets interesse, bare skal kunne treffes med samtykke fra samtlige aksjonærer som berøres.<sup>70</sup> Avgjørende vil i tilfellet være om aksjonærene med A-aksjer som stemmer for en gjennombruddsregel mottar en urimelig fordel på selskapet eller øvrige A-aksjonærers bekostning. Ettersom det er antatt at et oppkjøp er til selskapets beste og sørger for nødvendig restrukturering, kan det være vanskelig å bevise at et oppkjøp ikke er i selskapets interesse.

---

<sup>66</sup> Bråthen 1996 s. 111.

<sup>67</sup> Ibid. s. 112.

<sup>68</sup> Ibid. s.113.

<sup>69</sup> Jf. Rt. 1925 s.88, Rt. 1929 s.252 og Rt. 1931 s.374.

<sup>70</sup> Bråthen 1996 s.115.

Om det skulle vise seg mulig å få vedtektsfestet en gjennombruddsregel ved at man får med seg flertallet av de aksjonærene som vil få sine rettigheter tilsidesatt, vil dette uansett medføre at det oppstår en ny problemstilling i henhold til utbetaling av erstatning for tapte rettigheter. Enkelte av de aksjonærene som har krav på kompensasjon er de samme som har samtykket til å vedtektsfeste en gjennombruddsregel.<sup>71</sup> Hvordan skal man forholde seg til disse? Har de rett på erstatning? Dette bør i tilfellet generalforsamlingen ta stilling til når man vedtar å innføre en gjennombruddsregel, slik at man unngår en uklar situasjon omkring hvem som har rett på kompensasjon.

### **6.3 Kan bruk av gjennombruddsregelen bestrides?**

#### **6.3.1 Ugyldige vedtak og søksmålsadgang**

Etter asal.§ 5-22 kan det reises søksmål med påstand om at en beslutning av generalforsamlingen er ugyldig. Søksmål må som utgangspunkt reises innen 3 måneder etter at beslutningen ble truffet, jf. § 5-23.

##### **6.3.1.1 Søksmålskompetanse**

Det er «*en aksjeeier, et styremedlem, et medlem av bedriftsforsamlingen eller daglig leder*» som kan reise søksmål. Søksmål kan også reises av et «*flertall av de ansatte eller alternativt fagforeninger som omfatter to tredeler av de ansatte*». Det stilles ikke noe krav til konkret rettslig interesse slik som ellers er et vanlig vilkår for søksmålsadgang.<sup>72</sup> Begrunnelsen for manglende krav om rettslig interesse er for det første den enkelte aksjonærs interesse i at selskapet drives i samsvar med lov og vedtekter, og for det annet på grunn av behovet for kontroll med generalforsamlingens myndighetsutøvelse.<sup>73</sup> Dette gjelder særlig ettersom det er tilstrekkelig at en aksjonær reiser søksmål. Det kreves ikke tilslutning fra en minoritet av aksjonærene.

Listen over søksmålsberettigede er uttømmende.<sup>74</sup> Det innebærer at en tredjeperson som blir berørt av beslutningen ikke kan reise søksmål. Dette har betydning for en investor som fremsetter et oppkjøpstilbud, og hvor generalforsamlingen fastsetter beregning og utbetaling av erstatning for tapte rettigheter, se kapittel 6.4. Vedkommende kan ikke reise søksmål mot selskapet med påstand om at generalforsamlingen har truffet et ugyldig vedtak.

---

<sup>71</sup> Papadopoulos 2008 s.20.

<sup>72</sup> Aarbakke m.fl. 2004 s.406, jf. Rt.1938 s.583, Rt. 1953 s.810, Rt. 1959 s. 1151 og Rt. 1990 s. 720 Hkj.

<sup>73</sup> Andenæs 2006 s. 321.

<sup>74</sup> Skåre 1997 s. 16.

### 6.3.1.2 Søksmålsgjenstand

Selve søksmålsgjenstanden er en beslutning gjort av generalforsamlingen. Dette gjelder realitetsvedtak truffet av generalforsamlingen, så som valg av styremedlem, godkjenning av årsregnskap, fastsettelse av utbytte og ikke minst vedtektsendringer. Beslutninger av praktisk art som går på gjennomføringen av selve generalforsamlingen (for eksempel valg av møteleder, stemmerettsspørsmål og godkjenning av fullmakter) antas ikke å kunne være gjenstand for søksmål etter § 5-22.<sup>75</sup> Det kan reises søksmål om at beslutningen er ugyldig fordi den «er blitt til på ulovlig måte eller for øvrig er i strid med loven eller selskapets vedtekter».

En beslutning kan være ugyldig fordi generalforsamlingen har gått utover sin kompetanse eller truffet vedtak i strid med allmennaksjeloven eller vedtektene. Dersom generalforsamlingen har truffet et vedtak i en sak som hører under bedriftsforsamlingen er beslutningen normalt å anse som ugyldig.<sup>76</sup> Feil ved saksbehandlingen kan medføre gyldighet. Det er imidlertid ikke enhver feil som fører til ugyldighet. Avgjørende er om feilen kan ha hatt betydning for beslutningens innhold.<sup>77</sup>

Søksmål om at en beslutning er i strid med annen lov eller selskapets avtalerettslige forpliktelser må søksmål reises etter alminnelige prosessregler i tvistelovens, inkludert kravet om rettslig interesse.<sup>78</sup>

### 6.3.1.3 Utfall

Et søksmål om ugyldighet etter asal. § 5-22 kan føre til at beslutningen kjennes ugyldig eller at vedtaket endres, jf. § 5-24 (1) og (2). I sistnevnte tilfelle treffer domstolen en realitetsavgjørelse og fastsetter hva vedtaket opprinnelig skulle vært. Endring av vedtak kan kun finne sted dersom det er nedlagt påstand om det.

En domsavsigelse får som utgangspunkt bare betydning for sakens parter, jf. Tvisteloven<sup>79</sup> § 19-15 om at en rettskraftig avgjørelse kun er bindende for partene i saken. Imidlertid følger det av asal. § 5-24 (1) at dom som fastslår at en beslutning er ugyldig eller endres, vil ha virkning for alle som har rett til å reise søksmål etter asal. § 5-22. Det kan dermed ikke reises nytt søksmål om samme generalforsamlingsvedtak fra en annen part, og om det eksisterer flere søksmål om samme vedtak bortfaller disse.<sup>80</sup>

---

<sup>75</sup> Aarbakke m.fl. 2004 s.410.

<sup>76</sup> Andenæs 2006 s.324.

<sup>77</sup> Aarbakke m.fl. 2004 s.410.

<sup>78</sup> Andenæs 2006 s.324.

<sup>79</sup> Lov av 17.juni 2005 nr.90 om mekling og rettergang i sivile tvister

<sup>80</sup> Aarbakke m.fl. 2004 s.416-417.

