

UiO : **Det juridiske fakultet**

Rekkevidden av vphl. § 2-5 nr. 5

Kandidatnummer: 648

Leveringsfrist: 25.11.2015

Antall ord:16 770



Innholdsfortegnelse

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | INNLEDNING..... | 1 |
| 1.1 | Tema og problemstilling | 1 |
| 1.2 | Nærmere om tema..... | 2 |
| 1.3 | Rettskilder og metode | 4 |
| 1.4 | Videre fremstilling | 6 |
| 2 | REGELVERK AV BETYDNING FOR VPHL. § 2-5 NR. 5 | 7 |
| 2.1 | De norske reglene..... | 7 |
| 2.1.1 | Definisjon av nærstående..... | 7 |
| 2.1.2 | Definisjon av finansielle instrumenter..... | 8 |
| 2.1.3 | Tilbudsplikt ved aksjeerwerb | 8 |
| 2.1.4 | Flaggeplikt..... | 10 |
| 2.2 | Rettsakter fra EU..... | 12 |
| 2.2.1 | Implementeringen av rettsakter fra EU ved vphl. § 2-5 nr. 5..... | 12 |
| 2.2.2 | Takeover-direktivet | 12 |
| 2.2.3 | Transparency-direktivet..... | 13 |
| 2.2.4 | Praktiseringen av konsolideringsbestemmelsene i EU..... | 13 |
| 3 | PRESENTASJON AV EASTERN DRILLING-DOMMEN..... | 15 |
| 4 | ANALYSE AV ORDLYDEN I VPHL. § 2-5 NR. 5 | 17 |
| 4.1 | "Forpliktende samarbeid" | 17 |
| 4.2 | Samarbeid om "bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres" | 19 |
| 4.2.1 | Innledning..... | 19 |
| 4.2.2 | Samarbeid "når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument" | 20 |
| 4.2.3 | "Herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres" | 21 |
| 4.3 | Der "et tilbud" vanskeliggjøres eller hindres | 22 |
| 4.4 | Beviskravet "må antas" | 24 |
| 5 | PRAKTISERINGEN AV VPHL. § 2-5 NR. 5 | 26 |
| 5.1 | Momenter som kan vektlegges i en helhetsvurdering..... | 26 |
| 5.1.1 | Innledning..... | 26 |
| 5.1.2 | Diskusjoner mellom aksjonærer og kontakt med selskapets styre | 27 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 5.1.3 | Handlinger foretatt i forbindelse med og på generalforsamlingen – omfanget av samarbeidet..... | 28 |
| 5.1.4 | Særlig om samarbeid knyttet til valg av styremedlemmer | 29 |
| 5.1.5 | Kryssende eierskap og familiære relasjoner | 30 |
| 5.1.6 | Begrenset egeninteresse og økonomiske forpliktelser..... | 31 |
| 5.1.7 | Hensynet til minoritetsaksjonærene..... | 32 |
| 5.1.8 | Handlingssituasjonen partene befant seg i og markedspraksis..... | 33 |
| 5.1.9 | Særlig om ervervssamarbeid | 34 |
| 5.1.10 | Særlig om derivatkontrakter | 34 |
| 5.2 | Oppsummering: Trygge handlinger og handlingssituasjoner | 36 |
| 5.3 | Forskjellige vurderinger ved ulike konsekvenser?..... | 37 |
| 6 | VURDERING AV VPHL. § 2-5 NR. 5 | 39 |
| 6.1 | Vurdering av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 | 39 |
| 6.2 | Forholdet til legalitetsprinsippet | 41 |
| 6.3 | Vurdering av om vphl. § 2-5 nr. 5 bør endres og hvordan dette kan gjøres | 43 |
| 6.3.1 | Vurdering av om § 2-5 nr. 5 bør endres | 43 |
| 6.3.2 | Forslag til endringer..... | 45 |
| 7 | LITTERATURLISTE | 48 |

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Tema for denne masteroppgaven er aksjonærers handlingsrom ved samarbeid om bruk av deres rettigheter som aksjeeiere. For samarbeidende aksjonærer er det viktig å vite hvilke handlinger de kan foreta seg uten at dette medfører rettslige konsekvenser. Rekkevidden av verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 vil være avgjørende for når et samarbeid får konsekvenser.¹

Forutberegnelighet er viktig for å unngå at samarbeidet får utilsiktede følger. Utløses tilbudsplikten kan dette for eksempel medføre betydelig kostnader. Dette var tilfellet i en sak der samarbeid mellom aksjonærene førte til en økning i tilbudsprisen.² Aksjonæren nektet å by på selskapet til den økte prisen og ble ilagt daglig mulkt. Erstatningssøksmål ble reist av aksjonæren med et krav oppad begrenset til 850 millioner kroner.

Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 er uklar. Det er derfor vanskelig å fastlegge når man står overfor et samarbeid omfattet av bestemmelsen. Praksis viser at spørsmål om når samarbeid får konsekvenser, regelmessig har vært oppe til vurdering. Spørsmålet er derfor praktisk viktig. Et samarbeid mellom aksjonærer kan medføre et kontrollskifte i selskapet. Vphl. § 2-5 nr. 5 gjelder for reglene om flaggeplikt og tilbudsplikt, og sikrer dermed tillitten til markedet og minoritetsaksjonærenes interesser. Tolkes bestemmelsen for snevert vil dette gå på bekostning av minoritetsaksjonærene og tillitten til regulerte markeder. Tolkes bestemmelsen for vidt, hindrer dette praktisk og finansielt motivert samarbeid.

I tilfeller der det er usikkert om partene er omfattet av bestemmelsen, må det foretas en helhetsvurdering av alle relevante forhold. Et sentralt spørsmål i oppgaven er hvilke forhold som er relevante i en slik vurdering. Aksjonærenes mulighet til å forutse konsekvensene av sine handlinger er i mange tilfeller avgjørende for hva de foretar seg. Hensynet til forutberegnelighet og bestemmelsens uklare ordlyd, gjør det aktuelt å stille spørsmål om legalitetsprinsippet kan få betydning ved tolkningen og anvendelsen av vphl. § 2-5 nr. 5.

¹ Lov om verdipapirhandel av 2007, heretter vphl. eller verdipapirhandelloven.

² LB-2008-27119.

1.2 Nærmere om tema

Verdipapirhandelens overordnede formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.³ Disse hovedformålene er søkt ivaretatt gjennom særbestemmelser med egne bakenforliggende hensyn, slik som vphl. § 2-5.⁴

Målet om en effektiv og ordnet handel er av betydning for å forstå behovet for en regel som vphl. § 2-5 nr. 5. Et verdipapirmarked kan sies å fungere effektivt når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.⁵ Med en ordnet handel forstås en markeds plass der handelen i verdipapirmarkedet tilfredsstiller alminnelige rettferdighetsnormer.⁶ Viktige forutsetninger for at prisene som dannes i markedet er riktigst mulig, er at alle aktører har tilgang til kursrelevant informasjon og at markedet er likvid. Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbygning i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg.⁷ Verdipapirmarkedet kan bare virke etter sin hensikt hvis deltakerne har tillit til måten det fungerer på.⁸ Reglene om flaggeplikt og tilbudsplikt bidrar til å sikre disse formålene.

Flaggeplikten bidrar til å sikre at sentral informasjon når ut til markedet, slik at investorer kan fatte overveide beslutninger og tilliten til markedet ivaretas. Bak reglene om tilbudsplikt ligger det to motstridende formål. På den ene siden er det viktig samfunnsøkonomisk å fremme hensiktsmessige strukturendringer i næringslivet. Selskapsoppkjøp får ofte frem de reelle verdiene i selskapet og trusselen om oppkjøp vil legge et press på selskapets ledelse til å drive selskapet på en mest mulig effektiv måte.⁹ Gis det for omfattende regler om tilbudsplikt begrenser dette den disiplinierende effekten oppkjøp kan ha på selskapets ledelse. På den andre siden står hensynet til minoritetsaksjonærene. Minoritetsvernet bidrar til å fremme effektive og tillitsvekkende markeder.¹⁰ Ved et kontrollskifte bør disse gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet. Endringer i kontrollen kan medføre svekket innflytelse og svekke aksjenes likviditet. Prinsippet om likebehandling av aksjonærer står sentralt i en oppkjøpssituasjon.¹¹ I dette ligger det også at alle aksjonærene bør sikres en andel av kontrollpremien som antagelig

³ Vphl. § 1-1.

⁴ Ot.prp.nr. 80 (2008-2009) s. 30-31.

⁵ NOU 1996:2 s. 20.

⁶ I.c.

⁷ Ot.prp.nr. 80 (2008-2009) s. 30-31.

⁸ I.c.

⁹ NOU 1996:2 s.20 flg., Manne (1965) s. 110-120.

¹⁰ Børssirkulære 2/2014.

¹¹ NOU 1996:2 s.104-106. For prinsippet om likbehandling se vphl. § 5-14 og § 6-10 niende ledd og børssirkulære 2/2014.

er betalt av oppkjøperen.¹² Oppkjøp motivert av privatøkonomiske gevinster er ikke ønskelig.¹³ Fortjeneste skaffet på andre aksjonærers bekostning anses for å stride mot alminnelige rettferdsnormer. Flagging er et hjelpemiddel i markedsovervåkingen og vil kunne bidra til å sikre at selskapsovertakelser skjer på en ryddig måte.

For at reglene om flaggeplikt og tilbudsplikt skal fungere etter sin hensikt er det behov for en regel som vphl. § 2-5. Bestemmelsen bidrar til å unngå omgåelser av reglene og sikrer rimelighetshensyn.¹⁴ Formålet er å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier.¹⁵

Bakgrunnen for innføringen av en regel som vphl. § 2-5 nr. 5 var for å unngå skjulte oppkjøp av større aksjeposter.¹⁶ Bestemmelsen kom først inn i norsk rett ved flaggereglene i aksjeloven av 1976.¹⁷ Formålet var å sikre at selskapet og aksjemarkedet straks ble gjort kjent med oppkjøp som endret eierstrukturen. Ved innføringen av regler om tilbudsplikt gjorde de samme hensynene seg gjeldende. Om man ikke hadde en tilsvarende regel ville det lett oppstå omgåelser. Det ble imidlertid trukket frem at det har større økonomiske konsekvenser å gi reglene om tilbudsplikt anvendelse på samarbeidende grupper, enn å la flaggereglene ha denne anvendelsen.¹⁸

Et hensyn som er blitt viktig etter finanskrisen i 2008, er ønsket om et aktivt eierskap. Dette har særlig stått i fokus hos EU-kommisjonen.¹⁹ Ved å stille krav om at aksjonærene engasjerer seg i virksomheten og holder ledelsen ansvarlig for dens resultater vil dette kunne føre til en mer effektiv drift av selskapet.²⁰ En måte for aksjonærene å redusere kostnadene ved aktivt eierskap på, er å samarbeide.²¹ Praktiseres vphl. § 2-5 nr. 5 for strengt, vil den kunne hindre aktivt eierskap.²²

¹² NOU 1996:2 s.104-106. Se avsnitt 2.1.3 for begrepet "kontrollpremie".

¹³ NOU 1996:2 s. 27-28.

¹⁴ TOSLO-2007-39572.

¹⁵ TOSLO-2007-39572, OBKN-2003-1. Bergo (2014) s. 82.

¹⁶ NOU 1996:2 s.88.

¹⁷ Lov av 4 juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (opphevet), Ot.prp.nr. 72 (1984-1985) s. 5-6.

¹⁸ Ot.prp.nr. 53 (1988-1989) s. 23.

¹⁹ KOM(2010) 284 endelig.

²⁰ KOM(2011) 164 endelig.

²¹ Madsen (2014) s.75.

²² KOM(2010) 284 endelig.

Det er nedsatt et verdipapirlovutvalg som vurderer om det på grunn av endringer i EU må foretas endringer i Norge.²³ Oppgaven avsluttes med en vurdering av om vphl. § 2-5 nr. 5 bør endres og forslag til hvordan dette kan gjøres.

1.3 Rettskilder og metode

Siktemålet med oppgaven er å fastlegge rekkevidden av vphl. § 2-5 nr. 5. Utgangspunktet vil være en tolkning av ordlyden slik den er å forstå etter en naturlig språklig forståelse.²⁴ Der ordlyden er vag eller flertydig, angir alminnelige rettskildefinsipper at andre rettskildefaktorer kan trekkes inn.²⁵ Relevante rettskildefaktorer i denne oppgaven er i første rekke forarbeider, rettspraksis og forvaltningspraksis, samt EU-rettslige kilder.

Verdipapirhandelloven ble endret i 2007, uten at dette var ment å medføre noen realitetsendring for vphl. § 2-5 nr. 5.²⁶ Forarbeider og praksis til tidligere lover vil derfor fortsatt være relevant.²⁷ Loven suppleres av verdipapirforskriften.²⁸ Regler utstedt fra andre enn offentlige myndigheter har generelt stor betydning på verdipapirirområdet, men bidrar lite til temaet i denne oppgaven.²⁹

Det foreligger ikke rettspraksis fra Høyesterett med betydning for oppgavens problemstilling. Det er i lagmannsretten kun avsagt én dom som direkte behandler vphl. § 2-5 nr. 5. Lagmannsrettens dom vil bli tillagt vekt som den øverste kilden innen praksis. Dommen er likevel kun en underrettsdom og vekten må vurderes på denne bakgrunn.³⁰ På grunn av den knappe praksisen som foreligger fra domstolene, vil forvaltningspraksis ha større betydning.³¹ Avgjørelser fra Børsklagenemnda og Oslo Børs er viktige rettskilder i oppgaven. Børsklagenemnda er et forvaltningsorgan oppnevnt av Finansdepartementet for å avgjøre klager på vedtak truffet av Oslo Børs.³² Praksisen som foreligger gjelder i stor grad reglene om tilbudsplikt. En særlig metodisk utfordring har vært mangelen på praksis knyttet til flaggeplikt.

²³ Finansdepartementet (2015).

²⁴ Eckhoff (2001) s. 39 og 151.

²⁵ Eckhoff (2001) s. 19.

²⁶ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 367.

²⁷ Se særlig NOU 1996:2, fulgt opp i Ot.prp.nr. 29 (1996-1997).

²⁸ Forskrift 29 juni 2007 nr. 876, heretter verdipapirforskriften.

²⁹ Myklebust (2011) s. 192. Se imidlertid Opptaksregler (2015) punkt 2.4.1. Det kan ikke utelukkes at også andre regelverk viser til vphl. § 2-5 nr. 5.

³⁰ I Bergo (2014) på s. 17 fremheves det at området er spesialisert og internasjonalt slik at rettsfeltet ikke egner seg for rettsavklaring i tingretter og lagmannsretter.

³¹ Se bl.a. Rt. 2000 s. 220, OBKN-2010-1, Myklebust (2011) s. 192.

³² Oslo Børs (nettside).

Lovteksten i vphl. § 2-5 nr. 5 er basert på lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 2-6 nr. 5.³³ Praksis fra Finansdepartementet har vært av betydning for oppgaven. I motsetning til Oslo Børs, som avgjør om det skal foretas identifikasjon etter vphl. § 2-5, har antagelig Finansdepartementet et visst slingringsmonn til å utfylle bestemmelsen i finansvl. § 2-6 nr. 5 etter eget skjønn i tvilstilfeller.³⁴

Finanstilsynet og Oslo Børs utgir henholdsvis rundskriv og sirkulærer. Tradisjonelt er utgivelser som dette ikke en viktig faktor i rettskildesammenheng. Skrivene inneholder anbefalinger og tolkninger av regelverket m.m., og vil være av interesse for å kartlegge hvordan myndighetene ønsker å praktisere reglene.³⁵ Rundskrivene stammer fra kompetente og engasjerte aktører. Dette taler for at de tillegges noe vekt.

Oslo Børs publiserer hvert år utdrag fra vedtak, brev og andre uttalelser som må antas å ha interesse fordi de illustrer tolkning og praksis.³⁶ Gjengivelsene er tilpasset offentliggjøring, og kan avvike fra den opprinnelige teksten. Standpunkter som kommer til uttrykk i annet enn vedtak, kan i utgangspunktet ikke tillegges rettskildemessig vekt. De vil likevel belyse børsens synspunkter, og har vært av interesse for å fastlegge hvordan børsen anvender reglene.

Verdipapirhandeloven er basert på EU-direktiver.³⁷ De to sentrale direktivene for oppgaven er takeover-direktivet om overtakelsestilbud og transparency-direktivet om informasjonsplikter.³⁸ Med unntak av takeover-direktivet er øvrige rettsakter vedtatt i henhold til Lamfalussyprosedyren.³⁹ Dette innebærer at det blir gitt rammedirektiver på nivå 1, som utfylles av kommisjonsdirektiver- eller forordninger på nivå 2. På nivå 3 gis det standarder og retningslinjer fra CESR/ESMA, og på nivå 4 reguleres EU-kommisjonens kontroll med gjennomføringen.⁴⁰ Takeover- og transparency-direktivene er minimumsdirektiv. Dette innebærer at det er overlatt et handlingsrom til medlemsstatene ved implementeringen av direktivene.

For reglene om tilbudsplikt og flaggeplikt er det laget egne norske lovregler tilpasset vår tradisjon, justert for å samsvare med EU-retten.⁴¹ Dette medfører metodiske utfordringer, særlig

³³ NOU 1996:2 s. 115. Lov 10 juni 1988 nr. 40, heretter finansvl.

³⁴ Bergo (2014) s. 82-83.

³⁵ Bergo (2014) s. 17.

³⁶ Børssirkulærer, Oslo Børs vedtak og uttalelser 2014 s. 1.

³⁷ Norge er gjennom EØS-avtalen bundet til å oppfylle visse rettsakter fra EU på verdipapiriområdet, se lov av 27. november 1992 (EØS-loven) og kapittel III i EØS-avtalen, vedlegg IX Finansielle tjenester.

