

UiO : **Det juridiske fakultet**

Forpliktedende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr.5

Hvilket handlingsrom har aksjonærer i et notert selskap til å samarbeide uten at samarbeidet danner grunnlag for konsolidering?

Kandidatnummer: 656

Leveringsfrist: 18. mai 2021

Antall ord: 17 680



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Bakgrunn og problemstilling	1
1.2	Avklaring av begrepsbruk.....	2
1.3	Rettskildebildet	3
1.4	Den videre fremstillingen.....	5
2	HENSYN BAK REGLENE OM TILBUDSPLIKT	6
2.1	Introduksjon	6
2.2	Hensynet til minoritetsvern.....	6
2.3	Andre hensyn	7
2.4	Homogenitetsprinsippet i EØS-retten	9
3	GJENNOMGANG AV NOEN REGLER I VERDIPAPIRHANDELLOVEN	10
3.1	Målselskapets plikter i en tilbudssituasjon.....	12
3.2	Flaggeplikt	13
3.3	Forsømmelse av tilbudsplikt.....	14
3.4	Nærmere om rettsvirkningene av konsolidering etter vphl. § 2-5 jf. § 6-5.....	14
3.5	Generelt om nærståendebegrepet i verdipapirhandelloven	15
4	AKSJONÆRERS HANDLINGSROM TIL Å SAMARBEIDE UTEN Å BLI KONSOLIDERT	16
4.1	Introduksjon	16
4.2	Utgangspunktetene for vurderingen av et forpliktende samarbeid	16
4.2.1	Krav til samarbeidets formål og varighet	17
4.2.2	Krav om avtale om samarbeid	18
4.2.3	Krav om at samarbeidet gjør bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument	19
4.2.4	Om samarbeid som vanskeliggjør eller hindrer et tilbud	21
4.2.5	Oppsummering	23
4.3	Om bevisterskel, bevisvurdering og saksbehandling.....	23
4.4	Momenter/typetilfeller som inngår i den objektive vurderingen	25
4.4.1	Introduksjon.....	25
4.4.2	Avtaler som ledd i planleggingen av oppkjøp.....	27
4.4.3	Samarbeid gjennom kryssende eierskap og organisasjon.....	36
4.4.4	Betydningen av familiære forbindelser og personlige relasjoner.....	41

4.4.5	Betydningen av konkurrerende tilbud eller annen konkurrerende aksjonær i målselskapet.....	42
4.5	Konklusjon.....	44
5	BØR ORDLYDEN I VPHL. § 2-5 NR. 5 ENDRES?	45
	LITTERATURLISTE.....	48

1 Innledning

1.1 Bakgrunn og problemstilling

Verdipapirhandelloven (vphl.) kapittel 6 inneholder regler om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av "et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked"¹ (notert selskap).² *Tilbudsplikt* betyr i verdipapirrettslig sammenheng en plikt for en aksjonær å gi de øvrige aksjonærene i selskapet et tilbud om å kjøpe deres aksjer.³ Denneplikten inntreer når det gjennom erverv av aksjer skjer et kontrollskifte i selskapet. Tilbudspliktreglenes anvendelse er dermed knyttet til oppkjøpssituasjoner i et notert selskap. Vernet av minoritetsaksjonærer og hensynet til et velfungerende verdipapirmarked er de overordnede hensyn bak reglene om tilbudsplikt.

For å hindre omgåelser av tilbudspliktreglene kan det etter vphl. § 2-5 foretas en identifikasjon mellom nærstående aksjonærer i samme selskap. Disse aksjonærene blir konsolidert, og tilbudsplikten inntreer når det samlede aksjeinnehavet i gruppen overstiger tilbudsgrensen.⁴ Konsolidering betyr å slå sammen, som i relasjon til tilbudspliktreglene betyr å identifisere selvstendige aksjonærers aksjeinnehav med hverandres. Situasjonen når en konsolidert gruppe overtar kontrollen i et selskap likestilles dermed med situasjonen hvor en enkeltstående aksjonær tar over kontrollen. Dette fordi det overfor selskapets øvrige aksjonærer er uten betydning hvilken eller hvilke aksjonærer som tar over kontrollen i selskapet, så lenge det skjer et kontrollskifte.⁵

I praksis er det særlig anvendelsen av nærståendealternativet i vphl. § 2-5 nr. 5 som har bydd på utfordringer, fordi dette konsolideringsgrunnlaget legger opp til en konkret skjønnsmessig vurdering i den enkelte sak. Etter vphl. § 2-5 nr. 5 er noens nærstående "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 vanskeliggjøres eller hindres". Det avgjørende vilkåret er hvorvidt et samarbeid mellom aksjonærer er et *forpliktende samarbeid*.