## 6.4 Kompensasjon for tapte rettigheter

Bortfall av særlige stemmerettigheter og tap av kontroll kan sies å utgjøre et inngrep i aksjonærs eiendomsrett. Det fremgår av Takeover-direktivet art. 11 (5) at det skal ytes rimelig kompensasjon for ethvert tap innehaverne av rettigheter som settes til side lider. Det tillegges medlemslandene å bestemme vilkårene for fastsettelse og utbetaling av kompensasjon. Etter vphl.§ 6-17 (4) skal «*selskapets generalforsamling fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av erstatning i henhold til artikkel 11(5) i samme direktiv.*»<sup>81</sup> Ordlyden i vphl. gir ikke mye veiledning om selve kompensasjonen som skal betales. Reglene omkring kompensasjonen som skal ytes er jevnt over uklare. Verken vphl. eller Takeover-direktivet nevner for eksempel noe om hvem som skal yte kompensasjon. Er det selskapet eller aksjonærene selv? Eller kan generalforsamling kreve at tilbyder yter kompensasjon?

### 6.4.1 Hvem har rett på kompensasjon?

Ifølge art. 11 (5) er det innehaverne av de rettigheter som tilsidesettes som har krav på kompensasjon. Det synes dermed å være klart nok hvem som skal motta en eventuell erstatning. Imidlertid dekker ikke art. 11 avtaler mellom selskapet eller en aksjonær og en utenforstående tredjepart. Bestemmelsen omfatter kun avtaler mellom målselskapet og innehavere av dets verdipapirer, eller avtaler mellom aksjonærene. Avtaler inngått før direktivets ikrafttredelse dekkes ikke. For tilfellet der en aksjonær har inngått en avtale med en tredjepart som gir vedkommende visse rettigheter i forhold til aksjene oppstår spørsmålet om vedkommende har rett på erstatning som følge av tapte rettigheter dersom generalforsamlingen vedtektsfester en gjennombruddsregel. Dette spørsmålet kan for eksempel oppstå ovenfor en tredjepart som har pant i aksjene.

Avgjørende er hvem som er innehavere av verdipapirer med begrensninger, og hvem som har en avtale som innebærer begrensninger. Sistnevnte dekkes ikke av direktivet. Parter i en avtale som innebærer begrensninger på omsetning av aksjer er ikke nødvendigvis aksjonærer, og deres rettigheter er av kontraktmessig art og ikke vedtektsfestede rettigheter. Papadopoulos hevder at disse partene også bør ha rett på erstatning ettersom deres rettigheter har samme rettslige effekt på overdragelsen av aksjer.<sup>82</sup> Foreløpig må disse rettighetshaverne bringe deres krav om erstatning inn for retten.

---

<sup>81</sup> Jeg kommer i det følgende til å benytte begrepet kompensasjon fremfor erstatning ettersom det er mer i tråd med direktivets begrepsbruk.

<sup>82</sup> Papadopoulos 2008 s.21.

#### 6.4.2 Hvem skal yte kompensasjon, og hvordan skal denne beregnes og utbetales?

Norske forarbeider nevner ikke noe om beregning og utbetaling av erstatning, men nøyer seg med å vise til at det kan medføre prinsipielt vanskelige spørsmål som kan vise seg vanskelige å regulere på en måte som også beskytter de aksjonærene som har betalt en høyere markedspris for å kjøpe nettopp aksjer med stemmerett eller ekstra stemmer.<sup>83</sup> Verdipapirmarkedslovutvalget foreslår at når det gjelder kravet om rimelig kompensasjon for ethvert tap som påføres aksjonærer med særrettigheter som følge av en gjennombruddsregel, skal det være målselskapets generalforsamling som skal fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av kompensasjonen.<sup>84</sup>

Dette følges opp i Ot.prp. nr.34 hvor det fremgår at «når det gjelder kravet på rimelig kompensasjon for ethvert tap som påføres innehavere av rettigheter som følge av bortfall i henhold til art. 11(2), (3) eller (4), jf. art. 11(5), foreslår utvalget at målselskapets generalforsamling, i et eventuelt vedtak i henhold til art. 12(2), må fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av slik kompensasjon, jf. forslag til vphl. § 4-17 nytt fjerde ledd annet punktum.»<sup>85</sup> Departementet sluttet seg til utvalgets forslag om at selskapets generalforsamling i et slikt eventuelt vedtak skal fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av erstatning.<sup>86</sup> Norske forarbeider gir med andre ord ikke noen nærmere veiledning på hvordan erstatning for bortfall av rettigheter skal beregnes og utbetales, eller hvem som skal yte slik kompensasjon.

I Winter-rapporten ble det gjort en vurdering av om innehaver av aksjer med disproporsjonale stemmerettigheter eller spesielle kontrollrettigheter skulle gis en rett til å motta godtgjørelse for tap av slike rettigheter dersom tapet oppstod som en følge av at tilbyder oppnådde akseptgrad på 75 % på fremsatt oppkjøpstilbud. Ifølge rapporten skal ikke tilbyder behøve betale kompensasjon ettersom tap av særrettigheter er en konsekvens av en offentlig politikk valgt av EU og medlemslandene som et ledd i å skape fellesspilleregler for oppkjøp. Kompensasjon bør kun gis i spesielle tilfeller hvor innehaver av særrettigheter kan vise til å ha lidd spesifikk skade.<sup>87</sup> Winter-rapporten gir dermed heller ikke noe svar på når kompensasjon skal utbetales, beregning av denne eller hvem som skal betale. Det anbefales imidlertid at det utredes nærmere hvorvidt det skal etableres en prosedyre for de tilfeller der det kan bli aktuelt å betale en form for godtgjørelse.

---

<sup>83</sup> NOU 2005:17 s. 81.

<sup>84</sup> Ibid. s.56.

<sup>85</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.399.

<sup>86</sup> Ibid. s.400.

<sup>87</sup> Winter-rapporten s.35.

En tydelig indikasjon på at det er tilbyder som skal betale kompensasjonen finnes allikevel i Takeover-direktivet art. 6 som regulerer opplysninger om tilbud og hva som skal stå i tilbuds-dokumentet som skal utarbeides og offentliggjøres av tilbyder. I følge art. 6 (3) e skal tilbuds-dokumentet inneholde opplysninger om den godtgjøringen som tilbys for de rettigheter som vil kunne bli inndratt som følge av gjennombruddsregelen i art. 11 (4). Det skal opplyses om måten godtgjørelsen skal utbetales på og metoden for å fastsette den. Gjennombruddsregelen medfører at rettighetene til de aksjonærene hvis aksjer ikke blir kjøpt opp tilsidesettes. Det er vanskelig å tenke seg hvordan kompensasjonen som skal ytes disse kan fastsettes i et tilbuds-dokument. Hvilken kompensasjon som skal ytes vil avhenge av antallet aksjonærer med stemmerett eller særrettigheter som aksepterer tilbudet. Dette medfører problemer i forhold til kravene i art. 3 (1) e som stiller krav om at tilbyder først kan kunngjøre et tilbud etter å ha forvissnet seg om at vedkommende fullt ut kan yte kontantvederlag eller truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres. Så lenge tilbyder ikke vet størrelsen på kompensasjonen vil det også være vanskelig å vite om den nødvendige finansieringen er på plass. Tilbyder må i tilfellet sørge for å ha tilstrekkelig finansiering til å kunne betale ut kompensasjon til alle som vil kunne få et krav på dette.<sup>88</sup> Det sier seg selv at dette kan bli et betydelig beløp, som kan komme til å påvirke oppkjøpsinteressen hos investorer.