³⁸ Rdir 2004/25/EF, Rdir 2004/109/EF.

³⁹ Myklebust (2011) s. 193.

⁴⁰ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 8.

⁴¹ Bergo (2014) s. 19.

knyttet til tolknings spørsmål. Rettsaktene som ligger bak er viktige tolkningsfaktorer ved anvendelsen av de norske reglene. EU-retten har en dynamisk karakter. Forståelsen av rettsaktene i EUs organer vil være av betydning for fastleggelsen av de norske reglene.⁴² Også andre lands rett kan ha betydning som rettskildefaktor.

På grunn av de 4 nivåene og øvrige uttalelser, dommer m.m., er det samlede tekstmaterialet fra EU svært omfattende. I oppgaven har jeg av tidshensyn kun fokusert på de sentrale direktivene, og tekster knyttet til disse. Dette medfører at overordnede direktiver, som MiFID og MAD, ikke er gjennomgått i detalj.⁴³ Det kan ikke utelukkes at poenger hentet fra disse eller andre EU-rettsakter er oversett.

1.4 Videre fremstilling

Samspillet mellom reglene om forpliktende samarbeid, flaggeplikt og tilbudsplikt, gjør det nødvendig å se nærmere på bakgrunnen for, og konsekvensene av, de ulike reglene. Dette vil sammen med relevante rettsakter fra EU bli behandlet i kapittel 2.

Kapittel 3 og 4 er oppgavens hoveddel. Kapittel 3 består av en analyse av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5. Deretter vil det i kapittel 4 foretas en gjennomgang av praksis for å fastlegge hvilke forhold som er relevante i en helhetsvurdering.

I kapittel 5 vil gjøres det en vurdering av vphl. § 2-5 nr. 5. Basert på drøftelsene i oppgaven, vurderes det om bestemmelsen er i samsvar med legalitetsprinsippet og om den bør endres.

⁴² Bergo (2014) s. 19.

⁴³ Rdir 2004/39/EF, Rdir 2003/6/EF.

2 Regelverk av betydning for vphl. § 2-5 nr. 5

2.1 De norske reglene

2.1.1 Definisjon av nærstående

Vphl. § 2-5 består av fem ulike alternativer. Felles for disse er at det foreligger et særlig bånd mellom aktørene.⁴⁴ Rekkevidden av vphl. § 2-5 nr. 5 begrenses i første rekke av øvrige nærstående definisjoner i vphl. § 2-5. Av den grunn er det viktig å vite hvilke tilfeller som allerede er omfattet av de andre alternativene i bestemmelsen.

Personlig nærstående er angitt i vphl. § 2-5 nr. 1 og 2 og omfatter ektefeller eller andre vedkommende bor med i ekteskapslignende forhold, egne mindreårige barn eller mindreårige barn til en ektefelle mv.

Av juridiske personer inkluderes konsernselskaper, jf. vphl. § 2-5 nr. 3. Det avgjørende er aksje- og selskapslovgivningens konserndefinisjoner, se asal. og asl. § 1-3 og sel. § 1-2.⁴⁵ Det skal også skje en konsolidering av selskap og dets personlige majoritetsaksjonær, jf. vphl. § 2-5 nr. 4.

Vphl. § 2-5 nr. 5 omfatter

"noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres".⁴⁶

Bestemmelsen gjelder både fysiske og juridiske personer. Konsekvensene av at to eller flere anses for å ha et forpliktende samarbeid er at de må regnes som en person. Uttrykket som brukes i oppgaven er at partenes eierandeler konsolideres, dvs. slå sammen eller forene.

Vphl. § 2-5 er plassert i lovens generelle del, og den gjelder i alle tilfeller loven behandler noens nærstående.⁴⁷ Det er særlig § 4-3 og § 6-5 om flaggeplikt og tilbudsplikt som er sentrale ved anvendelsen av § 2-5 nr. 5.

⁴⁴ Ot.prp.nr. 53 (1988-1989) s. 24.

⁴⁵ Lov av 13 juni 1997 om allmennaksjeselskapet og lov av 13 juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper, heretter asal. og asl. Bergo (2014) s. 83.

⁴⁶ Vphl. § 2-5 nr. 5. NOU 2005:17 s. 24.

⁴⁷ Vphl. §§ 2-4, 3-6, 4-2, 4-3, 5-6, 6-1, 6-5, 8-5, 8-6 og 9-6.

2.1.2 Definisjon av finansielle instrumenter

Vphl. § 2-5 nr. 5 angir at samarbeidet må gjelde bruk av rettigheter som eier av finansielt instrument. Med "finansielle instrumenter" menes omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsander, pengemarkedsinstrumenter og derivater, jf. vphl. § 2-2 første ledd. Omsettelige verdipapirer omfatter verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, herunder aksjer, obligasjoner og alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer, eller som gir rett til kontantoppgjør.⁴⁸ For denne oppgaven vil særlig aksjer være relevant, jf. vphl. § 4-3 og § 6-1. Derivater vil bli omtalt ved gjennomgangen av praksis. Opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps) samt andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør, er noen typer derivater som er omfattet av loven.⁴⁹

Ved handel med avledede finansielle instrumenter (derivatkontrakter) kan det oppstå syntetiske aksjeposisjoner. Kjøper overtar da kursrisiko og gevinstpotensialet for bestemte underliggende instrumenter i en bestemt periode, uten at det skjer en fysisk overlevering av underliggende instrument.⁵⁰

2.1.3 Tilbudsplikt ved aksjeerwerb

Nærstående definisjonen i vphl. § 2-5 nr. 5 kan få konsekvenser for anvendelsen av reglene om tilbudsplikt. Det følger av vphl. § 6-5 første ledd at

"[i] forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjeeierens egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5 ...".⁵¹

For å forstå hvilke følger § 2-5 nr. 5 kan medføre, skal reglene om tilbudsplikt gjennomgå i korthet. Regler om tilbudsplikt er gitt i vphl. kapittel 6, og fundamentet for reglene er EUs takeover-direktiv.⁵² Det følger av vphl. § 6-1 at den som gjennom erwerb blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.

I en oppkjøpssituasjon er det normalt å omtale det selskapet hvis aksjer erverves som målselskapet. Det tillegget i prisen som betales utover den aksjekurs som er notert for å overta stra-

⁴⁸ Vphl. § 2-2 annet ledd.

⁴⁹ Vphl. § 2-2 femte ledd nr. 1.

⁵⁰ Bergo (2014) s. 81.

⁵¹ Vphl. § 6-5 første ledd.

⁵² Rdir 2004/25/EF.

tegisk viktige poster, omtales som kontrollpremie.⁵³ Med frivillig tilbud menes et tilbud fra en som ikke er forpliktet til å fremsette et tilbud, men som ønsker å overta kontrollen i selskapet. Visse regler i vphl. gjelder også frivillige tilbud, se vphl. § 6-19.

Tilbudsplikten utløses ved erverv av aksjer med stemmeretter. Visse indirekte erverv er omfattet etter § 6-1 annet ledd. Det er gjort unntak for noen typer erverv i § 6-2. Erverv av rettigheter til aksjer, som aksjeopsjoner og andre derivatkontrakter, vil i utgangspunktet ikke utløse tilbudsplikt. Det er gjort unntak for tilfeller der det må anses som et reelt erverv av aksjer, jf. verdipapirforskriften § 6-11.

Fordi det kreves et erverv, vil ikke konsolidering i seg selv medføre at tilbudsplikten utløses. Det kreves derfor at en i den konsoliderte gruppen foretar et erverv, og at gruppen passerer grensen på 1/3 av stemmene i selskapet.

Tilbudspliktgrensen på 1/3 av stemmene tilsvarende grensen for negativ kontroll i selskapet.⁵⁴ Med et negativt flertall kan man blokkere vedtak på generalforsamlingen som krever kvalifisert flertall.⁵⁵ Det inntreer en gjentatt tilbudsplikt dersom aksjeeieren oppnår 40% eller mer av stemmene, og igjen ved 50% eller mer av stemmene i selskapet.⁵⁶

Tilbudspliktgrensen kan passeres uten at tilbudsplikten utløses. Dette kan bl.a. skje ved at partene konsolideres eller ved at det er foretatt erverv som er unntatt etter vphl. § 6-2. Er en av tilbudspliktgrensene passert uten å utløse tilbudsplikten, inntreer plikten ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, jf. § 6-6 annet ledd. Det er uten betydning hvem av partene i den konsoliderte gruppen som foretar ervervet, tilbudsplikten påhviler alle i gruppen.⁵⁷

Overføringer mellom konsoliderte parter vil kunne utløse tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-1 sjette ledd.⁵⁸ Erverv fra en vedkommende er identifisert med, medfører tilbudsplikt dersom erververen alene eller sammen øvrige i den konsoliderte gruppen, passerer tilbudspliktgrensen. Selgende aksjonær regnes ikke med.⁵⁹ Formålet med bestemmelsen er at det ikke skal kunne inng-

⁵³ Bergo (2014) s. 250.

⁵⁴ Vphl. § 6-1 (1). Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 370.

⁵⁵ Bl.a. asl./asal. § 5-19.

⁵⁶ Vphl. § 6-6.

⁵⁷ Vphl. § 6-5 (1) annet punktum. Bergo (2014) s. 255.

⁵⁸ Det åpnes for å gjøre unntak i slike tilfeller i vphl. § 6-2 tredje ledd.

⁵⁹ Bergo (2014) s. 255.

å aksjonærsamarbeid om erverv av aksjer, for deretter å overføre alle aksjer til den ene av partene.⁶⁰ En overføring som dette kan medføre et kontrollskifte.

Dersom tilbudsplikten utløses skal tilbudsprisen være minst like høy som det høyeste vederlaget tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 6-10 fjerde ledd. Der en konsolidert gruppe har utløst tilbudsplikten, vil prisen være den høyeste en av partene i gruppen har betalt.⁶¹ Dette gjelder uavhengig av hvem som utløste tilbudsplikten, og kan få store konsekvenser.⁶²

Overholdes ikke reglene om tilbudsplikt kan tilbudsmyndighetene ilegge daglig mulkt, jf. vphl. § 17-1. Mulkten påløper inntil forholdet er rettet og kan medføre betydelige kostnader. Rent praktisk medfører tilbudsplikt en rekke administrative følger. Det blir fort behov for juridiske rådgivere, konsulenter og lignende. Med mindre det faktisk er ønskelig å by på selskapet, vil aksjonærer forsøke å unngå å krysse tilbudspliktgrensen.

Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med vphl. § 6-8 jf. § 6-9. Det kan initieres tvangssalg av aksjer etter § 6-21 dersom fristen for nedsalg ikke overholdes.

Oslo Børs er tilbudsmyndighet og avgjør også om det skal foretas identifikasjon, jf. § 6-5 annet ledd.⁶³ Tilbudsmyndigheten har imidlertid ikke fritt skjønn i forhold til en eventuell domstolsprøving.⁶⁴ Dersom det foreligger grunn til å konsolidere, skal tilsynsmyndigheten konsolidere.⁶⁵

2.1.4 Flaggeplikt

Reglene om flaggeplikt gjelder for aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat.⁶⁶ Etter vphl. § 4-3 første ledd skal det flagges dersom en aksjeeiers eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50% 2/3 og 90% av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene som følge av erverv, avhendelse eller annen omstendighet. Hva som omfattes av "rettigheter til aksjer" er regulert i vphl. § 4-3 fjerde ledd. Det er en forutsetning at

⁶⁰ Bergo (2014) s. 255.

⁶¹ Vphl. § 6-10 fjerde ledd jf. § 6-5.

⁶² LB-2008-27119.

⁶³ Vphl. § 6-4.

⁶⁴ Bergo (2014) s. 255.

⁶⁵ Se bl.a. OBKN-2003-1, OB-2009-29.

⁶⁶ Vphl. § 4-1.

det er snakk om rettigheter som gir rett til fysisk levering av aksjer.⁶⁷ Like med aksjer og/eller rettigheter til aksjer regnes stemmerettigheter til aksjer etter vphl. § 4-3 annet ledd. Vphl. § 4-3 gjennomfører transparency-direktivet art. 9 og 10.⁶⁸ Flaggemeldingen skal gis til utstederen og til den Finanstilsynet utpeker, her Oslo Børs.⁶⁹ Meldingen offentliggjøres i Oslo Børs' meldingssystem.⁷⁰

Vphl § 2-5 nr. 5 vil ha betydning ved vurderingen av om flaggeplikten utløses. Det følger av vphl. § 4-3 femte ledd at

"[I]like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter som nevnt i annet ledd, regnes

1. aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-5, og
2. stemmerettigheter til aksjer som nevnt i annet ledd som innehas av eller overføres til nærstående som nevnt i § 2-5 eller ved opphør av slike rettigheter".

Flaggeplikten påligger alle i dem konsoliderte gruppen, og utløses straks etter erverv, avhendelse eller så snart vedkommende ble eller bør blitt kjent med annen omstendighet som fører til atplikten utløses, jf. vphl. § 4-3 sjette ledd. I verdipapirforskriften § 4-3 er det uttømmende regulert hva som er relevante "andre omstendigheter" etter vphl. § 4-3 første ledd. Etter verdipapirforskriften § 4-3 første ledd bokstav e omfattes "inngåelse eller oppløsning av forpliktende samarbeid" etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Samarbeidende aksjonærer må med andre ord flagge straks de inngår avtale om samarbeid omfattet av vphl. § 2-5 nr. 5, og samarbeidet fører til at en av tersklene nås eller passeres. Dette skiller seg fra tilbudspliktreglene, der det ikke er tilstrekkelig at partene konsolideres. Det må foretas et erverv før tilbudsplikten utløses.

Ved forsettlig overtredelse av vphl. § 4-3 kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr, jf. vphl. § 17-4. Medvirkning og forsøkshandlinger kan sanksjoneres på samme måte. Den som grovt eller gjentatte ganger forsettlig eller uaktsomt overtrer vphl. § 4-3 kan straffes med bøter, jf. vphl. § 17-3 tredje ledd. I motsetning til tilbudspliktreglene, er overtredelse av flagge-

⁶⁷ Bergo (2014) s. 269.

⁶⁸ Rdir. 2004/109/EF.

⁶⁹ Bergo (2014) s. 267.

⁷⁰ Vphl. § 4-4 tredje ledd.

pliktreylene dermed straffbart. Brudd på flaggeplikten kan også medføre erstatningsansvar.⁷¹ For aksjonærer er det på denne bakgrunn viktig å overholde reglene om flagging.

2.2 Rettsakter fra EU

2.2.1 Implementeringen av rettsakter fra EU ved vphl. § 2-5 nr. 5

Både takeover- og transparency-direktivet inneholder bestemmelser om konsolidering av personer som opptrer i fellesskap.⁷² Direktivenes bestemmelser anses for å være gjennomført i vphl. § 2-5 nr. 5.⁷³

Det er vedtatt endringer av flere direktiver og forordninger i EU på verdipapirrettens område.⁷⁴ Dette gjelder bl.a. transparency-direktivet, men ikke takeover-direktivet. De vedtatte reglene er EØS-relevante og forventes tatt inn i EØS-avtalen.⁷⁵ Endringene har ikke direkte betydning for vphl. § 2-5.⁷⁶ Imidlertid skal det norske verdipapirlovutvalget, i tillegg til endringene vedtatt i EU, vurdere behovet for revisjon av de norske reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud.⁷⁷ Mandatet for gjennomgang av tilbudspliktreylene er av generell karakter, og det kan ikke utelukkes at verdipapirlovutvalget også vil vurdere en endring av vphl. § 2-5 nr. 5.

2.2.2 Takeover-direktivet

Takeover-direktivet regulerer pliktig og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskap notert på regulert marked.⁷⁸ Artikkel 5 regulerer pliktig tilbud der en person, alene eller i fellesskap med andre, oppnår en bestemt prosentandel stemmeretter i selskapet som gir kontroll over selskapet. Direktivet har i art. 2 nr. 1 bokstav d, en definisjon på personer som opptrer i fellesskap:

""persons acting in concert" shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid".

⁷¹ Bergo (2014) s. 272.

⁷² Rdir 2004/25/EF art. 2, Rdir 2004/109/EF art. 10.

⁷³ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 367-368 og s. 323.

⁷⁴ Se bl.a. Rdir 2014/65/EU, Rdir 2013/50/EU, Rfor nr. 600/2014, Rfor nr. 596/2014.

⁷⁵ Finansdepartementet (2015). EØS-notat om MiFID II og MiFIR og EØS-notat om forordning om markedsmissbruk.

⁷⁶ Det er i kommisjonens framlegg, KOM (2011) 683, ikke foreslått endringer i Rdir 2004/109/EF art. 10.

⁷⁷ Finansdepartementet (2015).

⁷⁸ Rdir.2004/25/EF.

Direktivet fastsetter i art. 3 prinsipper som medlemsstatene skal påse at følges. Dette omfatter bl.a. likebehandling av aksjonærene og at ledelsen i selskapet må ivareta interessene til selskapet som helhet.

2.2.3 Transparency-direktivet

Transparency-direktivet regulerer hvilken informasjon verdipapirutsteder og verdipapirinnhaverer bør rapportere om.⁷⁹ Direktivet angir i art. 9 at det skal informeres om endringer i aksjebeholdningen ved visse terskler. Vedrørende personer som opptrer i fellesskap angir art. 10 nr. 1 bokstav a at:

"The notification requirements defined in paragraphs 1 and 2 of Article 9 shall also apply to a natural person or legal entity to the extent it is entitled to acquire, to dispose of, or to exercise voting rights in any of the following cases or a combination of them:

- a) voting rights held by a third party with whom that person or entity has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, a lasting common policy towards the management of the issuer in question".