Samarbeid mellom aksjonærer er nødvendig for aksjeselskapers grunnleggende funksjon siden aksjeselskaper styres gjennom flertallsbeslutninger.⁶ Konsolidering griper derfor inn i

¹ Vphl. § 6-1 (1).

² De regulerte markedene som kapitlet kommer til anvendelse på i Norge er Oslo Børs (hovedlisten) og Euronext Expand (tidligere Oslo Axess).

³ Tjaum (2014) s. 11.

⁴ Vphl. § 6-1 (1).

⁵ Tjaum (2014) s. 76.

⁶ Asal. § 5-17.

nødvendig samarbeid mellom aksjonærer i samme selskap. Aksjonærenes handlingsrom til å samarbeide står dermed i et spenningsforhold mot vphl § 2-5 nr. 5 som utløser tilbudsplikt.

Tilbudsplikt kan få store økonomiske konsekvenser for de aktuelle aksjonærene. Aksjonæren eller aksjonærene blir pålagt å fremme et tilbud om kjøp av alle aksjene i selskapet etter den høyeste prisen som har blitt "betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte".⁷ Ved oppkjøpet av spillselskapet Funcom i 2020 ble det betalt 1,33 milliarder kroner for å ta selskapet av børsen.⁸ I tillegg har tilbudsmyndigheten mulighet til å aksjonærer ved brudd på tilbudspliktreglene. I en sak⁹ som gjaldt konsolidering, ble en av aksjonærene i en konsolidert gruppe pålagt en daglig mulkt på 2 millioner kroner frem til parten fremsatte et nytt pliktig tilbud til de øvrige aksjonærene i selskapet.¹⁰ Siden tilbudsplikt får store konsekvenser, er det sentralt at reglene er klare og forutberegnelige. Det er derfor avgjørende å sette et tydelig skille for hva som utgjør et forpliktende samarbeid og hva som utgjør et ordinært aksjonær-samarbeid.

Oppgavens problemstilling er hva som utgjør et *forpliktende samarbeid* etter vphl. § 2-5 nr. 5, og hvilket handlingsrom aksjonærene i et notert selskap har til å samarbeide uten at samarbeidet rammes av tilbudspliktreglene.

1.2 Avklaring av begrepsbruk

I den videre fremstillingen benyttes ulike begreper som er særskilte for rettsområdet og som kan avvike fra betydningen i dagligtalen. Med begrepet *tilbyder* menes enhver fysisk eller juridisk person som fremsetter et frivillig eller pliktig tilbud.¹¹ Med *målselskap* menes det selskap hvor det gjennom tilbud (eller forsøk på) oppstår et kontrollskifte.¹² Med *tilbudsplikt* eller *pliktig tilbud* menes den plikten som inntreffer etter tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven når en aksjonær pålegges å gi de øvrige aksjonærene i målselskapet et tilbud om å kjøpe deres aksjer.¹³ Med *frivillig tilbud* menes tilbud som ikke utløses på grunn av eierskap over tilbudsgrensen, men som fremsettes frivillig. Med *tilbudsgrensen* menes den innledende grensen som utløser tilbudsplikt, som er 1/3 av stemmene, jf. vphl. § 6-1. Med *kontrollskifte* menes når en eller flere aksjonærer i fellesskap (konsolidert gruppe) tar over kontrollen i målselskapet.

⁷ Vphl. § 6-10 (4).

⁸ Høgseth (2020).

⁹ OBKN 2006-6.

¹⁰ Vedtak og uttalelser 2007 s. 103.

¹¹ Direktiv 2004/25/EF art. 2 (1) (b).