I den danske Selskabsloven<sup>89</sup> ser det ut til at de har vært oppmerksomme på indikasjonen som følger av art.6 (3) e. I § 344 er det tatt inn en bestemmelse om at tilbyder hvis overtakelsestilbudet gjennomføres skal «*yde kompensation til de aktionærer, som måtte lide et økonomisk tab, fordi særlige rettigheder eller begrænsninger, der i henhold til aktieselskabets vedtægter knytter sig til aktiebesiddelsen eller til den enkelte aktie, ikke kan gøres gældende*». Opplysninger om kompensasjonen som tilbys og beregningen av denne skal videre fremgå av tilbuds-dokumentet, og prisfastsettelse skal gjøres med utgangspunkt i markedsværdien for aksjene. Hvis det ikke oppnås enighet om kompensasjonen skal det «*fastsettes kompensationen af skønsmænd udmeldt af retten på aktieselskabets hjemsted*». Avgjørelsen kan bringes inn for retten.

Det formodes at størrelsen på kompensasjonen skal stå i rimelig forhold til det tap aksjonæren lider som følge av å miste stemmeretten.<sup>90</sup> I den svenske loven om offentlige oppkjøpstilbud (LUA)<sup>91</sup> fremgår det av kapittel 6, § 6 at «*budgivaren [skal] betala skälig ersättning till rät-*

---

<sup>88</sup> Rickford 2004 s.1394-1395.

<sup>89</sup> Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber.

<sup>90</sup> Müller 2014 s. 1445.

<sup>91</sup> Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudande på aktiemarknaden.

*tighetsinnehavaren».*<sup>92</sup> I den svenske utredningen om Takeover-direktivet<sup>93</sup> fremholdes det at i spørsmålet om det skal gis rimelig erstatning for tap av rettigheter, vurderer utvalget det til at erstatning normalt ikke bør utbetales. Dette begrunnes med at aksjeeiere i generalforsamling kan bestemme og endre vedtektene til forringelse for enkeltaksjonærer eller en hel aksjeklasse. Strengere flertallskrav og regler om myndighetsmisbruk beskytter minoritetsaksjonærer i slike tilfeller. Noen rett til erstatning for aksjonærer som gjennom slik beslutning får sin rett forringet følger imidlertid ikke av loven. Utvalget ser ikke noen grunn til å se prinsipielt annerledes på en beslutning om gjennom vedtekt å innføre en gjennombruddsregel enn en beslutning om andre vedtektsendringer. Det foreslår imidlertid for å oppfylle direktivets krav, at det i loven fastsettes at generalforsamlingen ved innføring av en gjennombruddsregel skal ta stilling til om tilbyder skal betale noen form for erstatning, og i tilfellet hvordan denne erstatningen skal beregnes.<sup>94</sup>

Dansk og svensk retts løsning på spørsmålet om at generalforsamling kan bestemme om tilbyder skal betale erstatning går på dette punkt imot forslaget i Winter-rapporten hvor det anbefales at tilbyder ikke skal være pålagt å tilby noen form for kompensasjon.<sup>95</sup>

Erstatningsspørsmålet er lite behandlet i norsk juridisk teori. Sjøfjell er innom problemstillingen, og peker på at virkningene av at Takeover-direktivet overlater reguleringen av erstatningsspørsmålet til medlemslandene selv vil føre til store variasjoner i regler mellom medlemslandene. Enkelte stater vil overlate spørsmålet til domstolene, mens andre vil la det være opp til selskapene selv å ta stilling til i sine vedtekter.<sup>96</sup> I øvrig teori reises det flere spørsmål enn svar, og inntrykket er at situasjonen omkring erstatningsspørsmålet er svært uklar etter som direktivet gir liten veiledning. Bartman mener det er en dårlig løsning når direktivet gjør kompensasjonsbestemmelsen obligatorisk. Kravet om kompensasjon hindrer oppkjøp, og det gjør det vanskeligere å oppnå felles spilleregler.<sup>97</sup> I dansk teori ble det drøftet hvorvidt en preseptorisk gjennombruddsregel vil innebærer ekspropriasjon. Henrik Zahle konkluderer med at regelen vil utgjøre ekspropriasjon i forhold til A-aksjonærene.<sup>98</sup> Det drøftes hvordan det i tilfellet kan påvises tap og hvordan kompensasjon skal beregnes og utbetales. Et problem er at den kontrollverdien som er knyttet til stemmetunge A-aksjer eksisterer ikke hos små aksjonærer som er innehavere av A-aksjer, men ikke besitter kontroll. Beregningen av slik verdi

---

<sup>92</sup> Min klamme

<sup>93</sup> SOU 2005:58.

<sup>94</sup> Ibid. s.130-131.

<sup>95</sup> Winter-rapporten s. 5.

<sup>96</sup> Sjøfjell 2008 s.391.

<sup>97</sup> Bartman 2004 s.8.

<sup>98</sup> Christensen 2014 s. 103, jf. Zahle i Juristen nr. 6 2004 s. 279 ff..



kan vise seg å bli svært vanskelig.<sup>99</sup> Beregningen og utbetalingen av kompensasjon gis det få svar på i juridisk teori. Som vist ovenfor synes imidlertid spørsmålet om hvem som skal betale kompensasjonen å være besvart fra noen hold.

Svensk og dansk lovgivning kan gi en indikasjon på hvordan spørsmålet om hvem som skal yte erstatning kan løses i Norge, og det synes mest naturlig å følge de indikasjoner Takeover-direktivet selv gir på dette området. Selv om dansk rett angir at prisfastsettelse skal skje med utgangspunkt i markedspris, gjenstår det fortsatt enkelte ubesvarte spørsmål. For eksempel hva erstatningen skal bestå i. Skal erstatning ytes i kontanter eller kan det gis rettigheter til aksjer? Det er fortsatt i stor grad opp til tilbyder selv å foreslå en kompensasjon, som da muligens kan bli gjenstand for forhandlinger. Hvem skal stå for forhandlingene? Aksjonærene selv eller selskapet? Takeover-direktivet er et minimumsdirektiv, og det er opp til medlemsstatene selv å fastsette mer detaljerte regler. Metoden som er anvendt i norsk rett ved at det kun henvises til direktivet medfører at bruken av en gjennombruddsregel skaper en rekke ubesvarte spørsmål av stor betydning, spørsmål som er for omfattende til å gå inn på i denne oppgaven.