Bestemmelsen er ment å ramme tilfeller der eierinnflytelsen i foretaket endres. Dette omfatter også tilfeller der andre enn den som faktisk eier aksjer i et foretak kan øve eierinnflytelse i foretaket.⁸⁰

2.2.4 Praktiseringen av konsolideringsbestemmelsene i EU

Ulike regelsett i EU opererer som vist med ulike definisjoner.⁸¹ Det er særlig to forhold som kan begrunne de ulike definisjonene. For det første har direktivene ulike formål.⁸² For det andre er konsekvensene av at aktørene anses for å handle i fellesskap forskjellig, ved at det ikke kreves erverv for at flaggeplikten utløses.⁸³

Det er foreløpig ingen saker om tolkningen av takeover-direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d eller transparency-direktivet art. 10 nr. 1 bokstav a som har vært behandlet av EU- eller EFTA-domstolen. Fordi direktivene er minimumsdirektiv, vil en medlemsstat alltid kunne argumen-

⁷⁹ Rdir. 2004/109/EF.

⁸⁰ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 323.

⁸¹ En definisjon av begrepet "acting in concert" finnes også i Rdir 2007/44/EF om erverv og økning av eierandeler i finansiell sektor. Det utelukkes ikke at også andre direktiver har en definisjon av begrepet.

⁸² Se fortalene til Rdir. 2004/109/EF og Rdir. 2004/25/EF. ESME (2008).

⁸³ Rdir. 2004/24/EF art. 5, Rdir. 2004/109/EF art. 9.

tere med at de har strengere regler. Det kan derimot tenkes at en sak der nasjonale myndigheter hevder at opptredenene ikke er et samarbeid, vil kunne bli gjenstand for en vurdering av domstolen. Dette kan føre til en avklaring av hva aksjonærer *ikke* kan gjøre, men sannsynligvis ikke hva de *kan* gjøre.⁸⁴

Det ble i 2012 avgitt en rapport fra EU-Kommisjonen om anvendelsen av takeover-direktivet.⁸⁵ Rapporten viser at begrepet "persons acting in concert" er anvendt forskjellig i ulike land og at dette medfører betenkeligheter knyttet til rettssikkerheten.⁸⁶ Tilsynsorganet ESMA kom i november 2013 med en public statement knyttet til art. 2 nr. 1 bokstav d i takeover-direktivet.⁸⁷ Uttalelsen inneholdt en "white list" over handlinger som i seg selv ikke medfører konsolidering.⁸⁸ Retningslinjene er basert på ulike medlemsstaters regelverk og praktisering av reglene.⁸⁹ Hver sak skal fortsatt avgjøres konkret, men nasjonale myndigheter oppfordres til å inkludere retningslinjene i sine vurderinger.⁹⁰

Retningslinjene er gitt som en public statement, og er ikke bindende på samme måte som anbefalinger fra ESMA.⁹¹ Den rettskildemessige vekten til retningslinjene i norsk rett vil antagelig være liten i forhold til forarbeider og praksis. Antagelig vil de måtte tillegges vekt på samme nivå som juridisk litteratur. Det gjenstår å se om retningslinjene vil bli fulgt i praksis, både blant medlemsstatene i EU og i Norge. Dersom retningslinjene legges til grunn i andre medlemsstater vil gode grunner tale for at de legges til grunn ved anvendelsen av vphl. § 2-5 nr. 5. Dette vil særlig gjelde dersom stater med like reguleringer for tilbudsplikt som Norge anvender retningslinjene. Harmoniseringshensyn i EU vil imidlertid uansett gjøre seg gjeldende der dette er mulig på tvers av medlemsstatenes nasjonale bestemmelser. ESMA's retningslinjer medfører neppe noen endringer i regler på nasjonalt plan blant medlemsstatene. For dette kreves det nok at det gis nye regler som medfører en større grad av harmonisering i takeover-direktivet.⁹²

⁸⁴ Winner (2014) s. 368.

⁸⁵ KOM(2012) 347 endelig.

⁸⁶ I.c.

⁸⁷ ESMA/2013/1642. European Securities and Markets Authority, heretter ESMA. For Finanstilsynets forhold til ESMA se nettside Finanstilsynet (2015).

⁸⁸ ESMA/2013/1642 s. 5-7.

⁸⁹ ESMA/2013/1642.

⁹⁰ ESMA/2013/1642 s. 2. Oslo Børs har vist til retningslinjene i vedtak og uttalelser 2014, og viser til dem på sine nettsider.

⁹¹ Winner (2014) s. 380-381. "Public statement" er en type dokument som ikke direkte er nevnt i Rfo (EU) nr. 1095/2010 om opprettelsen av en europeisk tilsynsmyndighet.

⁹² Bökli, Davies, Ferran, Ferrarini m.fl. (2014) s. 3-7, Madsen (2014) s. 87.

3 Presentasjon av Eastern Drilling-dommen

Det foreligger kun én dom fra lagmannsretten der tvisten gjaldt konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5.⁹³ Dommen gjelder loven slik den lød før lovendringen i 2007, men går også i noen grad inn på loven sånn den er formulert nå. Lagmannsrettens dom ble anket til Høyesterett, men ikke tillatt fremmet.⁹⁴ Med kun ett unntak kom lagmannsretten til samme konklusjoner som tingretten, og påpekte at tingretten hadde skrevet en usedvanlig grundig og klar- gjørende dom.⁹⁵

Saksforholdet gjaldt reglene om tilbudsplikt. Spørsmålet var om det var grunnlag for konsolidering, konsolideringens eventuelle betydning for tilbudsprisen og om det forelå nedsalgsrett.

Dommen omhandler et spesielt finansielt instrument kalt "Total Return Swap"-avtaler.⁹⁶ Dette er derivatkontrakter knyttet til kursutviklingen av visse underliggende aksjer. Kontrakten innebærer en tidsbegrenset, syntetisk aksjeposisjon.⁹⁷ Ved utløpet av avtalen gjennomføres det et rent finansielt oppgjør, dvs. et kontantoppgjør uten overdragelse av aksjer. Kjøperen overtar dermed kun kursrisikoen og gevinstpotensialet i den bestemte perioden, men ikke aksjen eller andre rettigheter knyttet til denne.

Selskapet Eastern Drilling ASA var målselskap i en oppkjøpssituasjon i april 2006 der Ocean Rig ASA var tilbyder. Det lyktes ikke Ocean Rig å oppnå 50% av stemmerettene slik de ønsket. Samme dag som det ble offentliggjort at det var Ocean Rig som var tilbyder, inngikk en av aksjonærene i Eastern, SeaDrill Limited, TRS-avtale med meglerhuset Carnegie ASA. SeaDrill eide allerede en større aksjepost i Eastern gjennom sitt heleideselskap Smedvig ASA. SeaDrill var nær tilbudspliktgrensen, og kunne ikke erverve ytterligere aksjer uten å utløse tilbudsplikten. Carnegie ervervet først sikringsaksjer i Eastern, og inngikk deretter TRS-avtaler med SeaDrill om de underliggende aksjene i Eastern. Avtalene innebar ikke at SeaDrill fikk rett til å overta underliggende aksjer. I september 2006 utløste SeaDrill, på grunn av eget erverv av aksjer, tilbudsplikt i Eastern. Dagen etter ble sikringsaksjene overdratt til SeaDrill fra Carnegie.

Resultatet av TRS-avtalene, var at sikringsaksjene ervervet av Carnegie ble "parkert". Med dette menes at aksjene ikke var tilgjengelige for andre som kunne være interessert i å kjøpe

⁹³ LB-2008-27119.

⁹⁴ HR-2009-1342-U.

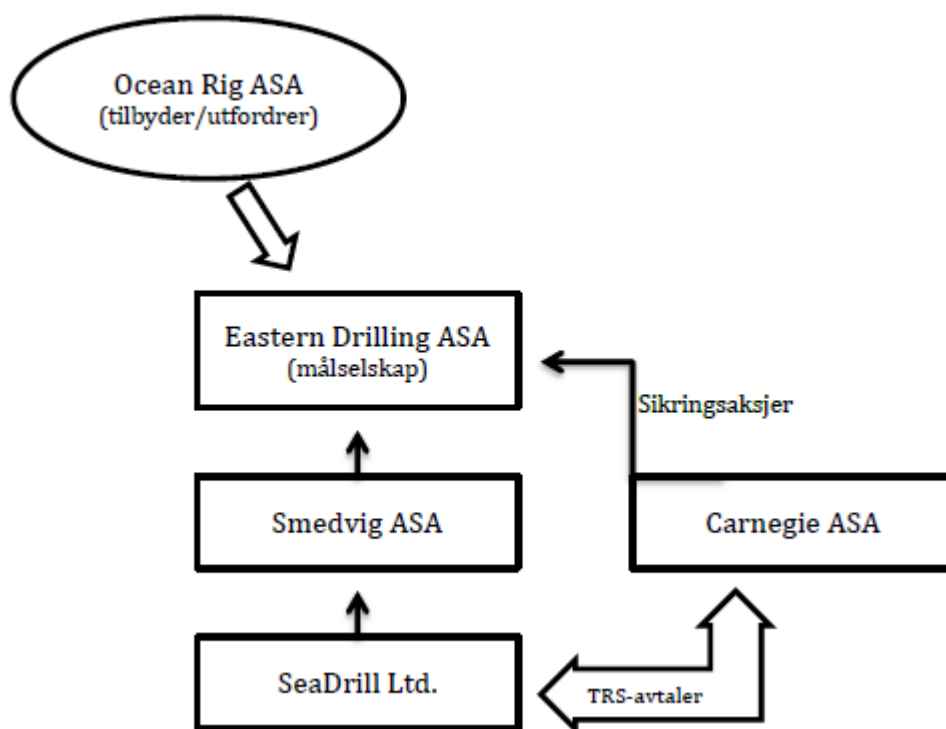
⁹⁵ LB-2008-27119.

⁹⁶ Heretter TRS-avtaler.

⁹⁷ Bergo (2014) s. 53 og s. 81.

seg opp i Eastern. Carnegie hadde heller ingen eierinteresser i aksjene og det ble derfor ikke stemt for aksjene. Dette førte til at SeaDrills relativt andel av stemmene i selskapet økte.

Retten kom til at det var grunnlag for konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie. Dette innebar at det tilbudet SeaDrill hadde fremsatt ikke kunne godkjennes. Den høyeste prisen betalt av en av de to måtte legges til grunn, hvilket medførte en betydelig kostnad for SeaDrill. Det forelå ikke rett til nedslag.



4 Analyse av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5

4.1 "Forpliktende samarbeid"

Det skal i det følgende tas stilling til hva som ligger i begrepet "forpliktende samarbeid" i vphl. § 2-5 nr. 5. Etter forarbeider og praksis kan det virke som det er lagt til grunn en mindre streng tolkning enn en naturlig språklig forståelse skulle tilsi. Dette har skapt uklarhet om hva som faktisk er omfattet av begrepet.

Av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 følger det at samarbeidet må være "forpliktende". Dette tilsier at partene har forpliktet seg til å oppfylle noe overfor den andre. Ved at det ikke er tilstrekkelig med et samarbeid, men at det også må være forpliktende, kan dette tolkes som at avtalen inngått mellom partene må være juridisk bindende. Det er i juridisk litteratur trukket frem at det er lite naturlig å forstå en stilltiende avtale uten sanksjoner som et "forpliktende" samarbeid.⁹⁸ I forarbeidene uttales det imidlertid at stilltiende avtaler, uten sanksjoner, er omfattet. Andre uttalelser tilsier likevel at det i utgangspunktet er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering.⁹⁹ Valg av ordlyd og uttalelser i forarbeider trekker dermed i forskjellige retninger. Dette svekker vekten til forarbeidene.

Ved endringen av verdipapirhandelloven i 2007 ble det bygd videre på disse uttalelsen. Det ble ikke ansett nødvendig å gjennomføre takeover-direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d ord for ord.¹⁰⁰ Det ble lagt til grunn at

"konsolidering etter gjeldende norsk rett skal skje ved koordinert aksjeerverv hvor formålet er å oppnå kontroll i målselskapet".¹⁰¹

Det kommer uttrykkelig frem i forarbeidene at takeover-direktivet skal være en viktig faktor ved forståelsen av vphl. § 2-5 nr. 5.¹⁰² Etter direktivet kan avtalen være enten uttrykkelig eller stilltiende, muntlig eller skriftlig.¹⁰³ Det sentrale er hvorvidt avtalen tar sikte på å overta kontrollen eller legge hindringer i veien for en tilbyder. Direktivet stiller ikke krav om at avtalen må være "forpliktende". Vedrørende flaggepliktreglene og implementeringen av transparency-direktivet uttales det i forarbeidene at art. 10 nr. 1 bokstav a langt på vei svarer til

⁹⁸ Bergo (2014) s. 89, Ramsland (2005) s. 434-436.

⁹⁹ NOU 1996:2 s. 115.

¹⁰⁰ Ot. Prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367-369.

¹⁰¹ NOU 2005:17 s. 24-28.

¹⁰² Ot. Prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367-369.

¹⁰³ Ot. Prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367-369, Rdir. 2004/25/EU art. 2 nr.1 bokstav d.

vphl. § 2-5 nr. 5.¹⁰⁴ Etter direktivet er det krav om en "agreement" mellom partene. Dette er ikke nærmere definert. Det kan imidlertid antas at begrepet ikke skal tolkes snevrere enn i takeover-direktivet. Det er ingen hensyn som tilsier at "agreement" kun er ment å omfatte uttrykkelige avtaler. Likevel vil det være naturlig at avtalen er av en mer uttrykkelig art, ettersom direktivet krever at avtalen forplikter partene til å føre en langsiktig, felles politikk gjennom en samordnet bruk av rettigheter.¹⁰⁵

I Eastern-dommen foretar tingretten en tolkning av "forpliktende samarbeid" basert på forarbeidene. Det må etter rettens syn foreligge "en koordinert opptreden basert på avtale" og denne må være "relatert til kontrollen over selskapet".¹⁰⁶ Videre uttales det at

"Partenes koordinerte opptreden må være avtalt, dvs. at de er blitt enige om å koordinere sin opptreden. Fellesinteresser og parallell handling er ikke tilstrekkelig. Det kreves på den annen side ikke at partene har ment å inngå en juridisk forpliktende avtale som kan sanksjoneres. Det er uten betydning om avtalen er inngått skriftlig, muntlig eller stilltiende. Partene må anse samarbeidet som forpliktende. Hvordan de har vurdert dette er et bevissspørsmål. Innenfor det området de samarbeider, må de opptre «som en enkelt eier»."¹⁰⁷

Verken tingretten eller lagmannsretten drøfter at forarbeidene har motstridende uttalelser av hva et forpliktende samarbeid innebærer. Det sies heller ikke noe uttrykkelig om vekten til forarbeidene, eller hvorfor retten tolker forarbeidene på denne måten. Lagmannsrettens dom er enstemmig. Det har ikke kommet senere dommer som omhandler samme problemstilling. En lignende sak ville i dag vært basert på reglene fra 2007. Rettens forståelse samsvarer imidlertid med takeover-direktivet. Det er derfor sannsynlig at det i senere saker vil legges til grunn samme forståelse av hva som ligger i et forpliktende samarbeid.

Den instansen som hyppigst benytter seg av vphl. § 2-5 nr. 5 er Oslo Børs. Selv om domstolene ikke vil være bundet av praksisen, er det børsen og Børsklagenemndas behandling som i de fleste tilfeller er avgjørende for om aksjonærene konsolideres. I tillegg til den sparsomme praksisen fra domstolene, kan dette tale for at praksis og uttalelser fra disse instansene tillegges vekt.

¹⁰⁴ Ot. Prp. nr. 34 (2006-2007) s. 323.

¹⁰⁵ Rdir. 2004/109/EF art. 10 nr.1 bokstav a.

¹⁰⁶ TOSLO-2007-38572.

¹⁰⁷ I.c.

Praksis bygger i stor grad på uttalelser i forarbeidene, både før og etter endringene i 2007. Det legges til grunn at "forpliktende samarbeid" omfatter stilltiende avtaler.¹⁰⁸ Det er få avgjørelser avsagt etter Eastern-dommen, og ingen sier noe direkte om dette. Oslo Børs uttaler i brev av 11.06.2013 at

"[d]et sentrale i vurderingen er om det foreligger et samarbeid, ettersom begrepet "forpliktende" er tillagt liten selvstendig betydning".¹⁰⁹

Det må på bakgrunn av forarbeider, takeover-direktivet og praksis legges til grunn at alle former for avtaler er omfattet, uavhengig av om samarbeidet er avtalt uttrykkelig eller stilltiende, muntlig eller skriftlig.

En blott og bar felles opptreden faller etter forarbeidene utenfor ordlyden.¹¹⁰ Praksis har lagt til grunn at fellesinteresser og parallelle handlinger ikke er tilstrekkelig.¹¹¹ Dette er også forenelig med ESMA's retningslinjer.¹¹² Handlinger som dette vil dermed ikke medføre konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5.

4.2 Samarbeid om "bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres"

4.2.1 Innledning

Etter lovens ordlyd anses ikke to eller flere personer for å være nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 5 selv om det foreligger et forpliktende samarbeid. Samarbeidet må i tillegg gjelde

"å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres".¹¹³

For å fastlegge rekkevidden av vphl. § 2-5 nr. 5 må det tas stilling til hva som ligger i dette. Presiseringen av hva samarbeidet kan gå ut på begrenser rekkevidden. Samarbeid som gjelder noe annet enn det loven angir, må antas å falle utenfor med den konsekvens at samarbeidet ikke medfører konsolidering. Før endringen i 2007 var tillegget "herunder samarbeid der et

¹⁰⁸ OBKN-2008-4, OBKN-2006-7, OBKN-2003-1, OB-2013-13, OBS-2003-3, OB-2007-18 (uttalelse 2007).

¹⁰⁹ OB-2013-13 (brev (2013)).

¹¹⁰ NOU 1996:2 s. 115.