---

<sup>99</sup> Christensen 2014 s. 103.

## 7 Enkelte mangler ved gjennombruddsregelen med betydning for norsk rett

### 7.1 Innledning

Gjennombruddsregelens funksjon som et hinder for å vanskeliggjøre eller umuliggjøre et oppkjøp er avhengig av dens virkeområde. I dette kapitlet skal jeg gå gjennom enkelte sentrale begrensninger i gjennombruddsregelen som vil få innvirkning på effekten av regelen, og som vi skal se i neste kapittel, også på konsekvensene dersom en gjennombruddsregel tas i bruk.

### 7.2 Innholdsmessige mangler

#### 7.2.1 Stemmerettsløse aksjer omfattes ikke

Gjennombruddsregelen har en mangel i hvordan den definerer aksjer som skal omfattes av regelen. Det er klart nok at stemmerettsløse aksjer ikke er i tråd med proporsjonalitetsprinsippet som Winter-rapporten la så stor vekt på, noe som tilsier at bruken av stemmerettsløse aksjer burde være gjenstand for gjennombrudd i tilfellet av et oppkjøp. Imidlertid retter gjennombruddsregelen seg kun mot «*begrensninger i stemmeretten*» og «*verdipapirer som gir flere stemmeretter*».

Hvor står stemmerettsløse aksjer i forhold til aksjer med «*begrensning i stemmeretten*»? Dersom aksjene ikke har stemmerett overhodet, kan de da i det hele tatt omfattes av eller utgjøre en «*begrensning*»? Etter ordlyden å dømme kan stemmerettsløse aksjer neppe omfattes av aksjer med begrensning i stemmeretten som skal tilsettes ved oppkjøp. Videre er «*verdipapir*» i Takeover-direktivet art. 2 (1) e definert som «*omsettelige verdipapirer som gir stemmerett i et selskap*». Aksjer uten stemmerett vil følgelig ikke utgjøre «*verdipapir*» slik disse er definert i direktivet. Så lenge stemmerett er en forutsetning for at aksjer skal være dekket av direktivet, er det vanskelig å se hvordan gjennombruddsregelen kan anvendes på stemmerettsløse aksjer.<sup>100</sup>

Videre fremgår det heller ikke av art. 11 hvilket antall stemmer de stemmerettsløse aksjene i tilfellet skulle få dersom de skulle gis stemmerett. På generalforsamling som skal ta stilling til iverksettelse av forsvarstiltak etter art. 11 (3), eller på første generalforsamling etter oppnådd akseptgrad på 75 % av kapital som gir stemmerett etter art. 11 (4), vil man med andre ord ikke vite hvilket antall stemmer som er tilstede på generalforsamlingen.<sup>101</sup>

---

<sup>100</sup> Papadopoulos 2008 s.8-9.

<sup>101</sup> Rickford 2004 s.1391.

Bruk av stemmerettsløse aksjer kan på bakgrunn av dette forhindre et oppkjøp til tross for anvendelse av gjennombruddsregelen. I Norge benyttes stemmerettsløse B-aksjer som kontrollmekanisme, og art. 11 vil ikke gjøre det lettere å kjøpe opp norske selskap selv om aksjonærene skulle komme til å vedtektsfeste en gjennombruddsregel.

### 7.2.2 Pyramidestrukturer omfattes ikke

Pyramidestruktur er ikke omfattet av gjennombruddsregelen. I Winter-rapporten ble det foreslått å håndtere pyramidestrukturer separat ved ikke å tillate børsnotering for holdingselskaper hvis virksomhet kun var å eie aksjer i et annet notert selskap.<sup>102</sup> Dette forslaget ble ikke tatt inn i Takeover-direktivet, og per i dag er det dermed ikke noe som hindrer omlegging til pyramidestruktur for å omgå gjennombruddsregelen. Mindre transparente eierforhold som fører til lavere interesse blant investorene kan gi et mindre effektivt marked og dårligere muligheter for å få dekket behovet for kapital gjennom finansmarkedet.

Pyramidestruktur er en relativt vidt utbredt eierstruktur i Norge. En undersøkelse fra 2002 viste at 33,9 % av norske selskaper har en slik struktur.<sup>103</sup> Skulle gjennombruddsregelen på noe tidspunkt bli gjort obligatorisk for Norge, er det sannsynlig at effekten på endring av eierstruktur ikke vil bli like stor som i andre europeiske land ettersom det allerede eksisterer en omfattende bruk av pyramidestruktur her til lands. Revisjonen av Takeover-direktivet i 2012 konkluderte også med at det ikke var behov for endring i medlemsstatenes regulering av gjennombruddsregelen på daværende tidspunkt.<sup>104</sup> En obligatorisk gjennombruddsregel ser dermed ikke ut til å bli en realitet i den nærmeste fremtid.

### 7.2.3 Golden shares med statlig eierskap omfattes ikke

Det fremgår av art. 11 (7) i Takeover-direktivet at bestemmelsen ikke får anvendelse når en medlemsstat innehar verdipapirer med særlige rettigheter som er forenlige med traktaten. Reguleringen får betydning for golden shares hvor staten er innehaver av særrettigheter. Utelukkelsen av denne typen aksjer gikk imot anbefalingen i Winter-rapporten, som ikke så noen årsak til å skille mellom særrettigheter holdt av private eiere eller statlige eiere. Et tidligere statlig eid selskap privatiseres for å nyte godt av markedsfordeler, og bør av den grunn være underlagt de samme reguleringer som privat virksomhet.<sup>105</sup>

---

<sup>102</sup> Winter-rapporten s.38-39.

<sup>103</sup> Berglöf og Burkart 2003 s.180.

<sup>104</sup> COM (2012) s.10.

<sup>105</sup> Winter-rapporten s. 34.

### 7.3 Problemet med gjennomføringen i norsk rett

Norge valgte samme fremgangsmåte som de fleste andre europeiske land, og gjorde gjennombruddsregelen til en valgfri ordning for norske selskaper. Det største problemet med gjennombruddsregelen er kanskje nettopp valgfriheten. En valgfri gjennombruddsregel vil neppe redusere forskjellene i ulike eierstrukturer i Europa. Valgfriheten medfører at hinder for oppkjøp fortsatt kan eksistere i relativt stort omfang, og at det ikke er aksjonærene som har avgjørende myndighet i en oppkjøpssituasjon.

Dersom det var blitt tatt inn en bestemmelse som krevde at spørsmålet om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger ble behandlet på generalforsamling årlig eller med jevne mellomrom, ville det muligens skapt fortgang i en harmonisering av regelverket ved at aksjonærene og ledelsen i selskapet tvinges til å ta stilling til spørsmålet om stemmerettsbegrensning som forsvarsmekanisme.<sup>106</sup> Et alternativ der gjennombruddsregelen gjøres obligatorisk, og deretter at selskapene selv må avgjøre via generalforsamling om de skal velge ikke å anvende regelen er mer i tråd med den løsningen som er valgt for et nøytralt styre.<sup>107</sup> Reglene for styret er at tiltak som hindrer oppkjøp i utgangspunktet ikke er lovlig uten godkjenning fra generalforsamling. En gjennombruddsregel som utgangspunkt, og der fravikelse vil kreve samtykke fra et flertall på generalforsamlingen er bedre i overensstemmelse med hensynet til aksjonærenes beslutningsmyndighet. Det gjør det også mulig for aksjonærene å ta stilling til om forsvarstiltak etter art. 9 i Takeover-direktivet skal iverksettes eller ikke.

Situasjonen i dag er at ingen selskaper har tatt i bruk gjennombruddsregelen, og som vist tidligere i oppgaven kan det vise seg å bli vanskelig å få tatt regelen i bruk også ettersom det er samme kontrollerende flertallet som i tilfellet skal vedta vedtektsendringen. Gjennombruddsregelen slik den er innført gjennom de norske reglene gir dermed ikke det samme vernet for minoritetsaksjonærene som opprinnelig tiltenkt. På grunn av flertallskravet er det vanskelig å se at det blir mulig for minoritetsaksjonærene å kunne benytte gjennombruddsregelen til å få innvirkning på spørsmålet om hvorvidt selskapet skal iverksette forsvarstiltak eller ikke. Dette kan føre til at minoritetsaksjonærene ikke får særlig betydning i avgjørelsen av om et tilbud skal lykkes eller ikke, denne avgjørelsen blir opp til kontrollerende eiere. Selv om vi ser antydninger til færre kontrollmekanismer i bruk, er det fortsatt lite som tyder på at vi vil få den graden av fritt markedet for oppkjøp som var ønsket og tanken bak Takeover-direktivet. Den frivillige ordningen for gjennombruddsregelen blir effektiv motvirket av flertallskravet til vedtektsendring.

---

<sup>106</sup> Ipekel 2005 s.351.

<sup>107</sup> Böckli m.fl. 2014 s.13.

## **8 Konsekvenser ved bruk av gjennombruddsregelen**

### **8.1 Innledning**

I forkant av vedtagelse ble det i liten grad gjort empiriske undersøkelser for å fastslå hvilke virkninger og omfang en gjennombruddsregel kunne få. I tiden som har gått har enda ingen selskaper tatt regelen i bruk, og direkte konsekvenser har så langt ikke vært mulig å fastslå. Det er likevel gjort enkelte undersøkelser av mulige virkninger av en obligatorisk gjennombruddsregel som kan belyse potensielle konsekvenser og gir en mer balansert oversikt over fordeler og ulemper ved gjennombruddsregelen. Dette gir nyttig informasjon om hvordan en gjennombruddsregel vil komme til å ha ulik virkning avhengig av eksisterende kontrollstrukturer i landene som har åpnet for bruk av regelen.

### **8.2 Tap av kontroll**

En undersøkelse gjort av Bennedsen og Nielsen viste virkningen en gjennombruddsregel ville ha på europeiske selskaper.<sup>108</sup> Undersøkelsen gjaldt hvilken effekt 75 % regelen foreslått i Winter rapporten vil få for kontrollen i selskapene. 1 035 selskaper ble inkludert i undersøkelsen, og resultatene viste at i 3-5 % av selskapene ville kontrollerende eier bli påført et direkte tap av kontroll, mens kontrollerende eier i 11-17 % av selskapene sannsynligvis ville miste kontroll. Undersøkelsen ble gjennomført ved å analysere fordelingen av kontantstrøm og kontrollrettigheter.

Danmark og Sverige var blant landene med størst sannsynlighet for direkte tap av kontroll ettersom man begge steder finner eiere som er innehavere av 50 % av stemmene, men besitter mindre enn 25 % av aksjene. Effekten av en gjennombruddsregel vil være ulik for de ulike land, basert på eierstrukturer. Land med spredt eierskap vil naturligvis bli mindre påvirket av en gjennombruddsregel enn land med konsentrert eierskap. Disproporsjonalitet mellom stemmer og kontantstrøm øker sannsynligheten for at det vil oppstå tap av kontroll i selskapene. Inndeling i aksjeklasser brukes i Sverige for å holde på kontrollen i selskapet, og det er disproporsjonalitet mellom kontroll og antall aksjer. Dette i motsetning til selskaper i Storbritannia og Irland, hvor selskaper med ulike aksjeklasser har spredt eierskap og proporsjonalitet mellom kontroll og kontantstrøm.<sup>109</sup> Det er sannsynlig at gjennombruddsregelen i Takeoverdirektivet vil ramme skandinaviske selskaper i større grad enn i Storbritannia og Irland.

### **8.3 Endring av eierstruktur**

Dersom generalforsamling i et selskap med ulike aksjeklasser bestemmer seg for å ta i bruk gjennombruddsregelen vil dette medføre tap av kontroll for majoritetsaksjonærene. Det er

---

<sup>108</sup> Bennedsen og Nielsen 2004. The Impact of a Break-Through Rule on European Firms.

<sup>109</sup> Ibid. s.274.

nærliggende å tenke seg at kontrollerende aksjonærer vil forsøke å unngå et slikt tap ved å iverksette ulike forsvarsstrategier som ikke rammes av en gjennombruddsregel. Dette kan gi betydelige og uønskede virkninger for eierstrukturen. Flytting av virksomhet til land som tillater kontrollstrukturer som ikke omfattes av en gjennombruddsregel kan også bli en konsekvens.

### 8.3.1 Overgang til pyramidestruktur

Det er antatt at tap av kontroll kan omgås ved at organisering av eierskap i selskaper går fra aksjeklasser til pyramidestruktur, sistnevnte er ikke omfattet av gjennombruddsregelen. Pyramidestruktur er som nevnt en form for kontrollstruktur hvor et selskap eier aksjer i et annet selskap som eier aksjer i et annet selskap og så videre.<sup>110</sup> Ved å bruke en slik eierstruktur kan en aksjonær oppnå kontroll i et selskap via en rekke enheter og til lavere kapital enn ved direkte eierandel. Sannsynligheten for at vi vil få en omorganisering av eierstruktur støttes av det i Belgia ved innførselen av «en aksje, en stemme» regelen i 1934 skjedde en økning i antall pyramidestrukturer.<sup>111</sup> Som nevnt er pyramidestruktur utbredt i Norge, og det er ikke utenkelig at det ville blitt en økning i bruken ved en obligatorisk gjennombruddsregel.