¹¹¹ LB-2008-27119, OBKN-2008-4, OB-2013-13 (brev (2013)), OBS-2003-3.

¹¹² ESMA/2013/1642.

¹¹³ Vphl. § 2-5 nr. 5.

tilbud vanskeliggjøres eller hindres" ikke en del av ordlyden. Jeg vil først ta stilling til hva som ligger i at samarbeidet må gjelde "bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument". Deretter vil jeg ta for meg hvordan tillegget skal forstås.

4.2.2 Samarbeid "når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument"

Vphl. § 2-5 nr. 5 er ikke begrenset til å gjelde et spesifikt finansielt instrument.¹¹⁴ De to temaene som står sentralt i denne oppgaven knytter seg begge til aksjer, jf. vphl. § 4-3 og § 6-1.¹¹⁵

En aksjeeiers rettigheter omfatter økonomiske rettigheter, disposisjonsrettigheter og forvaltningsrettigheter.¹¹⁶ De økonomiske rettighetene omfatter bl.a. retten til utbytte, fusjonsvederlag og rettigheter ved kapitalnedsettelse og kapitalforhøyelser. Økonomiske rettigheter omfatter også retten til å disponere over aksjene ved kjøp og salg. Forvaltningsrettighetene omfatter bl.a. retten til å møte, stemme og utøve andre rettigheter på og i forbindelse med generalforsamlingen, anlegge ugyldighetssøksmål mv.¹¹⁷

Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 er ikke begrenset til å gjelde noen spesifikke aksjonærrettigheter. Dette tilsier at alle rettigheter en aksjeeier har er omfattet. Kravet om at samarbeidet må gjelde "bruk av rettighetene som eier" innebærer at samarbeidet må være relatert til kontrollen i selskapet.¹¹⁸ Dette er på grunn av de ulike hensynene bak reglene. Fordi kontrollen hovedsakelig oppnås ved å ha tilstrekkelig med stemmeretter, har det vært antatt at dette i praksis medførte at et samarbeid måtte gjelde utøvelse av stemmeretten.¹¹⁹

Forarbeidene har ingen uttalelser om at bestemmelsen er begrenset til å gjelde stemmeretten. Transparency-direktivet derimot, knytter samarbeidet opp mot lik utøvelse stemmeretten.¹²⁰ Takeover-direktivet har ikke samme presisering.¹²¹ I medlemsstatene i EU har de to direktivene medført ulike forståelser av om det stilles krav til hva samarbeidet må gjelde.¹²²

¹¹⁴ Se vphl. § 2-2.

¹¹⁵ Vphl. § 4-2 syvende ledd angir at reglene gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis. Dette vil ikke bli behandlet nærmere.

¹¹⁶ Woxholt s. 57-58.

¹¹⁷ I.c.

¹¹⁸ NOU 1996:2 s. 114-115, LB-2008-27119.

¹¹⁹ Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhlie, m.fl (2002) s. 65, Gulbrandsen (2008) s.269, OB-2007-18 (uttalelse 2007).

¹²⁰ Rdir 2004/109/EF art. 10 nr.1 bokstav a.

¹²¹ Rdir 2004/25/EF art. 2 nr.1 bokstav d.

¹²² KOM(2012) 347 endelig.

Børsklagenemnda har i tidligere praksis lagt til grunn at "bruk av rettigheter" kan tolkes vidt, og at det også omfatter kjøp og salg av aksjer.¹²³ I Eastern-dommen bygges det videre på denne avgjørelsen og det legges til grunn en enda videre tolkning. Tingretten uttaler at

"[s]amarbeidet må gjelde utnyttelse av eierposisjon ... Ut i fra bestemmelsens ordlyd omfatter den derfor alt samarbeid vedrørende bruk av organisatoriske rettigheter (herunder stemmerettssamarbeid) og økonomiske rettigheter som følger med det å være aksjonær (herunder rettigheter knyttet til kjøp og salg)".¹²⁴

Oslo Børs har blant annet i fulgt opp dette i brev fra 2013.¹²⁵ Det må etter dette legges til grunn at "bruk av rettigheter som eier" ikke kan forstås så snevert at samarbeidet må gjelde stemmerettsbeføyelser. Alle aksjonærrettigheter er dermed omfattet.

4.2.3 "Herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres"

Utgangspunktet i forarbeidene er at det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering.¹²⁶ Et kortsiktig samarbeid fører sjeldnere til et kontrollskifte. Hensynene bak konsolidering gjør seg dermed ikke like ofte gjeldende her.

Uttrykket "bruk av rettigheter" har vært antatt å omfatte positivt samarbeid om å *oppnå* kontroll, for eksempel gjennom lik bruk av stemmeretter. Samarbeid om "bruk av rettighetene som eier" omfatter etter ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 også tilfeller der et samarbeid vanskeliggjør eller hindrer et tilbud, jf. begrepet "herunder". Å "vanskeliggjøre eller hindre" et tilbud er derimot mer naturlig å anse som et negativt samarbeid fordi man hindrer noen andre fra å oppnå kontroll.¹²⁷

Ofte brukes "herunder" i juridisk sammenheng for å liste opp tilfeller eller vise eksempler på hva som er omfattet. Normalt betyr "herunder" at noe ikke er uttømmende regulert i lovteksten. I dette tilfellet kan det imidlertid argumenteres med at "vanskeliggjøre eller hindre et tilbud" etter en naturlig språklig forståelse ikke kan forstås som en underkategori av det positive ladde "bruk av rettighetene som eier". Samarbeid om å forhindre andre fra å oppnå kontroll,

¹²³ OBKN-2003-1.

¹²⁴ TOSLO-2007-39572.

¹²⁵ Dette følges opp i OB-2013-13 (brev (2013)):"det er i praksis slått fast at det kan være grunnlag for konsolidering ved utøvelse av organisatoriske og økonomiske rettigheter".

¹²⁶ NOU 1996:2 s. 114-115.

¹²⁷ LB-2008-27119, OBKN-2003-1, Gudbrandsen (2008).

trenger ikke være langsiktig. Det skjer ikke nødvendigvis et kontrollskifte i selskapet, og ønsket om å oppnå kontroll vil ikke nødvendigvis være det sentrale.¹²⁸

Etter takeover-direktivet er det tilstrekkelig at samarbeidet tar sikte på å overta kontrollen over målselskapet *eller* å legge hindringer i veien for et tilbud.¹²⁹ Til tross for at lovgiver ved implementeringen antok at begge alternativene var omfattet, passer ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 dårlig med direktivteksten. I tråd med harmoniseringshensyn og lovgiverintensjonen, vil det kunne legges til grunn at norsk rett samsvarer med direktivet. Så lenge et samarbeid om å hindre eller vanskeliggjøre et tilbud medfører et kontrollskifte, eller at minoritetsaksjonærene ikke får del i kontrollpremien, vil også hensynene bak de norske reglene tale for en tilsvarende forståelse.

Vphl. § 2-5 nr. 5 omfatter etter dette samarbeid som er knyttet til kontrollen i selskapet. Dette kan for eksempel oppnås ved lik bruk av stemmeretter eller ved å forhindre andre fra å oppnå kontroll. Alle rettigheter en aksjeeier har er omfattet av bestemmelsen, det er ikke begrenset til stemmeretten.

Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 tilsvarer ikke takeover-direktivet, men det kan legges til grunn at bestemmelsen skal forstås på samme måte. Vphl. § 2-5 nr. 5 bør da leses som at samarbeid må gjelde å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument *eller* samarbeid om å vanskeliggjøre eller hindre et tilbud.¹³⁰ Etter ordlyden er det ikke nødvendig at oppkjøpet faktisk hindres for at samarbeidet skal være omfattet, det er tilstrekkelig at tilbudet motarbeides, jf. "vanskeliggjøre".¹³¹ I brev fra Oslo Børs virker det som det, i samsvar med takeover-direktivet, er tilstrekkelig at samarbeidet har som *formål* å forhindre et tilbud.¹³²

4.3 Der "et tilbud" vanskeliggjøres eller hindres

Problemstillingen som skal drøftes i det følgende er hva som ligger i begrepet "tilbud" i vphl. § 2-5 nr. 5. For å fastlegge hva som kan medføre konsolidering er det av interesse å vurdere hva som ligger i dette. Det er ingen legaldefinisjon av "tilbud" i verdipapirhandelloven.

Ordlyden taler for at det siktes til *et konkret* tilbud. Dette forutsetter at det aktuelle målselskapet er i oppkjøpssituasjon, eller tilbudssituasjon. Av forarbeidene fremgår det at henvisningen til "tilbud" bør gjøre det klart at presiseringen av hva et samarbeid kan gå ut på kun er aktuelt

¹²⁸ Gudbrandsen (2008) s. 273.

¹²⁹ Rdir. 2004/25/EF art. 2 nr.1 bokstav d.

¹³⁰ Gudbrandsen (2008).

¹³¹ LB-2008-27119.

¹³² OB-2013-13 (brev (2013)).

der det er tale om erverv av en kontrollerende del av et målselskap.¹³³ Likevel kan bruken av "herunder" skape et problem her også. Et positivt samarbeid om å oppnå kontroll krever ikke at det foreligger en tilbudssituasjon for at konsolidering kan skje.

I takeover-direktivet er det i art. 2 nr. 1 bokstav a gitt en legaldefinisjon av "tilbud". Av definisjonen fremgår det at det er snakk om et fremsatt tilbud. Det er derfor et konkret tilbud som må hindres av samarbeidet etter art. 2 nr. 1 bokstav d. Direktivet er imidlertid et minimumsdirektiv, og kan praktiseres strengere i Norge ved at flere anses som konsoliderte parter enn etter direktivet. På grunn av uttalelser i forarbeidene kan det virke som lovgivers intensjon var at vphl. § 2-5 nr. 5 skulle tilsvare direktivet. Dette taler for at det i norsk rett må foreligge et konkret tilbud for at samarbeid om å hindre noen andre skal være omfattet.

Problemstillingen som oppstår er hva som kreves for at et selskap er i en tilbudssituasjon.

Kravet om "et tilbud" må være oppfylt der det er offentliggjort et pliktig tilbud på målselskapet.¹³⁴ Situasjonen ved frivillig tilbud er imidlertid en litt annen. Det kan hende tilbudet blir ansett som for lavt, slik at sannsynligheten for kontrollskifte er lav.¹³⁵ Hensynene bak bestemmelsen gjør seg dermed ikke gjeldende i samme grad. Frivillig tilbud er omfattet av definisjonen i takeover-direktivet, og det vil retts teknisk være lettere og mer forutsigbart om frivillige tilbud også er omfattet etter vphl. § 2-5 nr. 5. Derimot kan det innvendes mot dette at dersom det legges opp til en konkret vurdering av om man befinner seg i en situasjon der et kontrollskifte i selskapet er aktuelt, vil det kunne bli en riktigere anvendelse av reglene om tilbudsplikt ut i fra hensynene bak regelverket.

Fra praksis før endringen var det i Eastern-dommen nokså klart at selskapet stod overfor en tilbudssituasjon på tidspunktet samarbeid ble innledet. Retten uttalte at hvorvidt det forelå en konkurranse- eller oppkjøpssituasjon var et moment av vital betydning for konsoliderings spørsmålet.¹³⁶ Bevismessig vil det forhold at selskapet er i en tilbudssituasjon, medføre at det er større grunn til å anta at inngåelsen av avtalene er strategisk motivert for å sikre egen posisjon. Derimot er det ikke klart om forholdet, altså inngåelse av TRS-avtalen, kunne tenkes omfattet av vphl. § 2-5 nr. 5 dersom selskapet *ikke* var i en tilbudssituasjon. Også i en sak om negativt samarbeid fra Børsklagenemnda, Nordstjernen/Orkla-saken fra 2003, var selskapet i en tilbudssituasjon.¹³⁷

¹³³ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 368.

¹³⁴ Vphl. § 6-8.

¹³⁵ Gudbrandsen (2008) s. 273.

¹³⁶ LB-2008-27119.

¹³⁷ OBKN-2003-1.

I begge sakene var det imidlertid fortsatt grunnlag for konsolidering etter at tilbudssituasjonen var over. På tidspunktet tilbudsplikten ble utløst for SeaDrill var det ikke lenger en "aktiv" tilbudssituasjon. Likevel ble partene rett forut for dette konsolidert på grunnlag av det forpliktende samarbeidet. Retten vektla at samarbeidet ikke var avsluttet.¹³⁸ Det ble også trukket frem at det på tidspunktet var et marked som aktualiserte oppkjøp av selskaper som Eastern.

I en annen sak fra Børsklagenemnda ble det ikke skilt mellom TRS-avtaler som ble inngått *før* det var klart at selskapet var i en tilbudssituasjon og TRS-avtaler som ble inngått *etter* at dette ble klart.¹³⁹ Saken gjaldt selskapet Sinvest og omhandlet et noe tilsvarende tilfellet som i Eastern-dommen, men saken ble ikke tatt til retten.¹⁴⁰ Avtalene ble vurdert samlet og ikke hver for seg, hvilket hadde vært naturlig dersom det er et krav om at selskapet må være i en tilbudssituasjon for at slik samarbeid skal omfattes. Det er dermed foretatt en tolkning av vilkåret "tilbud" som vanskelig lar seg forene med en alminnelig forståelse av hva en tilbudssituasjon innebærer.¹⁴¹ Gjennomgangen av praksis viser at tilfeller der et fremtidig tilbud vanskeligjøres kan tenkes omfattet av vphl. § 2-5 nr. 5.

Basert på ordlyden, forarbeider og takeover-direktivet kan det likevel legges til grunn at det etter dagens bestemmelse ikke er tilstrekkelig at selskapet på generelt grunnlag anses som en oppkjøpskandidat.¹⁴² Spekulasjoner om fremtidige tilbud faller antagelig utenfor. For øvrig er det uklart hvilke omstendigheter som må foreligge for å kunne si at selskapet er i en tilbudssituasjon. Dette må antagelig avgjøres ut i fra de konkrete forhold i saken.¹⁴³

4.4 Beviskravet "må antas"

Ved vurderingen av om det foreligger et forpliktende samarbeid mellom partene, kan det oppstå vanskelige bevissspørsmål. Det er vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger.¹⁴⁴ Vphl. § 2-5 nr. 5 angir at kravet til bevisets styrke er at det "må antas" at partene har et forpliktende samarbeid. Utgangspunktet i sivilprosessen er sannsynlighetsovervekt. Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 kan imidlertid tolkes som at det kreves noe mindre. Spørsmålet blir hva som ligger i "må antas".

¹³⁸ TOSLO-2007-39572.

¹³⁹ OBKN-2006-7.

¹⁴⁰ I.c.

¹⁴¹ Gudbrandsen (2008) s. 274.

¹⁴² Gudbrandsen (2008) s. 273.

¹⁴³ LB-2008-27119.

¹⁴⁴ NOU 1996:2 s. 115, OBKN-2008-4.

Forarbeidene angir at det må "foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas".¹⁴⁵

Det er i rettspraksis lagt til grunn at det alminnelige kravet til sannsynlighetsovervekt er utgangspunktet ved vurdering.¹⁴⁶ Subjektive momenter vil være av betydning fordi bevistema er "forpliktende samarbeid". Det må da trekkes slutninger fra de objektive omstendighetene i den konkrete saken. Det må ved de subjektive forholdene kunne legges til grunn det som *må antas* ut i fra hvordan partene har handlet og den situasjonen de har handlet i. Ved fastleggelsen av de objektive omstendighetene det sluttes fra, må det legges til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt.¹⁴⁷

Rettens forståelse av beviskravet stemmer overens med tidligere praksis fra Oslo Børs.¹⁴⁸ Det er ingenting i forarbeidene til 2007-loven som tilsier at beviskravet er endret fra den tidligere loven, og samme forståelse kan legges til grunn i dag.

Praksis og uttalelser i forarbeidene gjelder tilbudsplikten. Noen særlige spørsmål oppstår ved konsolidering etter reglene om flaggeplikt. Brudd på flaggeplikten kan medføre strafferettslige sanksjoner, jf. vphl. § 17-3. I strafferetten stilles det strengere beviskrav, det kreves at det ikke finnes rimelig tvil om at de objektive og subjektive vilkår for straff er oppfylt.¹⁴⁹ Ved vurderingen av om man skal ilegges straff, vil et strengere beviskrav gjelde for de subjektive vilkårene. Det påpekes her at det både kan ilegges foretaksstraff og personlig straff. Foretaksstraff krever ikke skyld.¹⁵⁰

Vedrørende overtredelsesgebyr legger forarbeidene til grunn at det i utgangspunktet må foreligge kvalifisert sannsynlighetsovervekt for å ilegge dette, jf. vphl. 17-4 jf. § 4-3. Overtredelsesgebyr kan bli ansett som straff. Det må da stilles et strengere beviskrav enn kvalifisert sannsynlighetsovervekt. Hvorvidt overtredelsesgebyr etter denne bestemmelsen anses som straff, skal ikke drøftes nærmere her. Se Rt. 2014 s. 620 for en gjennomgang av rettstilstanden knyttet til dette.

¹⁴⁵ NOU 1996:2 s. 115.

¹⁴⁶ TOSLO-2007-39572.

¹⁴⁷ I.c.

¹⁴⁸ Se for eksempel OBS-2003-3 og OBKN-2003-1.

¹⁴⁹ Rt. 2003 s. 1671.

¹⁵⁰ Lov av 20 mai 2005 nr. 28 om straff § 27.

5 Praktiseringen av vphl. § 2-5 nr. 5

5.1 Momenter som kan vektlegges i en helhetsvurdering

5.1.1 Innledning

For å vurdere om det foreligger et samarbeid som gir grunnlag for konsolidering må det foretas en helhetsvurdering. Vurderingstema er om det foreligger et samarbeid med sikte på å befeste eller oppnå gruppens egen kontroll i selskapet, eller samarbeid som hindrer eller vanskeliggjør andres forsøk på å erverve kontroll.¹⁵¹

Utgangspunktet for helhetsvurderingen må tas i formålet med konsolideringsbestemmelsen. Avhengig av hvilken bestemmelse konsolideringen vurderes etter, vil hensynene bak flaggeplikten eller tilbudsplikten også være av betydning. Hensynene vil bli det avgjørende for hvordan partenes disposisjoner vektlegges.¹⁵²

Ytterpunktet vil på den ene siden være tilfeller der partene har gjort det kjent at de har et samarbeid, eller at det foreligger en langsiktig, skriftlig aksjonæravtale.¹⁵³ I mangel av uttrykkelig avtale må det vurderes om de aktuelle aksjonærenes handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse eller forståelse seg imellom. På den andre siden, faller parallelle handlinger utenfor.

Vphl. § 2-5 nr. 5 er en skjønnsmessig bestemmelse og hvert tilfelle må avgjøres konkret.¹⁵⁴ Det skal i det følgende redegjøres for momenter som er vektlagt i praksis fra domstolen, Oslo Børs og Børsklagenemnda, samt momenter som kan vektlegges etter ESMA's retningslinjer. Det påpekes at ingen av de nevnte momentene i seg selv vil medføre konsolidering.

Selv om flertallet av uttalelsene og sakene gjelder tilbudsplikten, vil den samme vurderingen måtte foretas for å vurdere flaggeplikten. Tvilssomme konsolideringstilfeller for flaggeplikten kan være tilfeller der partene forhandler om, men ikke enda har inngått en aksjonæravtale, eller der det inngås samarbeid om å overta et selskap ved å kjøpe seg opp.¹⁵⁵

¹⁵¹ LB-2008-27119, ESMA/2013/1642, OB-2013-13 (brev (2013)).

¹⁵² LB-2008-27119.

¹⁵³ OBKN-2003-1: der det "foreligger en formell avtale mellom flere eiere eller aktører i et selskap knyttet til styringen av selskapet, er det utvilsomt at avtalepartene er å anse som "nærstående" i lovens forstand".

¹⁵⁴ NOU 1996:2 s. 114-115.

¹⁵⁵ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2003 s.136-137, brev av 09.10.2003.

5.1.2 Diskusjoner mellom aksjonærer og kontakt med selskapets styre

Generalforsamlingen er aksjonærenes viktigste arena for å utøve kontroll med selskapet.¹⁵⁶ Det kan derfor være praktisk å skille mellom samarbeid om handlinger foretatt utenfor og på generalforsamlingen. Det har i seg selv ingen betydning hvor samarbeidet mellom aksjonærene foregår, men det vil være lettere å bevise et forpliktende samarbeid dersom det foregår ved koordinert stemmeavgivning på generalforsamlingen.¹⁵⁷

ESMA's retningslinjer punkt 4.1 bokstav a gir aksjonærene adgang til å diskutere forhold som gjelder selskapsstyringen, som for eksempel selskapets regnskap. Bokstav b åpner for at slike diskusjoner tas opp med selskapets styre. I flere medlemsstater anses handlinger som dette normalt ikke for å medføre konsolidering.¹⁵⁸ Dette er fordi det verken forplikter aksjonærene eller ledelsen av selskapet. De samarbeidende partene oppnår ikke bestemmende innflytelse i selskapet og hindrer heller ikke andre aksjonærer i å utøve sine rettigheter. Denne type dialog er en form for det aktive eierskap EU-Kommisjonen ønsker.¹⁵⁹

Den norske aksjelovgivningen er ikke til hinder for at det er kontakt mellom selskapsledelsen og selskapets aksjeeiere utenfor generalforsamlingen.¹⁶⁰ Det foreligger heller ikke praksis der konsolidering er basert på uformell kontakt. Formålet med selskapsledelsens kontakt med aksjeeierne forutsettes å være for å ivareta selskapets interesser.¹⁶¹ Opplysninger som kan gi mottakeren særfordeler eller være til skade for selskapet faller utenfor. Kontakten må avgrenses mot generalforsamlingens myndighet. Dette betyr at aksjeeiere gjennom uformell kontakt ikke kan gi styret pålegg.

En handlingsmulighet aksjonærene har utenfor generalforsamlingen er å inngå aksjonæravtaler med medlemmer av selskapsledelsen. Aksjonæravtaler regulerer imidlertid ikke selskapets rettsforhold. Avtalen vil ikke virke bindende på generalforsamlingen og den vil ikke gå foran selskapets vedtekter. I utgangspunktet vil en aksjonæravtaler som dette ikke være en snarvei til kontroll over selskapet dersom man ikke har tilstrekkelig med stemmer på generalforsamlingen.¹⁶² Derimot vil avtalen være bindende for aksjonærene som er part i avtalen. Det kan også være avtalt sanksjoner dersom avtalen brytes. Dette vil kunne medføre at hensynene bak konsolideringsbestemmelsen gjør seg gjeldende ved at aksjonærene de facto har kontroll over

¹⁵⁶ Asl./asal. § 5-1.

¹⁵⁷ Asal. § 5-16, krav om protokoll over utfallet av stemmegivningen. Madsen (2014).

¹⁵⁸ ESMA/2013/1642, Winner (2014) s. 384.

¹⁵⁹ Madsen (2014) s.76. KOM(2011) 164 endelig.

¹⁶⁰ Knudsen (2015) s. 371. Se også NUES (2014) punkt 13.

¹⁶¹ Knudsen (2015) s. 370-372, se også asl./asal. §§ 5-21 og 6-28 første ledd.

¹⁶² Madsen (2014) s. 78.

selskapet. Innholdet i aksjonæravtalen og forholdene for øvrig må vurderes konkret. Aksjonæravtalen vil være et moment i helhetsvurderingen av om partene har et forpliktende samarbeid.

5.1.3 Handlinger foretatt i forbindelse med og på generalforsamlingen – omfanget av samarbeidet

ESMAs retningslinjer punkt 4.1 bokstav c gjelder samarbeid forut for generalforsamlingen og har lite eget innhold. Retten til å få saker behandlet på generalforsamlingen følger av asal. § 5-11. Minoritetsaksjonærenes adgang til å kreve ekstraordinær generalforsamling følger av asal. § 5-7 annet ledd. Det er ingen begrensninger knyttet til at nevnte rettigheter ikke kan utøves i fellesskap.

Av større interesse er punkt 4.1 bokstav d som angir at aksjonærer kan samarbeide om å koordinere sin stemmeavgivelse på generalforsamlingen. Det er listet opp en rekke tilfeller aksjonærene kan samarbeide om, bl.a. nevnes kapitalforhøyelser og ekstraordinært utbytte. Samarbeid om valg av styre er ikke omfattet.

De opplistede tilfellene i bokstav d er i mindre grad aktuelle for aksjonærer som ønsker å utøve kontroll over selskapet. I mange stater i EU er stemmerettssamarbeid om visse enkeltbeslutninger ikke tilstrekkelig til å si at partene har et forpliktende samarbeid.¹⁶³ Transparency-direktivet art. 10 nr. 1 bokstav a har medført forskjellige tolkninger av "persons acting in concert" ved at det stilles ulike krav til samarbeidets varighet.¹⁶⁴ Spørsmålet blir hvordan samarbeid om enkeltbeslutninger i generalforsamlingen skal vektlegges i norsk rett.

Selv om enkeltbeslutninger om annet enn valg av styremedlem ikke i selv bør medfører konsolidering, er det nærliggende å tenke at en avtale om å stemme likt til et forslag på generalforsamlingen kan være uttrykk for utøvelse av bestemmende innflytelse over selskapet. For å ivareta hensynet til minoritetsaksjonærene i tilfeller der kontrollen skifter, kan det tenkes at det bør konsolideres også i slike tilfeller. Markedet vil også ha interesse av å vite hvem som har kontrollen i selskapet.

Utgangspunktet etter forarbeidene, er at ikke enhver samordnet bruk av rettigheter gir grunnlag for konsolidering.¹⁶⁵ Samarbeid i en enkelt sak vil i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid.¹⁶⁶

¹⁶³ ESMA/2013/1642.

¹⁶⁴ ESME (2008).

¹⁶⁵ NOU 1996:2 s. 114-115.

¹⁶⁶ NOU 1996:2 s. 114.

Vedrørende tolkningen av finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 er det uttalt at den ikke er ment å omfatte ad hoc opptreden, men tar sikte på et samarbeid av mer forpliktende og langvarig art.¹⁶⁷ Denne forståelse er også lagt til grunn i praksis fra Oslo Børs og Børsklagenemnda.¹⁶⁸ I en sak om Rem Offshore, uttalte børsstyret til at det forelå tilstrekkelige holdepunkter til å si at samarbeidet ikke bare gjaldt spørsmål om lokalisering av virksomheten, men at samarbeidet også omfattet kontrollen i selskapet.¹⁶⁹

Det må utøves en viss forsiktighet med å tillegge stemmelikhet betydning. Dette gjelder særlig på grunn av ønsket i EU om et aktivt eierskap.¹⁷⁰ Aksjonærer skal ikke føle seg presset til å stemme annerledes eller unnlate å stemme pga. frykt for å bli konsolidert. Hensyn som dette gjør seg også gjeldende i norsk rett.¹⁷¹

Børsstyret har uttalt at det ikke er sånn at enhver samtale eller samarbeid i enkeltsaker eller flere saker, nødvendigvis medfører at det foreligger et "forpliktende samarbeid".¹⁷² Børsen viser til at aksjonærer i børsnoterte selskaper må kunne føre samtaler om hvilke veivalg eller avgjørelser som er best for selskapet uten at det av den grunn foreligger et forpliktende samarbeid.¹⁷³ Et faktisk samarbeid mellom to eller flere aksjonærer i enkeltsaker eller flere saker må i noen grad måtte aksepteres.¹⁷⁴

Det kan etter dette legges til grunn at samarbeid om enkeltbeslutninger på generalforsamling ikke trenger å medføre konsolidering. Det avgjørende vil være om partene kan antas å ha et bredere samarbeid. Det er klart at tiden og antall saker som kan underbygge et samarbeid, vil kunne klargjøre om et forpliktende samarbeid foreligger.¹⁷⁵ Ut fra ESMA's retningslinjer er det ingen grunn til å tro at dette vil bli vektlagt annerledes i nye saker for Oslo Børs.

5.1.4 Særlig om samarbeid knyttet til valg av styremedlemmer

Samarbeid om endringer av styret vil kunne være et viktig moment i en vurdering av om aksjonærene handler med sikte på å ta kontroll og er særlig omtalt i ESMA's retningslinjer. Styremedlemmer velges av generalforsamlingen, med mindre annet er fastsatt i vedtektene jf.

¹⁶⁷ Ot.prp.nr. 41 (1986-1987) merknad til den enkelte bestemmelse, § 2-6.

¹⁶⁸ OBKN-2008-4, OBKN-2002-3, OB-2007-18 (uttalelse (2007)).

¹⁶⁹ Børsstyret i OBKN-2008-4.

¹⁷⁰ ESMA/2013/1642.

¹⁷¹ I.c.

¹⁷² Børsstyret i OBKN-2003-1, OBKN-2002-3.

¹⁷³ I.c.

¹⁷⁴ Børsstyret i OBKN-2002-3.

¹⁷⁵ OBKN-2002-3.

asal. § 6-3. For aksjonærer som ikke har flertall på generalforsamlingen vil det være nødvendig å samarbeide for å få sine representanter inn i styret.¹⁷⁶

I NOU 1996:2 ble det som et eksempel trukket frem at samordnet opptreden i generalforsamlingen med sikte på f.eks. skifte av styre, i seg selv ikke bør begrunne konsolidering. Utover dette er det ikke gitt noen form for retningslinjer på dette punktet i norsk rett. Det foreligger heller ikke praksis der det er vektlagt eller uttalt noe direkte om samarbeid om valg av styremedlemmer i målselskapet. Uttalelser fra Oslo Børs kan imidlertid trekke i retning av at det i norsk rett ikke er et moment som vurderes særskilt.¹⁷⁷ På denne bakgrunn må antagelig samarbeid om valg av styremedlemmer vurderes på samme måte som øvrig stemmelikhet på generalforsamlingen.

Tilsynsmyndighetene kan tenkes å vektlegge retningslinjene fra ESMA selv om disse ikke er bindende. Etter ESMA's retningslinjer kan det tas hensyn til om aksjonærene har samarbeidet tidligere, om det er inngått avtaler mellom aksjonærene og ledelsen av selskapet, om noen i ledelsen mottar vederlag direkte fra aksjonærene og hvilken posisjon i ledelsen det innvalgte medlemmet får.¹⁷⁸ Dette er momenter som kan peke i retning av at aksjonærene har et bredere samarbeid. Uavhengig av ESMA's retningslinjer, vil det derfor kunne være relevante momenter også ved en vurdering av vphl. § 2-5 nr. 5.

5.1.5 Kryssende eierskap og familiære relasjoner

Der det vurderes om et samarbeidet mellom juridiske personer, eller juridiske og fysiske personer, vil medføre konsolidering, vil forbindelser mellom aksjonærene være relevante. Det forutsettes her at aksjonærene ikke er nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 3 og 4. Kryssende eierskap, en stor eierposisjon eller organisasjonen mellom de aktuelle aksjonærene vil kunne tale for at de ikke handler uavhengig av hverandre.¹⁷⁹ Forbindelser som dette vil kunne medføre at vedkommende stemmer likt i aksjonærselskapene ved stemmegivning over hvordan aksjonærinnflytelsen i selskapet skal brukes.¹⁸⁰ Det er i praksis fra Oslo Børs, Børsklagenemnda og Finansdepartementet ikke bare lagt vekt på eierandeler, men også formell og reell innflytelse.¹⁸¹ Forretningsmessig samarbeid og personlig forretningsmessige forbindelser som styre-

¹⁷⁶ Asl./asal. § 5-17 alminnelig flertallskrav.

¹⁷⁷ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2011 s. 153, brev av 23.08.2011.

¹⁷⁸ ESMA/2013/1642 s. 6-7.

¹⁷⁹ OBKN-2003-1, OB-2009-29 (brev (2009)).

¹⁸⁰ Ramsland (2005) s. 436-439.

¹⁸¹ Finansdepartementets vedtak 25. juni 1997, sak om Aker RGI. Vist til i bl.a. OBKN-2003-1, OBKN-2002-3, OBS-2003-3.

formenn mv., vil også kunne være momenter av betydning.¹⁸² En betydelig eierposisjon er isolert sett ikke tilstrekkelig til å fastslå et "forpliktende samarbeid".¹⁸³

Fravær av slike forbindelser vil kunne være et moment mot at det foreligger et forpliktende samarbeid. I en sak om Frontline Drilling fra 2002 vektla Børsklagenemnda at aksjonærene var to separate investeringsfond og at de ikke hadde eiermessig fellesskap eller annen forbindelse. Selskapene hadde også forskjellige investeringsfilosofier.¹⁸⁴

Av samme grunner som eiermessige tilknytninger, vil det for personlige aksjonærer kunne være et relevant moment om det foreligger familiære relasjoner. For eksempel kan det tenkes konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5 der barnet er over 18 år, se vphl. § 2-5 nr. 2.¹⁸⁵ I saken fra 2008 om Rem Offshore, uttalte Børsklagenemnda at det faktisk at aksjonærene var brødre, ikke i seg selv kunne tillegges betydning.¹⁸⁶ Grunnen til dette er at selv om to direkte eller indirekte aksjonærer er brødre e.l., trenger ikke bindingen mellom dem å være sterk. Selv om de har familiære relasjoner er det ikke av den grunn sagt at de har nære relasjoner, verken forretningsmessig eller personlig. Dette må i tilfelle bevises. Det vil derfor være grunn til å behandle dem som om de ikke var i familie. Forholdet vil likevel være et bakenforliggende element. Nære familiære relasjoner medfører nok at det i en viss grad kreves færre ytre omstendigheter for å si at det foreligger et samarbeid.¹⁸⁷

5.1.6 Begrenset egeninteresse og økonomiske forpliktelser

Er aksjonærens plikter eller risiko overtatt av en annen, vil dette kunne indikere at aksjonærrettighetene ikke utøves på selvstendig grunnlag.¹⁸⁸ Dette var tilfellet i Havila-saken fra 2003.¹⁸⁹ Selv om opsjonsavtalen i seg selv ikke inneholdt noen uttrykkelige bindinger for bruk av rettighetene, medførte avtalen at den ene aksjonæren hadde begrenset, om noen, egeninteresse knyttet til sitt aksjeeie. Det ble lagt vekt på at dersom det skulle oppstå kontroversielle spørsmål på generalforsamlingen eller i styret, ville mangelen på egeninteresse kunne erstattes av lojalitet til den som faktisk har kursrisikoen og som i praksis har finansiert aksjene.

¹⁸² OBS-2003-3 og OBKN-2003-1.

¹⁸³ OBKN-2003-1.

¹⁸⁴ Obkn-2002-3.

¹⁸⁵ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2003 s. 137-138, epost av 21.10.2003.

¹⁸⁶ OBKN-2008-4.

¹⁸⁷ Se børsstyret i OBKN-2008-4, ikke fulgt opp av nemnden.

¹⁸⁸ Finansdepartementets vedtak av 29. mai 1990, Forenede-saken. Vist til i b.la. LB-2008-27119, OBS-2003-3 og OB-2007-18 (uttalelse (2007)).

¹⁸⁹ OBS-2003-3.

Begrenset egeninteresse for den ene samarbeidsparten vil også kunne medføre en indirekte kontroll og en relativt større andel av stemmene. Dette var tilfellet i Eastern- og Sinvest-sakene.¹⁹⁰ Selger av risikoen hadde ingen egeninteresse som alminnelige aksjeeiere for sine sikringsaksjer. Tvert imot måtte det antas at denne egeninteressen kunne erstattes av lojalitet til avtaleparten. Derimot vil det i slike tilfeller ikke kunne legges til grunn at de ville stemt for sine aksjer i en kontroversiell sak med betydning for avtaleparten. Likevel vil det være utenkelig at selger av risikoen handler i strid med avtalemotpartens reelle interesser.