Problemet med pyramidestruktur er at det er en mindre gjennomiktig eierstruktur enn inndeling i aksjeklasser. Hvem som sitter med kontrollen er vanskeligere å avdekke og det er vanskeligere for investorer å evaluere kjøp av aksjer i et slikt selskap. Et transparent marked er en viktig faktor for at investorer skal kunne ta veloverveide beslutninger, og for at prisen på aksjene som omsettes i størst mulig grad skal gjenspeile reelle markedsforhold og verdier i selskapet. Informasjonsplikten som fremgår av vphl. § 5-8 om at utsteder av verdipapirer plikter å offentliggjøre endringer i rettigheter knyttet til verdipapirene, slik som endring i stemmerett for en aksjeklasse, skal sørge for transparens. Det følger også av art. 10 (1) c i Takeoverdirektivet at pyramidestrukturer skal inkluderes i informasjonen selskapene skal offentliggjøre. Innføring av gjennombruddsregelen kan gi uheldige virkninger for tilliten til og omsetningen i markedet dersom det medfører større vansker med å avdekke hvem som sitter med kontrollen i et selskap. En investor vil være mindre villig til å gå inn med kapital dersom det er uklart hvem som kontrollerer selskapet. Opplysningsplikten kan imidlertid bøte noe på dette.

### 8.3.2 Andre virkninger på eierforhold

Sjåfjell har pekt på andre negative virkninger, som at selskaper kan komme til å kjøpe egne aksjer for å opprettholde kontrollen. Etter asal. § 9-2 kan ikke et allmennaksjeselskap kjøpe

---

<sup>110</sup> Papadopoulos 2008 s. 10.

<sup>111</sup> Geen and Clottens 2010 s. 16-17.

mer en 10 % av egne aksjer, og det kan være nødvendig å ta i bruk «hvit ridder» taktikk, hvor man retter seg mot en vennligstilt investor og tilbyr vedkommende å kjøpe seg inn eller opp i selskapet. Hvor selskapet kjøper egne aksjer vil selskapet benytte likvide midler på oppkjøp av aksjer, fremfor at disse midlene kunne vært brukt på en mer produktiv måte.<sup>112</sup>

En annen måte å holde på kontrollen i selskapet, er å kjøpe seg opp til 26 % av aksjekapitalen med stemmerett, slik at en oppkjøper ikke vil oppnå en akseptgrad på 75 % og kan sette til side omsetnings- og stemmerettsbegrensninger. Dette vil gi motsatt effekt enn det som var målet med Takeover-direktivet. Det vil skape en «lock-in» effekt for den kontrollerende aksjonæren, og medføre en økning i kontrollerende aksjeblokker fremfor en spredning av aksjene slik Takeover-direktivet legger opp til.<sup>113</sup>

Endring i eierstrukturen kan påvirke muligheten for å skaffe seg nødvendig kapital i markedet ved å utstede nye aksjer. Skal man unngå at en potensiell oppkjøper skal kunne kjøpe seg opp til 75 %, legger det bånd på hvor mange aksjer man kan utstede før grensen kan bli nådd. Muligheten til å skaffe kapital ved å utstede nye aksjer er en viktig måte for selskapene til å skaffe seg nødvendig finansiering. En gjennombruddsregel som vil legge en demper på finansieringsmulighetene vil være negativt for markedet.

Enkelte land forbyr utstedelse av stemmerettsløse aksjer, for eksempel Nederland. I disse landene kan det tenkes at selskaper vil forsøke å finne alternative metoder for å oppnå samme effekt. Et alternativ er utstedelse av sertifikater eller stemmerettsløse depotbeviser for aksjer.<sup>114</sup> Selve aksjen med stemmerett overdras til et administrasjonskontor, mens eiendomsretten beholdes. Denne formen for eierskap er vanlig i Nederland, Belgia og Frankrike.

#### **8.4 Kan ta i bruk forsvarstiltak etter artikkel 9**

En hovedhensikt bak gjennombruddsregelen er å bryte gjennom reguleringer som gjør det mulig for kontrollerende aksjeeiere eller styret i selskapet å iverksette forsvarstiltak. Prinsippet bak Takeover-direktivet med beslutningsmyndighet hos aksjonærene gjør at gjennombruddsregelen skal legge til rette for at det er aksjonærene som skal avgjøre om styret skal kunne iverksette forsvarstiltak eller ikke og at retten til å bestemme dette skal være proporsjonal med risikobærende kapital. Art. 9 i Takeover-direktivet bekrefter og støtter opp om prinsippet om beslutningsmyndighet hos aksjonærene.

---

<sup>112</sup> Sjøfjell 2009 s. 395.

<sup>113</sup> Ibid.

<sup>114</sup> Papadopoulos 2008 s.9.

Etter art. 9 (2) kan ikke styret i målselskapet iverksette tiltak som kan hindre oppkjøpstilbudet uten godkjenning fra generalforsamling, mens art. 9 (3) regulerer beslutninger truffet før tilbud er fremsatt og stiller krav om generalforsamlingens godkjenning av tiltak som ikke er del av normal forretningsdrift, og som kan hindre oppkjøp dersom beslutningene gjennomføres. En vedtektsfestet gjennombruddsregel vil sikre at generalforsamlingens godkjenning av tiltak som kan hindre oppkjøp kan treffes av samtlige aksjonærer og ikke kun de som sitter med stemmeflertall, og er dermed et viktig element for å gi reglene om et nøytralt styre den ønskede funksjon. Som påpekt tidligere er det som regel kontrollerende aksjonærer som vil ha mest imot et oppkjøp ettersom det kan medføre tap av kontroll over selskapet, og uten en gjennombruddsregel vil de samme aksjonærene effektivt hindre potensielle oppkjøp gjennom å godkjenne iverksettelse av forsvarstiltak.

### **8.5 Flytter virksomhet**

Takeover-direktivet tillater enkelte forsvarsmekanismer, mens andre vil bli hindret av reglene i direktivet. Ettersom gjennombruddsregelen bare regulerer visse former for stemmerettsbegrensning og det er opp til statene selv om de vil innføre regelen, kan en konsekvens bli at selskaper flytter virksomhet til land som tillater en eierstruktur som ikke omfattes av regelen. Hvilke begrensninger som ble omfattet av gjennombruddsregelen var avhengig av hvilke land som best klarte å kjempe for å holde egne kontrollmekanismer utenfor regelens virkeområde.<sup>115</sup> Den svenske ordningen med ulike aksjeklasser er dermed regulert, mens statlig eierskap slik vi finner i form av Tysklands golden shares holdes utenfor, jf. Takeover-direktiver art. 11 (7). Ulik regulering av kontrollmekanismer er lite heldig for arbeidet med å etablere et marked for virksomhetskontroll dersom det gir selskaper incentiver til å flytte eller etablere virksomhet i de stater de anser for best egnet. Vi kan få en situasjon med sentrert virksomhetsetablering som er uheldig både for det frie marked og konkurranse, og for effekten av gjennombruddsregelen.

---

<sup>115</sup> Ibid.



## 9 Er det et behov for en gjennombruddsregel og er dette ivaretatt gjennom de norske reglene?

Målet med oppgaven har vært å undersøke om det er behov for en gjennombruddsregel i Norge, og i tilfellet om behovet er ivaretatt gjennom reglene i vphl. § 6-17 (4).