Økonomiske forpliktelser mellom aksjonærene vil kunne tilsi at aksjonærene har et lojalitetsbånd. I en sak fra Finansdepartementet fra 1990, ble det vektlagt at den ene aksjonæren hadde finansiert eller påtatt seg økonomisk risiko og forpliktelser av betydelig omfang knyttet til de andre aksjonærene. Det ble uttalt at det ville være urimelig å anta at aksjonærrettighetene utøves på fritt grunnlag av en aksjonær som ikke har finansiert aksjene selv.¹⁹¹ I en sak om Aker RGI, vektla Finansdepartementet at det var foretatt parallelle investeringer i Storebrand.¹⁹² Børsklagenemnda uttalte i Orkla/Nordstjernen-saken at konvertible lån er et moment i den helhetsvurdering som skal foretas i relasjon til konsolidering. Nemnda kom imidlertid til at det i den saken ikke var et moment av betydning.¹⁹³ I Rem Offshore-saken ble det av børsstyret vektlagt at ervervet var finansiert av egne midler.¹⁹⁴ Samarbeid om investeringer av ren finansiell karakter vil ofte falle utenfor vphl. § 2-5 nr. 5. Er investering av strategisk karakter derimot, vil samarbeidet kunne være omfattet.¹⁹⁵

5.1.7 Hensynet til minoritetsaksjonærene

Hensynet til minoritetsaksjonærene vil alltid vektlegges i tilbudssituasjoner. Det skal her trekkes frem visse aspekter ved dette.

Det er i flere saker fra børsen og nemnda, samt i Eastern-dommen, vektlagt om det er betalt en kontrollpremie.¹⁹⁶ Likebehandling av aksjonærene står sterkt. I tilfeller der aksjer erverves med det formål å opprettholde og forsvare en kontrollposisjon, inneholder prisen ofte en kontrollpremie de øvrige aksjonærene ikke får del i.¹⁹⁷ I en uttalelse vedørende Stavanger Aftenblad vektla Oslo Børs at det var blitt betalt en kontrollpremie. Dette var ikke tilfellet mellom

¹⁹⁰ LB-2008-27119, OBKN-2006-7.

¹⁹¹ Finansdepartementets beslutning av 29. mai 1990, Forenede-saken. Se note 188.

¹⁹² Finansdepartementets vedtak 25. juni 1997, sak om Aker RGI. Se note 181.

¹⁹³ OBKN-2003-1.

¹⁹⁴ OBKN-2008-4.

¹⁹⁵ LB-2008-27119, OBKN-2003-1.

¹⁹⁶ LB-2008-27119, OBKN-2006-7, OB-2007-18.

¹⁹⁷ OBKN-2006-7.

to andre aksjonærer, og det ble blant annet på denne bakgrunn ikke foretatt konsolidering.¹⁹⁸ Tilsier prisen som er betalt at øvrige aksjonærer går glipp av kontrollpremien, eller at det ligger et implisitt vederlag for bruk av stemmeretten, vil hensynet til minoritetsaksjonærene gjøre seg gjeldende.¹⁹⁹

Det kan også være relevant om minoritetsaksjonærene opplever situasjonen som et kontrollskifte av den typen tilbudspliktreglene er ment å ivareta.²⁰⁰ Oslo Børs har til sammenligning i enkelte andre saker vektlagt at det ikke kom noen henvendelser fra minoritetsaksjonærer som anså seg stengt inne.²⁰¹

5.1.8 Handlingssituasjonen partene befant seg i og markedspraksis

Det vil i mange tilfeller være vanskelig å finne bevis for at det foreligger en stilltiende avtale. Begivenheter i markedet vil gi sterke indikasjoner på hvilken handlingssituasjon de aktuelle aksjonærene befant seg i. Dette er vektlagt i rettspraksis og børspraksis.²⁰² Eksempler på begivenheter kan være aksjekurser, den generelle utviklingen på det konkrete markedsområdet, andre aktørers handlinger og lignende. Omstendighetene vil bl.a. kunne underbygge om derivatavtaler mellom partene hadde finansiell eksponering som formål.²⁰³ Oslo Børs har uttalt at enkelte momenter som i seg selv ikke gir grunnlag for konsolidering, vil bidra til å kaste lys over disposisjonene og de omstendigheter de er inngått under.²⁰⁴ Dette gjelder også subjektive momenter, slik som hva partene har opplevd eller gjort i tidligere situasjoner.²⁰⁵

Hvem som tok initiativet eller hva som utløste behovet for å foreta disposisjonene vil kunne være av betydning. I Frontline Drilling-saken ble det vektlagt at det var selskapet selv som hadde tatt initiativet. Andre avtaler inngått mellom aksjonærene var et resultat av den praktiske gjennomføringen av avtalene selskapet tok initiativ til.²⁰⁶ I Rem Offshore-saken ble det vektlagt at handlingene foretatt av aksjonærene var initiert av en tvangssituasjon. Børsen uttalte at det vil kunne stilles mindre krav til samarbeidets omfang eller bevis når det skal vur-

¹⁹⁸ OB-2007-18 (uttalelse (2007)).

¹⁹⁹ LB-2008-27119, OBKN-2008-4.

²⁰⁰ OBS-2003-3.

²⁰¹ TOSLO-2007-39572: Uttalt at dette ble vektlagt av Oslo Børs i en sak om konsolidering høsten 2003, Ribersaken.

²⁰² LB-2008-27119.

²⁰³ LB-2008-27119 (i tingrettens dom vist til Ribersaken fra 2003, der samarbeidet hadde finansiell eksponering som formål), OBKN-2006-7, OBKN-2003-1.

²⁰⁴ OBS-2003-3.

²⁰⁵ TOSLO-2007-39572.

²⁰⁶ OBKN-2002-3.

deres om et nedslag er frigjørende, enn i en ordinær konsolideringssituasjon.²⁰⁷ Selv om handlingene formelt sett fremstår som ordinære, er det etter praksis den reelle virkningen som vil være avgjørende.²⁰⁸

Av de samme grunner som ovenfor, vil markedspraksis være av betydning i vurderingen av om partene har et forpliktene samarbeid. Dette ble særlig vektlagt i Eastern- og Sinvest-sakene.²⁰⁹ Selv om det ikke fremgikk noe uttrykkelig av TRS-avtalene, ble det lagt vekt på at det lå sterke føringer i markedspraksis for aktørenes atferd. Praksisen tilsa at selger av risikoen ville erverve sikringsaksjer og at disse senere ville bli tilbudt kjøper av risikoen. Kjøper av risikoen måtte være klar over denne praksisen. Avtaler og konstruksjoner som fraviker fra markedspraksis vil også kunne være et moment for at det foreligger et bredere samarbeid mellom partene.²¹⁰

5.1.9 Særlig om ervervssamarbeid

I forarbeidene til 1997-loven ble det uttalt at samarbeid kun med sikte på selve ervervet ikke bør medføre konsolidering.²¹¹ Av den grunn har oppfatningen i norsk rett vært at enkeltstående oppkjøpssamarbeid ikke omfattes av tilbudsplikten. Krav om at partenes samarbeid må gjelde bruk av rettigheter, og uttalelsen om at det er de langsiktige former for samarbeid som omfattes, medførte at slikt samarbeid falt utenfor. Uttalelsen er ikke fraveket i forarbeidene til endringen i 2007, men det må likevel antas at dette ikke lenger gjelder i dag.²¹² Dette er på grunn av det nye tillegget om å "vanskeliggjøre eller hindre" et tilbud og takeover-direktivet. Det må det legges til grunn at et enkeltstående oppkjøpssamarbeid vil kunne medføre at et tilbud forhindres og at det dermed er omfattet av vphl. § 2-5 nr. 5.²¹³

5.1.10 Særlig om derivatkontrakter

I relasjon til tilbudspliktreglene er det særlig Eastern- og Sinvest -sakene som har gjort det aktuelt å knytte noen egen bemerkninger til derivatkontrakter. Det er også relevant å vurdere konsolideringsbestemmelsen for flaggereglene da vphl. § 4-3 kun omfatter rettigheter til aksjer som gir rett til fysisk levering.²¹⁴ Det problematiske med kontantavregnede derivatkontrakter, som TRS-avtaler, er at det oppstår en syntetisk aksjeposisjon.²¹⁵ Kjøper av risikoen

²⁰⁷ OBKN-2008-4.

²⁰⁸ LB-2008-27119, OBKN-2006-7, Finansdepartementets vedtak 25. juni 1997, sak om Aker RGI.

²⁰⁹ LB-2008-27119, OBKN-2006-7.

²¹⁰ OBS-2003-3.

²¹¹ NOU 1996:2 s. 114.

²¹² Bergo (2014) s. 86.

²¹³ Se også Oslo Børs uttalelser om dette i brev (2009).

²¹⁴ Bergo (2014) s. 269 og 272.

²¹⁵ Bergo (2014) s. 56.

blir ikke eier av aksjene, men har kun rett til kontantavregning. I tilfeller der det gjelder samarbeid om utøvelse av rettigheter gjennom om en transaksjon som dette, må det som et ledd av derivatkontrakten være et erverv av aksjer for at konsolideringsbestemmelsen skal bli aktuell.²¹⁶ For TRS-avtalers vedkommende er det vanlig at selger av TRS sikrer seg ved å kjøpe sikringsaksjer. I Eastern og Sinvest gjaldt TRS-avtalene aksjer i samme selskap som aksjonærene hadde aksjer i og som var målselskap i en oppkjøpssituasjon.

Derivatkontrakten utgjør en uttrykkelig avtale mellom partene, men avtalen vil i seg selv ikke medføre konsolidering.²¹⁷ Det må derfor vurderes om partene utover denne avtalen har et forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5 om bruk av rettigheter. Denne vurderingen vil bli tilsvarende som i andre tilfeller. TRS-avtalen eller derivatkontrakten vil være et moment i helhetsvurderingen av om partene har et bredere samarbeid, altså om aksjonærenes handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse seg imellom.

I tillegg til at sånne avtaler i utgangspunktet ikke medfører konsolidering, kan det være problematisk å vektlegge derivatkontrakter som moment i en helhetsvurdering. Samarbeid gjennom slike avtaler vil sjeldent være langvarig, og de vil vanskelig kunne sies å medføre kontroll med et selskap i og med at det er en syntetisk aksjeposisjon. I tillegg er det problematisk at avtalene ikke umiddelbart kan sies å gjelde "bruk av rettighetene som eier" jf. § 2-5 nr. 5. Denne problemstillingen drøftes nedenfor, i vurderingen av bestemmelsen.

Det ble imidlertid i Eastern og Sinvest-saken vektlagt at samarbeidet, selv om avtalen i seg selv ikke var langvarig, hadde et langsiktig mål med sikte på kontroll over selskapet. Det avgjørende for at TRS-avtalene var det viktigste beviset for at det forelå et bredere samarbeid, var avtalenes faktiske virkning.²¹⁸ I begge sakene medføre TRS-avtalene at øvrige tilbyders tilbud på målselskapet ble hindret eller vanskeliggjort.

I relasjon til opsjoner ble det av Finansdepartementet uttalt i Forende-saken at bruken av opsjoner vil kunne indikere gruppeforhold eller omgåelser av konsolideringsreglene ved at gruppemedlemmene gis rettigheter til bestemte aksjeposter i selskapet.²¹⁹ Opsjonsavtaler ble også det avgjørende momentet i børsstyrets vurdering i Havila-saken.²²⁰

²¹⁶ Børsstyret i OBKN-2006-7.

²¹⁷ Børssirkulære 1/2003, LB-2008-27119, OBKN-2006-7.

²¹⁸ LB-2008-27119, OBKN-2006-7.

²¹⁹ Finansdepartementets beslutning av 29. mai 1990, Forende-saken.

²²⁰ OBS-2003-3.

Tilfeller som nevnt her, er eksempler på tilfeller som er "nye" på den måten at det ikke tidligere har medført konsolidering. Hensynene bak konsolideringsreglene har imidlertid gjort seg gjeldende i tilstrekkelig grad til at konsolidering er blitt ansett som det rimeligste utfallet. Det overordnede hensynet til effektivitet medfører at både konsolideringsreglene, og tilbud- og flaggereglene, bør være fleksible og også kunne gjelde for nye situasjoner når de oppstår.²²¹

5.2 Oppsummering: Trygge handlinger og handlingssituasjoner

For samarbeidende aksjonærer er det avgjørende å vite hvilke handlinger de kan foreta seg uten at det medfører konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5. Forutberegnelighet er viktig for å unngå at samarbeidet får utilsiktede konsekvenser og evt. at det blir ilagt sanksjoner. Fordi vurderingen er konkret er det vanskelig å angi faste retningslinjer på når et samarbeid vil eller ikke vil medføre konsolidering.

Det er ingen type avtaler som per definisjon faller utenfor. Dette ble klart illustrert i Eastern-dommen. Til tross for dette, og det faktum at det skal foretas en konkret vurdering, kan det virke som det er situasjoner hvor konsolidering er lite tenkelig. På bakgrunn av de opplistede momentene skal jeg i det følgende forsøke å angi handlinger og forhold som i seg selv tilsier at partene trygt kan samarbeide og tilfeller der samarbeid bør gjøres med varsomhet om man ikke ønsker konsolidering.

I seg selv vil diskusjoner mellom aksjonærer og med styret sjeldent medføre konsolidering. Dette er fordi det ikke skjer et kontrollskifte. Det vil også være i tråd med ESMA's retningslinjer. Av samme grunner vil samarbeid om avgjørelser på generalforsamlingen som ikke påvirker kontrollen i selskapet, antagelig ikke medføre konsolidering. Her vil det også være av betydning hvor mange saker samarbeidet knytter seg til. Jo mindre omfanget av samarbeidet er, jo mindre grunn er det for å frykte konsolidering.

Samarbeid om handlinger som er rent finansielt motivert vil i utgangspunktet være greit. Det må imidlertid ikke være tvil om at handlingene kun har et finansielt motiv.

Tilfeller der aksjonærene må opptre med større varsomhet, vil bl.a. være samarbeid om valg av styremedlemmer på generalforsamlingen. Det samme gjelder andre beslutninger som påvirker kontrollen eller beslutningsprosessen i selskapet. Samarbeid om handlinger som er strategisk motivert, vil kunne påvirke kontrollen eller bidra til å sikre egen posisjon. Aksjonæravtaler med selskapsledelsen vil også kunne føre til konsolidering. Handlinger som medfører at den ene overtar økonomiske forpliktelser, eller interessen knyttet til aksjene, vil lettere kunne

²²¹ Vphl. § 1-1. For tilbudspliktreglene er dette uttrykkelig sagt i fortalen til Rdir 2004/25/EF nr. 6.

medføre at aksjonærene omfattes av vphl. § 2-5 nr. 5. Avtaler og konstruksjoner som fraviker fra markedspraksis kan også føre til at partene anses for å ha et forpliktende samarbeid.

Det må tas stilling til forholdet mellom de samarbeidende aksjonærene og deres forhold til selskapet. Jo nærere knyttet partene er, jo større grunn vil det være for å anta at de er nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 5. Hvordan øvrige aksjonærer i selskapet påvirkes av samarbeidet vil være av stor betydning. Det samme gjelder markedets behov og interesse for informasjon om samarbeidet.

Praksis trekker i retning av at aksjonærer skal være særlig varsomme med samarbeid i tilfeller der det er konkurranse om kontrollen i selskapet.²²² Likevel er det viktig å huske på at selv om aksjonærene kan konsolideres, utløses ikke tilbudsplikten før det foretas et erverv.²²³

Det avgjørende vil være om ulike momenter samlet sett, vurdert på bakgrunn av handlingssituasjonen partene befant seg i, tilsier at samarbeidet tar sikte på å befeste eller oppnå gruppens egen kontroll i selskapet, eller at samarbeidet hindrer eller vanskeliggjør andres forsøk på å erverve kontroll. Dersom hensynene bak reglene om konsolidering, tilbudsplikt eller flaggeplikt, tilsier at det skjer en konsolidering, vil dette være tungtveiende argumenter.

I mange tilfeller vil man stå overfor et tvilstilfellet. Selv om det er mange momenter som på et tidspunkt taler for at partene er nær grensen for et forpliktende samarbeid, vil man ikke kunne legge til grunn at ethvert øvrig samarbeid medfører at det skal foretas en konsolidering. Det må i tilfelle foretas en ny helhetsvurdering av alle relevante forhold.²²⁴

5.3 Forskjellige vurderinger ved ulike konsekvenser?

I dette avsnittet skal det drøftes om vphl. § 2-5 nr. 5 vurderes forskjellig ved konsolidering som medfører flaggeplikt eller tilbudsplikt. Spørsmålet er om de ulike hensynene bak flaggeplikt og tilbudsplikt medfører at det er ulike momenter som gjør seg gjeldende i de to vurderingene og/eller om samme momenter vektlegges forskjellig.

Det legges i forarbeidene til grunn at tilbudsplikten er den mest inngripende. En tolkning av vphl. § 2-5 nr. 5 skal alltid skje som om det er spørsmål om tilbudsplikt.²²⁵ Basert på at bestemmelsen er generell, vil det være nærliggende at samme momenter vektlegges og de skal

²²² LB-2008-27119, OBKN-2006-7, OBKN-2003-1.

²²³ Vphl. § 6-1 (1).

²²⁴ OBKN-2003-1, OBKN-2002-3.

²²⁵ NOU 1996:2 s. 44, Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhlie m.fl. (2002) s. 58.

vektlegges likt. Det ville videre vært upraktisk og uforutsigbart om bestemmelsen skulle anvendes forskjellig. Særlig når det ikke er gitt noen retningslinjer om dette.