Oppkjøpsaktiviteten i Norge er relativt høy. I 2013 ble det fremsatt 35 oppkjøpstilbud, og totalt 183 i perioden 2007 til 2013.<sup>116</sup> Dette omfatter både frivillige tilbud og pliktige tilbud.<sup>117</sup> Det er imidlertid mindre sannsynlig at de større selskapene med statlig eierskap eller med større aksjeeiere med langsiktige perspektiver vil bli utsatt for oppkjøpsforsøk nettopp på grunn av den store eierandelen disse to gruppene sitter med. Spredt eierskap har lenge vært den foretrukne formen for eierstruktur både politisk og innen juridisk teori.<sup>118</sup> Dette lå også til grunn for Winter-rapporten og forslaget om en gjennombruddsregel. Den kritiske holdningen til kontrollerende aksjonærer gav grobunn til et syn om at denne typen eierstruktur var forårsaket av dårlig lovgivning. Gilson stiller imidlertid spørsmålet om hva som er galt med å ha en kontrollerende eier. Å ha en kontrollerende eier kan ha ulike fordeler, som for eksempel at vedkommende sørger for kontroll med ledelsen i selskapet og langsiktig stabilitet. Det kan imidlertid medføre visse goder å være kontrollerende eier. Derfor er det viktig med et lovverk som skal beskytte minoriteten, slik at kontrollerende eier ikke mottar goder på bekostning av øvrige aksjonærer. Hvor dette er på plass, hvorfor er det fortsatt ansett for å være negativt med kontrollerende eiere? På den annen side, dersom kontroll over selskapet ikke medfører noen ekstra goder, hvorfor er det da så vanskelig for aksjonærene med kontroll å gi slipp, og hvorfor har vi fortsatt et mønster av konsentrert eierskap?<sup>119</sup> I tidligere undersøkelser har fokuset vært på goder av økonomisk art, og man har ikke tatt med i beregningen de ikke-økonomiske godene som kan være tilknyttet en kontrollerende eierpost. Dette kan være sosial og politisk status, som kan være en viktig årsak til at en majoritetsaksjonær ikke vil gi slipp på sin posisjon. Dette kan være en forklaring på hvorfor vi fortsatt finner konsentrert eierskap i land med lovgivning som støtter effektive kontrollmekanismer.<sup>120</sup>

Wymeersch påpeker også at Takeover-direktivet ble utformet på en tid der mønsteret for selskaper var basert på en spredt eierskap modell, hvor oppkjøp ble ansett for å være nødvendig for å disiplinere styret ettersom aksjonærene ikke kunne utøve tilstrekkelig myndighet selv.<sup>121</sup> Han viser til at mye er skjedd siden den gang, blant annet at Corporate Governance som var i

---

<sup>116</sup> Lekvall 2014 s.203-204.

<sup>117</sup> Jf. vphl. §§ 6-1 og 6-6.

<sup>118</sup> Gilson 2006 s.1648.

<sup>119</sup> Ibid. s. 1649-1650.

<sup>120</sup> Ibid. s. 1655-1656.

<sup>121</sup> Wymeersch 2012 s.2.

oppstartsfasen på tidspunktet for vedtagelsen av Takeover-direktivet, nå har fått mer innflytelse. Dessuten viste finanskrisen at teorien om et effektivt marked ikke lenger er den eneste løsningen for å sikre best drift av selskapet. Det har vokst frem ulike metoder for overvåkning av styret og ledelsen, og særlig aktiv eierkapital trekkes frem som et eksempel. Det er mindre behov for aksjonærene å ha kontroll med ledelsen ettersom denne oppgaven kan overlates til investeringsfondene. Aksjonærenes mulighet for deltagelse i avgjørelsesprosesser er også styrket gjennom regler som gjør det lettere å delta på generalforsamling, slik som elektronisk deltagelse og stemmeavgivning. Med aksjonærenes økte muligheter for deltagelse på generalforsamling har fordelene med en kontrollerende eiers betydning for vekst, stabilitet og langtidsinvestering blitt gjenoppdaget. Regulering av oppkjøpstilbud bør dermed forsøke å finne en balanse mellom fleksibilitet og langsiktig verdiskapning, fremfor og kun fokusere på enkeltfaktorer som kontrollpremie og private fordeler med å være i en kontrollerende posisjon.<sup>122</sup>

I norsk rett har regler om myndighetsmisbruk og tilbudsplikt viktige funksjoner som vern for minoritetsaksjonærene, og reglene om informasjonsplikt og offentliggjøring bidrar til et transparent marked.<sup>123</sup> Allikevel anvendes stemmerettsløse aksjer fortsatt som en kontrollmekanisme. Bruk av aksjeklasser kan synes å være en følge av tradisjon og familieforhold. Ifølge Winter-rapporten skulle ulike aksjeklasser virket dempende på investorenes interesse for oppkjøp. Det har riktignok vært en nedgang i bruken av ulike aksjeklasser, men som vi også har sett er det ikke store prisforskjeller på aksjene hos selskapene med flere noterte klasser. Hvorvidt investorer ser på selskaper med ulike aksjeklasser som en dårligere investering enn selskaper uten er det vanskelig å si noe sikkert om.

Revisjonen av Takeover-direktivet i 2012 viste også at det ikke var behov for å gjøre gjennombruddsregelen obligatorisk. Oppkjøpsaktiviteten i de landene som ikke hadde innført en obligatorisk regel var ikke hindret av dette. Ideen om at aksjonærene selv ville kreve at gjennombruddsregelen ble tatt i bruk viste seg ikke å stemme, og aksjonærene mente at reglene hadde liten effekt ettersom det fantes andre måter å trenge gjennom forsvarsmekanismer på.<sup>124</sup>

Gjennom en analyse av gjennombruddsregelen har jeg vist hvordan den får liten innvirkning på norske forhold ettersom sentrale kontrollmekanismer utbredt i Norge (som stemmerettsløse B-aksjer og pyramidestrukturer) ikke dekkes av regelen. Jeg har også vist hvordan selve gjennomføringen av regelen i norsk rett skaper problemer ved at flertallet som sitter med kontroll i selskapet er det samme som må stemme for å vedtektsfeste en gjennombruddsregel. Selv om

---

<sup>122</sup> Ibid. s.2-3.

<sup>123</sup> Vphl. kap. 5.

<sup>124</sup> COM (2012) s.4, 8 og 10.

det kan tyde på at kontrollerende eier ikke mottar noen økonomiske fordeler ved å sitte med kontrollen, kan det være fordeler av ikke-økonomisk art som gjør at det er lite ønskelig å gi slipp på kontroll. Det er lite sannsynlig at kontrollerende eier vil stemme for en vedtektsendring som medfører tap av kontroll, og ved å gjøre regelen til gjenstand for en frivillig ordning etter direktivets art. 12 (2) er det lite trolig at gjennombruddsregelen kan bli tatt i bruk av norske selskaper. Uklare regler om beregning og utbetaling av erstatning skaper også flere spørsmål enn løsninger.