Likevel kan det ikke utelukkes at bestemmelsen, rent faktisk, i praksis vurderes forskjellig i relasjon til ulike regelsett. Å bli pålagt tilbudsplikt er betydelig mer byrdefullt enn å bli pålagt flaggeplikt. På den andre siden ivaretar reglene om tilbudsplikt hensynet til minoritetsaksjonærene. Konsekvensene av å ikke konsolidere der erverv kan medføre tilbudsplikt, kan derfor bli mer omfattende enn om det ikke flagges at partene har et samarbeid. Brudd på flaggeplikten er, i motsetning til tilbudsplikten, straffbart. Man skal derfor være forsiktig med å anta at det legges til grunn en høyere terskel for å konsolidere med flaggeplikt til følge.

På denne bakgrunn kan det legges til grunn at dersom man etter det ene regelsettet ville konsolidert, må det samme resultatet legges til grunn etter det andre. Selv om ulike hensyn gjør seg gjeldende, bør ikke vurdering bli forskjellig avhengig av hvilke regelsett bestemmelsen vurderes etter. Dette bør hvert fall være gjeldende rett så lenge vphl. § 2-5 nr. 5 er plassert i lovens generelle del.

6 Vurdering av vphl. § 2-5 nr. 5

6.1 Vurdering av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5

Det skal i det følgende foretas en vurdering av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5, og særlig forholdet til takeover-direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d. På grunn av lovgiverintensjonen og EU-rettslige forpliktelser må det legges til grunn at norsk rett samsvarer med direktivet. Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 samsvarer likevel dårlig med takeover-direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d.

For det første er det ikke et krav om at samarbeidet er forpliktende etter direktivet. Som vist tidligere i oppgaven, er dette heller ikke i realiteten et krav etter norsk rett. Direktivet er et minimumsdirektiv, og norsk rett kan ikke kreve mer for at partene konsolideres enn etter direktivet. For det andre medfører begrepet "herunder" betenkeligheter. Direktivet oppstiller to alternative vilkår til hva et samarbeid kan gå ut på. Ingen av alternativene fremstår egentlig å være godt dekket i norsk rett.²²⁶

Etter direktivet vil for eksempel samarbeid om å erverve en kontrollerende del i selskapet være omfattet, selv om partene ikke har noe langsiktig plan for utøvelsen av sine aksjonærrettigheter.²²⁷ Det samme gjelder tilfeller der aksjonærene har et samarbeid om å forhindre et tilbud ved å ikke akseptere det eller ved å erverve aksjer for at øvrige aksjonærer skal få inntrykk av at det er flere interessenter i selskapet. Aksjonærene vil her være omfattet av direktivet, selv om de ikke har et samarbeid om bruk av aksjonærrettigheter for å oppnå kontroll. Har for eksempel to aksjonærer 20% av aksjene hver og inngår samarbeid om å *hindre en tilbyder*, vil de være omfattet av takeover-direktivet og vil være tilbudspliktige. Etter norsk rett derimot fremstår det på grunn av "herunder" som om aksjonærene *også* må ha et samarbeid om utøvelse av aksjonærrettigheter for å *oppnå* kontroll. Slik vphl. § 2-5 nr. 5 lyder i dag settes forhindring i sammenheng med bruk av rettigheter. Dersom takeover-direktivets ordlyd i art. 2 nr. 1 bokstav d var blitt gjennomført ord for ord i norsk rett, ville tilfeller som dette vært omfattet ved at samarbeidet mellom partene hadde som formål å hindre en tilbyder.

I Eastern- og Sinvest-sakene var tilfellet at det forelå et samarbeid om å hindre et tilbud, men ikke nødvendigvis ved bruk av aksjonærrettigheter.²²⁸ På tiden endringen i loven ble vedtatt, verserte Eastern-saken for retten. Begrepet "herunder" gjør at det virker som negativt samarbeid hele tiden har vært omfattet av vphl. § 2-5 nr. 5. I juridisk teori er det spekulert i om lovgivers valg av ordlyd dermed var for å unngå erstatningsansvar for Oslo Børs.²²⁹

²²⁶ Bergo (2014) s. 88.

²²⁷ I.c.

²²⁸ LB-2008-27119, OBKN-2006-7.

²²⁹ Bergo (2014) s. 88, Gulbrandsen (2008) s. 269.

Det er av interesse å se på praksis før vphl. § 2-5 nr. 5 ble endret for å se hva som har vært omfattet av "bruk av rettigheter som eier".

Ser man først til tidligere børspraksis, ble samarbeid om kjøp av aksjer for å hindre andre i å få kontroll med selskapet i Nordstjernen/Orkla-saken antatt å være omfattet av "bruk av rettigheter som eier".²³⁰ Nordstjernens investering i Elkem virket i stor grad å være motivert av Orklas ønsker om å forhindre tredjemann å få kontroll i Elkem. Det ble uttalt at

"[o]gså utøvelse av denne type negativ kontroll må anses for å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier".²³¹

Bindingene var såpass sterke mellom partene at det måtte antas at samarbeidet ikke kun gjaldt erverv av aksjer, men at det hadde langsiktige mål om å forhindre en annen fra å ta kontroll. Hensynene bak konsolidering- og tilbudspliktreglene gjorde seg gjeldende ved at flere aksjonærer reelt sett måtte anses for å opptre som en enkelt eier. Nordstjernen/Orkla-saken er blant de få sakene fra børsen som gjelder denne form for samarbeid. Avgjørelsen og den siterte uttalelsen var en viktig faktor i Eastern- og Sinvest-sakene.

Saksforholdet i Eastern- og Sinvest-sakene var noe annerledes enn i Nordstjernen/Orkla-saken. Mens det i Nordstjernen/Orkla fremstod som et langsiktig samarbeid med hensyn til kontrollen i selskapet, var ikke TRS-avtalene i Eastern- og Sinvest-sakene i seg selv langsiktig. Aksjonæren oppnådde gjennom samarbeidet om TRS-avtalene kun en syntetisk aksjeposisjon. Ved å "parkere" aksjene, oppnådde samarbeidspartene imidlertid en effektiv blokkering av aksjene som medførte indirekte eller negativ kontroll.²³² Det er i motsetning til Nordstjernen/Orkla-saken, vanskeligere å klassifisere slike disposisjoner som "bruk av rettigheter". Dette fordi det ikke var en avtale om utøvelse av rettigheter for å *oppnå* kontroll. Det ble heller ikke direkte ervervet aksjer som medførte ytterligere kontroll. Dermed blir det vanskeligere å si at det er et samarbeid med sikte på ta kontroll over selskapet.

Det legges i Eastern-dommen stor vekt på hensynene bak konsolidering- og tilbudspliktreglene.²³³ Aksjer ervervet for det formål å opprettholde og forsvare hovedaksjonærenes kontroll inneholdt også en kontrollpremie øvrige aksjonærer ikke fikk del i. Selv om disposisjonene formelt sett vanskelig kunne sies å gjelde bruk av aksjonærrettigheter, ble det lagt vekt på realiteten. Samarbeidet gjaldt kjøp av aksjer i Eastern, slik at rettighetene til disse aksjene

²³⁰ OBKN-2003-1.

²³¹ I.c.

²³² LB-2008-27119. Gulbrandsen (2008) s. 268-269.

²³³ LB-2008-27119.

ikke ble brukt. Dette medførte at SeaDrills relative andel av stemmerettene ble større. På den måten ble samarbeidet ansett for å være knyttet til kontrollen i selskapet.

Omgåelses- og rimelighetshensyn, samt hensynene bak tilbudspliktreglene, har vært avgjørende også de øvrige i sakene som har omhandlet negativ kontroll.²³⁴ For å ivareta de overordnede hensynene i vphl. § 1-1, kreves det at reglene i loven følges lojalt. Dette taler for å ramme tilfeller der realiteten er en annen enn det de formelle forhold skulle tilsi. Derimot vil tilfeller hvor det legges avgjørende vekt på reelle hensyn, kunne åpne for at ordlyden tolkes utvidende. Hensynet til forutberegnelighet blir dermed svekket.

Bruken av "herunder" fører også til spørsmål om når det kan sies å foreligge "et tilbud". Som nevnt kreves det ikke at det foreligger en tilbudssituasjon for at konsolidering kan skje ved samarbeid om "bruk av rettigheter". Praksis er uklar på dette punktet, og ordlyden i bestemmelsen åpner for at det kan tenkes samarbeid som vanskeliggjør eller hindrer et fremtidig tilbud. Det kan være problematisk at det ikke er klare retningslinjer for når det kan sies å foreligge et tilbud. Finansmarkedet er dynamisk. Det utvikles stadig nye instrumenter og konstruksjoner. Det er derfor ikke utenkelig at også tilfeller der fremtidige tilbud motarbeides, kan bli omfattet av ordlyden.

Drøftelsene foretatt her, viser at det er uheldig at vphl. § 2-5 nr. 5 kan tolkes til at bruk av rettigheter settes i sammenheng med hindring av et tilbud. Leses bestemmelsen slik jeg nevnte tidligere, med "eller" istedenfor "herunder", vil dette føre til at bruk av rettigheter og hindring av et tilbud, fremstår som uavhengige alternativer. Dette kan bidra til en klarere ordlyd og øke forutberegneligheten.

Vphl. § 2-5 nr. 5 kan tolkes på ulike måter, og dette kan være uheldig av flere grunner. Særlig betenkelige er det at aksjonærene ikke kan forutberegne sin situasjon. Dette gjør det nærliggende å reise spørsmål om legalitetsprinsippet kan sette en skranke.

6.2 Forholdet til legalitetsprinsippet

Brudd på konsolideringsbestemmelsen kan som nevnt medføre at det ilegges sanksjoner. Et interessant spørsmål er derfor om legalitetsprinsippet vil virke inn ved tolkningen og anvendelsen av vphl. § 2-5 nr. 5. Pliktene og sanksjonene som kan ilegges, er et inngrep i aksjonærenes rettssfære. Det følger da av legalitetsprinsippet at det kreves hjemmel i lov.²³⁵

²³⁴ OBKN-2006-7, OBKN-2003-1.

²³⁵ Lov av 17 mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov § 113, Rt. 2010 s. 612.

Plikter som inntre på konsolidert grunnlag har hjemmel i lov, bl.a. etter vphl. § 4-3 og § 6-5, jf. § 2-5. Legalitetsprinsippet innebærer imidlertid et krav om klarhet og et analogiforbud.²³⁶ Dette fører til at det kreves sterke grunner for at myndighetene skal kunne gå ut over det som naturlig følger av ordlyden.

Som illustrert ovenfor er ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 uklar, og omfatter flere tilfeller enn en naturlig språklig forståelse skulle tilsi. Det er ingen sanksjoner knyttet til feil anvendelse av vphl. § 2-5 nr. 5 direkte, men feil anvendelse kan medføre brudd på øvrige regler i vphl. For hvilke konsekvenser som kan inntre, vises det til gjennomgangen av reglene om tilbudsplikt og flaggeplikt i oppgavens kapittel 2.

Innholdet i vphl. § 2-5 nr. 5 presiseres i en viss grad gjennom forarbeidene. Lovgivers intensjon var for eksempel også å ramme stilltiende avtaler uten sanksjoner, selv om dette ikke følger av ordlyden.²³⁷ Reelle hensyn tilsier at stilltiende avtaler er omfattet. Lovbestemmelser som tolkes utvidende med grunnlag i lovgivers intensjon, vil være mer akseptabelt enn om grunnlaget kun var reelle hensyn. Det kommer også frem i forarbeidene at ønsket til lovgiver var å gjennomføre takeover-direktivet. Ved at lovgiverintensjonen kommer frem i forarbeidene vil dette bidra til tolkningen av bestemmelsen. Det er for aktører som opptrer innenfor bør- og verdipapirretten, samt selskapsretten, relativt vanlig å benytte seg av advokater. Det stilles også generelt høyere krav til aktører som dette, enn privatpersoner. Det kan derfor argumenteres for at det er større grunn til å godta en presisering av bestemmelsen i forarbeidene. Derimot er heller ikke forarbeidene helt klare. Som nevnt trekker uttalelser i forarbeidene i ulike retninger.

Hensynet til aksjonærenes omdømme taler for at det bør utvises forsiktighet med å hevde at noen har handlet feil. Sanksjoner som følge av brudd på konsolideringsbestemmelsen kan virke stigmatiserende og gi assosiasjoner om at vedkommende har forsøkt å skjule noe. Det er imidlertid ikke tilstrekkelig at det er stigmatiserende for at legalitetsprinsippet medfører en skranke. Dersom formålet bak myndighetsutøvelsen er å ilegge straff, vil legalitetsprinsippet derimot komme sterkere inn.

Forholdet til legalitetsprinsippet ble drøftet i Eastern-dommen.²³⁸ Tingretten uttaler at legalitetsprinsippet ikke er til hinder for at loven gis en ordlyd som favner meget vidt. Prinsippet er ikke til hinder for at det gis bestemmelser som tillater forvaltningen å skjære gjennom formel-

²³⁶ Frøberg (2015) s. 47.

²³⁷ NOU 1992:6 s. 114-115, Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 367-369.

²³⁸ TOSLO-2007-39572.

le forhold der realiteten er en annen.²³⁹ Børsmyndighetene hadde etter tingrettens mening ikke foretatt noen utvidende fortolkning av hjemmelsloven.

Jeg er til dels enig med tingrettens uttalelse. Legalitetsprinsippet vil ikke være til hinder for å gi lovbestemmelser som favner vidt. Derimot mener jeg at vphl. § 2-5 nr. 5 kunne vært klarere formulert, slik at det ikke vil være nødvendig å tolke bestemmelsen utvidende i like stor grad. Et grunnhensyn bak legalitetsprinsippet er at borgerne skal kunne forutberegne sin rettsstilling. Får forvaltningen et for stort spillerom til å vektlegge formål og reelle hensyn, vil dette kunne bidra til man fjerner seg for langt fra ordlyden. Betraktninger av denne typen går ofte i det offentliges favør.²⁴⁰ En utvidende tolkning svekker forutberegneligheten, samtidig som konsolidering kan medføre betydelige konsekvenser. Legalitetsprinsippet taler da imot en utvidende tolkning.

Konsekvensene av at partene konsolideres kan være flere. Det kan argumenteres med at verken tilbudsplikt eller flaggeplikt, eller sanksjonene knyttet til brudd på disse, er av den mest inngrepene karakter. Derfor bør det kunne godtas en mindre streng anvendelse av legalitetsprinsippet, særlig dersom saken ikke gjelder straff. Også hensynet til tredjemann, altså øvrige aktører i markedet og øvrige aksjonærer i selskapet, vil kunne tale for at ordlyden tolkes utvidende uten at dette er i strid med legalitetsprinsippet. Hensynet til rimelighet og omgåelse trekker også i denne retningen.

Det er etter dette flere momenter som taler for at en utvidende tolkning av vphl. § 2-5 nr. 5 ikke er i strid med legalitetsprinsippet. På denne bakgrunn setter prinsippet antagelig ingen absolutte grenser ved anvendelsen av vphl. § 2-5 nr. 5. Det er likevel problematisk at bestemmelsen er såpass uklar og kan forstås på flere måter. Bestemmelsen ivaretar i dag ikke rettssikkerheten og forutberegneligheten til aktørene på regulerte markeder. Dette vil være et sentralt moment når det nedenfor skal drøftes om vphl. § 2-5 nr. 5 bør endres.

6.3 Vurdering av om vphl. § 2-5 nr. 5 bør endres og hvordan dette kan gjøres

6.3.1 Vurdering av om § 2-5 nr. 5 bør endres

Drøftelsene i oppgaven viser at den faktiske rekkevidden av vphl. § 2-5 nr. 5 stikker seg lenger enn en alminnelig forståelse skulle tilsi. Det er også flere uttrykk i lovteksten som medfører uklarheter og som påvirker vurderingen av hva som er omfattet. Selv om det ble forsøkt å sette opp en liste over handlinger som fremstår som trygge, vil det fortsatt måtte foretas en

²³⁹ I.c.

²⁴⁰ Bergo (2002) s. 20 og s. 32.

konkret vurdering. På bakgrunn av de drøftelser som er foretatt i oppgaven er det interessant å vurdere om vphl. § 2-5 nr. 5 bør endres og hvordan dette bør gjøres.

Hensynene bak vphl. § 2-5 nr. 5, samt øvrige hensyn bak flaggeplikten og tilbudsplikten, er viktige i dagens samfunn. Selv om det er et økt ønske om aktivt eierskap, særlig fra EUs side, er det fremdeles nødvendig å ivareta minoritetsaksjonærenes og øvrige aktørers interesser. Det er ikke tilstrekkelig med kun faste, objektive vilkår for konsolidering, det er også et behov for en mer skjønnsmessig bestemmelse. Dette gjelder særlig fordi finansmarkedsområdet stadig er i utvikling og det kan være ønskelig med en dynamisk bestemmelse.

Vphl. § 2-5 nr. 5 er til en viss grad klargjort og presisert gjennom forarbeider og praksis. Dette er momenter som taler for at bestemmelsen kan bli stående slik den lyder i dag. Muligheten for å kontakte børsen forut for en handling bidrar også til at aksjonærer kan få avklart i forkant om deres handlinger vil medføre konsolidering.

I relasjon til tilbudsplikten kan det argumenteres med at ervervskriteriet medfører forutberegnelighet for aksjonærene. Dette er fordi partene kan samarbeide om for eksempel lik stemmeutøvelse på generalforsamlingen uten å bli pålagt tilbudsplikt. Så lenge ingen av partene har intensjoner om å erverve ytterligere aksjer er de dermed trygge. I andre land, bl.a. Sverige, praktiseres bestemmelsen strengere og det stilles ikke krav om erverv.²⁴¹ I norsk rett blir det imidlertid knyttet virkninger til etterfølgende erverv.²⁴² Er situasjonen ikke avklart tidligere, er forutberegneligheten svekket. Plikten til å flagge utløses også straks en konsolidert gruppe krysser en terskel.