Fremstillingen viser flere mangler ved selve gjennombruddsregelen, og at det kanskje største problemet er selve måten som er valgt for å innføre regelen. Et aktivt oppkjøpsmarked og like priser på aksjer med og uten stemmerett tyder allikevel på at behovet for en gjennombruddsregel i Norge muligens ikke er særlig stort, det er i alle fall ikke noe som investorene ser ut til å legge særlig vekt på.

## **10 Kilderegister**

### **10.1 Lover, forskrift og direktiv**

#### **10.1.1 Norske lover og forskrifter**

Asl.	Lov av 13. juni 1997 nr.44 om aksjeselskaper
Asal.	Lov av 13. juni 1997 nr.45 om allmennaksjeselskap
Tvl.	Lov av 17.juni 2005 nr.90 om mekling og rettergang i sivile tvister
Børsloven	Lov av 29. juni 2007 nr.74 om regulerte markeder
Vphl.	Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel
Børsforskriften	Forskrift av 29. juni 2007 nr. 875 om regulert marked

#### **10.1.2 Utenlandske lover og direktiv**

The Code	UK: The City Code of Takeovers and Mergers
Takeover-direktivet	Direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud av 21.mars 2004
LUA	Lag (2006:451) om offentliga oppkjøpsrjudande på aktiemarknaden
Selskabsloven	Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber

### **10.2 Forarbeid**

Innst. 1970	Innstilling om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970
NOU 1994: 7	UNI Storebrands behandling av Skandiainvesteringen
NOU 2005:17	Om overtakelsestilbud (tilbudspåkt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)
St.prp. nr. 32 (2005-2006)	Om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 70/2005 av 29. april 2005 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud
Ot.prp.nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
SOU 2005:58	Ny reglering av offentliga oppkjøpsrjudanden

### **10.3 Rapporter og forslag**

Winter-rapporten	Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bid. Brussels 10.01.2002
KOM (2002) 534	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om overtagelsestilbud.
COM (2012)	Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Application of Directive 2004/25/EC on takeover

## **10.4 Rettspraksis**

### 10.4.1 Norsk rettspraksis

Rt. 1925 s.88

Rt. 1929 s.252

Rt. 1931 s.374

Rt.1938 s.583

Rt. 1953 s.810

Rt. 1959 s. 1151

Rt. 1991 s. 892

Rt. 1995 s. 1026

### 10.4.2 Rettspraksis fra EU

C-367/98 Judgment of the Court of 4 June 2002. - Commission of the European Communities v Portuguese Republic.

C-483/99 Judgment of the Court of 4 June 2002. - Commission of the European Communities v French Republic

C-503/99 Judgment of the Court of 4 June 2002. - Commission of the European Communities v Kingdom of Belgium

## **10.5 Juridisk litteratur**

Andenas og Wooldridge 2009 Andenas, Mads H. og Woldridge, Frank. *European Comparative Company Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

Andenæs 2006 Andenæs, Mads H. *Aksjeselskaper & Allmenn aksjeselskaper*. 2.utg. Oslo, 2006

Bartmann 2004 Bartmann, Steef. *Analysis and consequences of the EC Directive on takeover bids*. *European Company Law*, 2004:1, pp. 5

Bennedsen og Nielsen 2004 Bennedsen, Morten og Nielsen, Kasper M. *The Impact of a Break-Through Rule on European Firms*. *European Journal of Law and Economics*, 2004:17 pp. 259

Berglöf og Burkart 2003 Berglöf, Erik og Burkart, Mike. *European takeover regulation*. *Economic Policy*, 2003:18, issue 36 pp. 171

- Bråthen 1996                      Bråthen, Tore. *Personklausuler i aksjeselskaper*. Oslo: Ad Notam Gyldendal, 1996.
- Bugge 2001                         Bugge, Amund F. *Forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp*. Tidsskrift for forretningsjus, 2001:4 s.411
- Bugge 2011                         Bugge, Amund F. *Oppkjøp av selskap notert på regulert marked- en oversikt*. Tidsskrift for forretningsjus, 2011:4 s.221
- Böckli m.fl. 2014                 Böckli m.fl. *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*. University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper no. 5, 2014
- Christensen 2014                 Christensen, Jan S. *Kapitalselskaber*. 4.utg. København: Karnov Group Denmark A/S, 2014.
- Geen og Clottens 2010             Geen, Koen og Clottens, Carl. *One Share- One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited*. The European Company Law Action Plan Revisited. Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission. Leuven University Press, 2010.
- Gilson 2006                         Gilson, Ronald J. *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*. Harvard Law Review, 2006, vol.119, issue 6 pp.1641
- Ipekkel 2005                        Ipekkel, Ferna. *Defensive Measures under the Directive on Takeover Bids and their Effect on the UK and French Takeover Regimes*. European Business Law Review, 2005:16, issue 2 pp.341
- Lekvall 2014                        Lekvall, Per. *The Nordic Corporate Governance Model*. Stockholm: SNS Förlag, 2014.
- Müller 2014                         Müller, Peer S. og Werlauff, Erik. *Selskabsloven med kommentarer*. 2 utg. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2014.
- Papadopoulos 2008                Papadopoulos, Thomas. *Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive*. TAKEOVER REGULATION: A LEGAL APPROACH, Icfai Books, Icfai University Press (IUP),

- Icfai University, 2008
- Rickford 2004 Rickford, Jonathan. *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*. European Business Law Review 2004:15, issue 6 pp. 1379
- Sjåfjell 2008 Sjåfjell, Beate. *Political Path Dependency in Practice: The Takeover Directive*. Yearbook of European Law, 2008:27 pp. 387; Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-09
- Sjåfjell 2009 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.
- Skåre 1997 Skåre, Jan. *Søksmål om anfektelse av generalforsamlingsbeslutning*. I: Tidsskrift for Retsvitenskap, 1997:110 s. 1
- Skog 2004 Skog, Rolf. *The Takeover Directive, the 'Breakthrough' Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*. European Business Law Review 2004:15, Issue 6 pp. 1439
- Truyen 2004 Truyen, Filip. *Myndighetsmisbruk I aksje og allmennaksjeselskaper*. Jussens Venner 2004:5 og 6 s.306
- Truyen 2005 Truyen, Filip. *Aksjonærenes myndighetsmisbruk- en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne prinsipper*. Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS, 2005
- Wymeersch 2012 Wymeersch, Eddy. *A New Look at the Debate About the Takeover Directive*. Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05.
- Aarbakke m.fl. 2004 Aarbakke, Magnus m.fl. *Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave*. 2.utg. Oslo: Universitetsforlaget, 2004.

## 10.6 Personlig meddelelse

- Dyvik Dyvik, Elisabeth. Oslo Børs. Mailkorrespondanse 10-11. mars 2015.