Den som anvender vphl. § 2-5 nr. 5 slik den lyder i dag, vil måtte legge betydelig vekt på formålet med konsolideringsbestemmelsen, tilbudspliktreglene og flaggereglene, samt øvrige reelle hensyn. Dette er belyst ved flere av problemstillingene drøftet i oppgaven. Det kan hevdes at en bestemmelse som vphl. § 2-5 nr. 5 alltid vil innebære en skjønnsmessig vurdering, slik at det ikke vil være mulig å uttømmende angi hva som er omfattet. En klarere regel vil imidlertid fortsatt gi rom for skjønn, men med mer forutsigbarhet.

Slik bestemmelsen er utformet i dag, ivaretas rettssikkerheten til aktørene i liten av grad av bestemmelsens ordlyd. Det er ikke tilfredsstillende å måtte basere seg på formål og reelle hensyn der lovteksten kunne gitt et bedre bilde av den faktiske situasjonen. Både tilsynsmyndig-

²⁴¹ ESMA/2013/1642 appendix B.

²⁴² Vphl. § 6-5 (2).

heter og domstolene har et ansvar for å sørge for at praksis blir så klargjørende som mulig, men i første rekke ligger ansvaret på lovgiver.

Selv om det er viktig å beskytte minoritetsaksjonærene, er det også viktig å ta hensyn til at ikke alle større aksjonærer handler med mål om å skaffe seg en fortjeneste på andres bekostning. En klar regel vil bidra til forutberegnelighet og fremme aktivt eierskap, og på denne måten kunne skape en samfunnsøkonomisk gevinst gjennom ordnet og effektiv handel.

En klarere regel vil, i tråd med legalitetsprinsippet, ivareta alle aktører i markedet, samt skape en enklere hverdag for tilsynsmyndighetene. Dersom det ikke er ønskelig å endre vphl. § 2-5 nr. 5, er det mulig å gi retningslinjer, enten av Oslo Børs, Finanstilsynet eller gjennom forskrift. Det påpekes at det er forskriftshjemler både i vphl. § 4-3 åttende ledd og i § 6-1 fjerde ledd. Klarere retningslinjer, gjerne med fastere vilkår slik det er gjort i andre stater i EU, vil øke forutberegneligheten. Et eksempel på dette er samarbeid knyttet til valg av styremedlemmer.²⁴³ Dersom aksjonæren er uavhengig av styremedlemmet vil dette i noen land kunne føre til at aksjonærene ikke skal konsolideres. Det må da vurderes hva som ligger i uavhengighetskriteriet. Flere medlemsstater anser derfor uavhengighet som et irrelevant moment.²⁴⁴ Samarbeid om valg av styremedlemmer vil i disse statene uansett medføre at partene konsolideres.²⁴⁵ Et fast kriterium vil forenkle tilsyn fra nasjonale myndigheter.

Både norske og utenlandske aktører kunne dratt nytte av at konsolideringsbestemmelser anvendes likt på tvers av Europa. Hadde "acting in concert" vært forstått likt, ville dette kunne bidratt til å skape likhet på tvers av grensene. Fordi dette ikke er tilfellet, er det også av hensyn til internasjonale aktører viktig at vi har en klar og forståelig regel i norsk rett.

Basert på drøftelser i denne oppgaven, er mitt syn at vphl. § 2-5 nr. 5 bør endres. Bestemmelsen kan med relativt få endringer bli mer presis. Det skal nedenfor forsøkes å gis noen forslag på hvordan jeg ser for meg at loven kan endres.

6.3.2 Forslag til endringer

Det er som nevnt et behov for en regel som vphl. § 2-5 nr. 5, og Norge er også bundet gjennom EU direktiver til å ha en slik regel. Innholdsmessig er vphl. § 2-5 nr. 5 ikke i strid med disse forpliktelsene. Ordlyden kan endres uten at det foretas en vesentlig realitetsendring. Etter mitt syn ville det vært hensiktsmessig om verdipapirlovutvalget foretar en fullstendig

²⁴³ ESMA/2013/1642 appendix D.

²⁴⁴ I.c.

²⁴⁵ I.c.

gjennomgang av bestemmelsen og ikke bare bygger videre på eldre forarbeider. Disse har skapt nok uklarheter som det er.

Jeg vil først ta for meg plasseringen av konsolideringsbestemmelsen, før jeg går nærmere over til å se på ordlyden.

I dag har vi en generell bestemmelse som gjelder for hele verdipapirhandelloven. Det kan tenkes at bestemmelsen hadde blitt klarere dersom den ble splittet. Det kunne da vært en egen konsolideringsregel for tilbudspliktreglene, og eventuelt også en for flaggepliktereglene, i tillegg til den generelle.

Det er til en viss grad problematisk at den norske bestemmelsen gjennomfører to direktiver. Men antagelig er det mer problematisk at direktivene har ført til ulik praktisering i EU, enn at vi har en generell bestemmelse i norsk rett. Hensynene bak er stort sett de samme og vurderingen blir lik ved både flaggeplikt og tilbudsplikt.

Ved implementeringen av takeover-direktivet i 2007 ble det drøftet om det var behov for en egen konsolideringsbestemmelse i kapittelet om tilbudsplikt. For å unngå gjentakelser kom departementet til at det var bedre med en henvisning til samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres i den generelle bestemmelsen i § 2-5 nr. 5.

Det er også nødvendig med en generell konsolideringsbestemmelse i loven. For å unngå gjentakelser kan det gis spesifikke bestemmelser i den generelle. Dette kan for eksempel gjøres gjennom alternativer, ved at bestemmelsen først har en generell del og deretter angir hva som gjelder i tilbudssituasjoner. For å illustrere eksempelet tar jeg utgangspunkt i dagens ordlyd og takeover-direktivet. Vphl. § 2-5 nr. 5 kan, med alternativer, utformes som dette:

noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument. For tilfeller omfattet av lovens kapittel 6 er det tilstrekkelig at samarbeidet enten tar sikte på å

- a) overta kontrollen over målselskapet, eller
- b) legge hindringer i veien for tilbudet.

Hva gjelder dagens ordlyd, er det i oppgaven påpekt at flere av begrepene og formuleringene gir feilaktige inntrykk til hva som er omfattet. I tidligere lover var ordlyden å "opptre i forståelse med". Dette ble ansett for å være for vidtgående, mens dagens ordlyd fremstår som for

snever.²⁴⁶ I den danske versjonen av takeover-direktivet er "persons acting in concert" oversatt til "personer som opptrer i fellesskap". Sånn jeg ser det, er dette mer treffende. Det vil da ikke være tilstrekkelig at partene har en forståelse, hvilket kan omfatte mer tilfeldige forståelser, det kreves at partene har foretatt seg noe for å opptre i fellesskap. Hva dette nærmere er, trenger det imidlertid ikke stilles så strenge krav til. Dette vil også omfatte "agreement" i transparency direktivet. Det kan vurderes om det bør tas med at stilltiende avtaler er omfattet, slik som i takeover-direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d. Alternativt bør dette komme klart frem i forarbeidene.

Hva gjelder kravet til samarbeidets gjenstand er den enkleste løsningen å bytte ut "herunder" med "eller", slik det er argumentert for i oppgaven. Dette er ikke nødvendigvis den beste løsningen. Forslaget ovenfor, med alternativer i den generelle bestemmelsen, vil kunne være mer dekkende. Dersom "bruk av rettigheter" blir værende for den generelle delen av bestemmelsen, kan det være nødvendig å klargjøre hva som er omfattet. Det bør ikke være tvil om at bestemmelsen omfatter mer enn bare stemmeretter. Dette kan det imidlertid være tilstrekkelig å gjøre i forarbeidene.

Som nevnt er det ulik praktisering av takeover-direktivet i EU. Det er derfor ikke sikkert at den beste løsningen er å følge direktivets tekst slavisk. Dersom vi i norsk rett ønsker å omfatte noe annet enn det takeover-direktivet gir anvisning på, bør dette av hensyn til særlig internasjonale aktører fremkomme særskilt, og gjerne ved at det benyttes andre formuleringer. Det er en del særnorske reguleringer på verdipapirrettens område. Det er ikke utenkelig at andre hensyn enn de nevnt i denne oppgaven gjør seg gjeldende, og at det er nødvendig med en bestemmelse som omfatter mer enn direktivet. Legges imidlertid en tilsvarende forståelse som etter takeover-direktivet til grunn, vil uttalelser og arbeider i EU kunne få betydning for forståelsen. For eksempel kan organer som ESMA bidra til harmonisering gjennom retningslinjer og eventuelle fremtidige anbefalinger.

²⁴⁶ NOU 1996:2 s.114-115.

7 Litteraturliste

Lover og forskrifter:

- 2007 Lov 29 juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) [vphl.].
- 2005 Lov av 20 mai 2005 nr. 28 om straff (straffeloven).
- 1997 Lov 13 juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) [asal.].
- 1997 Lov 13 juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) [asl.].
- 1992 Lov 27 november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven).
- 1988 Lov 10 juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) [finansvl.].
- 1976 Lov 4 juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (aksjeloven) (opphevet).
- 1814 Lov av 17 mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov.
- 2007 Forskrift 29 juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).

EØS-relevant lovgivning m.m.:

Direktiver og forordninger

- Rdir 2014/65/EU Europa-parlaments og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning) (EØS-relevant tekst).
- Rdir 2013/50/EU Europa-parlaments og Rådets direktiv 2013/50/EU af 22. oktober 2013 om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentlig-

liggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og Kommissionens direktiv 2007/14/EF om gennemførelsesbestemmelser til visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF (EØS-relevant tekst).

- Rdir 2007/44/EF Europa-parlaments og Rådets direktiv 2007/44/EF af 5. september 2007 om ændring af Rådets direktiv 92/49/EØF og direktiv 2002/83/EF, 2004/39/EF, 2005/68/EF og 2006/48/EF hvad angår procedurereglerne og kriterierne for tilsynsmæssig vurdering af erhvervelser og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor (EØS-relevant tekst).
- Rdir 2004/25/EF Europa-parlaments og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud.
- Rdir 2004/109/EF Europa-parlaments og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et regulert marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF.
- Rdir 2004/39/EF Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF.
- Rdir 2003/6/EF Europa-parlaments og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug).
- Rfor nr. 600/2014 Europa-parlaments og Rådets forordning (EU) Nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) Nr. 648/2012 (EØS-relevant tekst).
- Rfor nr. 596/2014 Europa-parlaments og Rådets forordning (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (forordningen om markedsmisbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (EØS-relevant tekst).

| | |
|--|---|
| Rfor nr. 1095/2010 | Europa-parlaments og Rådets forordning (EU) Nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF. |
| Øvrig materiale fra EU ESMA/2013/1642 | Public statement, <i>Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive.</i> |
| KOM(2012) 347 endelig | Rapport fra Kommissionen til Europa-parlamentet, Rådet, Det europæiske økonomiske og sociale udvalg og regionsudvalget. Anvendelse af direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud (EØS-relevant tekst). |
| KOM(2011) 683 endelig | Forslag til Europa-parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og af Kommissionens direktiv 2007/14/EF. |
| KOM(2011) 164 endelig | Grønbog. En ramme for corporate governance i EU. |
| KOM(2010) 284 endelig | Grønbog. Corporate governance i finansielle institutioner og aflønningspolitik (EØS-relevant tekst). |
| ESME 2008 | Preliminary views on <i>The definition of "acting in concert" between the Transparency Directive and Takeover Bids Directive.</i> |

Rettspraksis:

Høyesterett

Rt. 2014 s. 620

Rt. 2010 s. 612

Rt. 2003 s. 1671

Rt. 2000 s. 220

HR-2009-1342-U

Underrettspraksis
LB-2008-27119
TOSLO-2007-39572

Forvaltningspraksis:

Vedtak fra Finansdepartementet
Finansdepartementets vedtak 25. juni 1997, *Aker RGI*.
Finansdepartementets vedtak av 29. mai 1990, *Forenede*.

Børsklagenemda

OBKN-2010-1
OBKN-2008-4 *Remøy*.
OBKN-2006-7 *Sinvest*.
OBKN-2006-6 *Eastern Drilling*.
OBKN-2003-1 *Nordstjernen/Orkla*.
OBKN-2002-3 *Frontline Drilling*.

Oslo Børs

OBS-2003-3 *Havila*, Børsstyresak.

Forarbeider:

- | | |
|---------------------------|---|
| Ot.prp.nr. 80 (2008-2009) | Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet). |
| Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) | Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven). |
| Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) | Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.). |
| Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) | Om lov om verdipapirhandel. |

| | |
|---------------------------|---|
| Ot.prp.nr. 53 (1988-1989) | Om lov om endringer i lov av 14 juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel - tilbudsplikt ved større aksjekjøp. |
| Ot.prp.nr. 41 (1986-1987) | Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (konkurransen på finansmarkedet). |
| Ot.prp.nr.72 (1984-1985) | Om lov om endringer i lov 4 juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper m.m. |
| NOU 2005:17 | Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskaper). |
| NOU 1996:2 | Verdipapirhandel. |

Oslo Børs' reglement, sirkulære og øvrig uttalelser:

| | |
|----------------------|--|
| Opptaksregler 2015 | <i>Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs.</i> |
| Børssirkulære 2/2014 | <i>Likebehandling.</i> |
| Børssirkulære 1/2003 | <i>Meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater.</i> |
| Vedtak og uttalelser | Se Oslo Børs' hjemmeside, <i>Regelverk/Vedtak og uttalelser</i> , http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser , år 2014, 2013, 2011 og 2003. |
| Brev (2013) | OB-2013-13 <i>Copeinca</i> . |
| Brev (2009) | OB-2009-29 <i>Telecomputing</i> . |
| Uttalelse (2007) | OB-2007-18 <i>Stavanger Aftenblad</i> . |

Bøker og artikler:

| | |
|-------------------------|--|
| Frøberg, Thomas (2015) | "Nyere praksis om det strafferettslige legalitetsprinsipp" <i>Jus-sens Venner</i> Vol. 50 (01-02), 2015, s. 46-71. |
| Knudsen, Gudmund (2015) | "Styremedlemmers taushetsplikt. Særlig overfor staten som aksjeeier og Stortinget", <i>Lov og rett</i> nr, 6/2015, s. 363-380. |

- Bergo, Knut (2014) *Børs- og verdipapirrett*, 4. utg., 2014
- Böckli, Peter,
Davies, Paul,
Ferran, Eilis,
Ferrarini, Guido m.fl.
(2014) "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 Series*, No. 5/2014.
- Madsen, Marina B.(2014) "Når samarbejde bliver dyrt: nye regler om "at handle i forståelse" og tilbuspligt", *Nordisk tidsskrift for Selskabsret*, nr. 2/2014, s. 72-87.
- Winner, Martin (2014) "Active Shareholders and European Takeover Regulations", *European Company and Financial Law Review*, vol. 11/3, 2014, s. 364-392.
- Woxholt, Geir (2012) *Selskapsrett*, 4. utg., 2012.
- Myklebust, Trude (2012) *Innføring i finansmarkedsrett*, 2011.
- Guldbrandsen, Espen (2008) "Konsolidering", *Tidsskrift for Forretningsjus*, nr. 4/2008.
- Ramsland, Per K. (2005) "Konsolidering ved forpliktende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5", *Tidsskrift for Forretningsjus*, nr. 3/2005.
- Bechmann, Tore,
Bergo, Knut,
Bjørnsen, Jan,
Sæhlie, Per A. m.fl. (2002) *Verdipapirhandelloven kommentarutgave*, 2002.
- Bergo, Knut (2002) "En realistisk rettskildelære - et urealistisk prosjekt? - introduksjon til "Tekst og virkelighet i rettskildelæren" *Retfærd* nr. 4 (2002), s. 19-32.
- Eckhoff, Torstein (2001) *Rettskildelære*, 5. utg., 2001.
- Manne, Henry G. (1965) "Mergers and the Market for Corporate Control", *The Journal of Political Economy* (1965) s. 110-120.

Nettsider:

- Finansdepartementet *Nytt lovutvalg på verdipapirområdet* (2015),
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-lovutvalg-pa-verdipapiromradet/id2413040/> [sitert 21.11.2015].
- Finansdepartementet *Mandat verdipapirlovutvalg* (2015),
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dep/fin/pressemeldinger/2015/nytt-lovutvalg-pa-verdipapiromradet/mandat-verdipapirlovutvalg/id2413046/> [sitert 21.11.2015].
- Oslo Børs *Børsklagenemnda*,
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boersklagenemden> [sitert 21.11.2015].
- Oslo Børs *Overtakelsestilbud/Relevante direktiver, forordninger og ESMA-uttalelser*, <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Overtagelsestilbud/Relevante-direktiver-forordninger-og-ESMA-uttalelser> [sitert 22.11.2015].
- Finanstilsynet *ESMA-anbefalinger* (2015),
<http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Verdipapirforetak/Regelverk/CESR-anbefalinger/> [sitert 22.11.2015].
- Andre kilder:**
- NUES 2014 Norsk anbefaling, *Eierstyring og selskapsledelse*. Se nettside: www.nues.no.
- Finanstilsynet 2014 Veiledning, *Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4*, datert 25.04.2015. Se nettside: http://www.finanstilsynet.no/Global/Verdipapiromradet/Investoradferd/Veiledning_verdipapirhandelloven-kap-3-4_04-2014.pdf [sitert 22.11.2015].
- EØS-notat (2012) *MiFID II og MiFIR*, opprettet 18.04.2012, se nettside: <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/apr/mifid-ii-og-mifir/id2432759/> [sitert 22.11.2015].

EØS-notat (2012)

Forordning om markedsmissbruk, opprettet 22.04.2012, se nettside: <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/apr/forordning-om-markedsmissbruk/id2434301/> [siteret 22.11.2015].