¹² Tjaum (2014) s. 72.

¹³ I.c.

1.3 Rettskildebildet

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel) og ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 er utgangspunktet for oppgavens drøftelse av hva som menes med "forpliktende samarbeid". Siden vphl. § 2-5 nr. 5 inneholder skjønnsmessige vilkår, vil forarbeider og praksis knyttet til bestemmelsen ha betydning for tolkningen og anvendelsen av bestemmelsen. I tillegg suppleres tilbudspliktreglene av allmennaksjeloven (asal.) som gjelder for noterte selskaper.

I Norge har vi hatt regler om tilbudsplikt og konsolidering av aksjonærer siden verdipapirhandelloven av 1985.¹⁴ Disse ble senere videreført i verdipapirhandelloven av 1997 (vphl. 1997) og deretter til dagens verdipapirhandellov. Siden vedtakelsen av dagens lov ikke var ment å endre den tidligere rettstilstanden, vil forarbeidene til tidligere verdipapirhandellover være relevante rettskilder ved forståelsen av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5.¹⁵ Forskjellen mellom ordlyden i vphl. 1997 § 1-4 nr. 5 og gjeldende vphl. § 2-5 nr. 5, er at ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 er tilføydd med "herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres" i slutten av bestemmelsen.¹⁶ Ellers er det av betydning for gjennomgangen av praksis at den tidligere innledende tilbudsgrensen etter vphl. 1997 var på 40 % av stemmene i selskapet.¹⁷

Når det gjelder praksis fra de ordinære domstolene er det kun blitt behandlet en sak om *forpliktende samarbeid* som grunnlag for konsolidering. *Eastern Drilling-saken* ble behandlet i Oslo tingrett¹⁸ og deretter i Borgarting lagmannsrett.¹⁹ Konkret handler saken om anvendelsen av vphl. 1997 § 1-4 nr. 5, som tilsvarende dagens vphl. § 2-5 nr. 5. Siden rettstilstanden etter vphl. 1997 § 4-1 nr. 5 er videreført uten endringer i det materielle innholdet, er saken fortsatt relevant som rettskilde.²⁰

Eastern Drilling-saken har hatt stor innvirkning på rettsområdet utover den konkrete saken, selv om underrettsdommer vanligvis har lavere rettskildemessig vekt.²¹ Både lagmannsrettens slutning og begrunnelse har i senere tid blitt fast innarbeidet i Oslo Børs tolkning og anvendelse av vphl. § 2-5 nr. 5. Dommen var også enstemmig i begge instanser og sakens utfall ble ansett som lite tvilsom av domstolene. Saken har også blitt diskutert i juridisk teori, selv om

¹⁴ Vphl. 1985.

¹⁵ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 366-367.

¹⁶ Ibid s. 368.

¹⁷ Vphl. 1997 § 4-1 (1).

¹⁸ TOSLO-2007-39572.

¹⁹ LB-2008-27119.

²⁰ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 366-367.

²¹ Høgberg (2019) s. 94.

det der også er reist kritikk mot deler av sakens utfall og særlig om hvorvidt det faktisk var rettslig grunnlag for konsolidering i saken etter vphl. 1997 § 1-4 nr. 5.

Noe av det særegne med fagfeltet er at et privat organ, Oslo Børs, har fått delegert rollen som tilbudsmyndighet og fått kompetanse til fatte vedtak i saker om konsolidering.²² *Tilbudsmyndigheten* er organet som har kompetanse til å avgjøre saker knyttet til tilbudspliktreglene i vphl. kapittel 6.²³

Børsklagenemden er overordnet klageorgan til Oslo Børs tillagt spesielle kontroll- og håndhevingsfunksjoner.²⁴ Det er derfor stilt høyere krav til Børsklagenemdens sammensetning. Nemden skal til enhver tid være sammensatt av fem medlemmer og fem varamedlemmer, i tillegg skal lederen og nestlederen i nemden "begge oppfylle lovens krav til høyesterettsdommere".²⁵ Børsklagenemden er derfor til enhver tid sammensatt av minst to jurister. De ulike vedtak og uttalelser fra Oslo Børs og Børsklagenemden publiseres offentlig gjennom børsens årlige publikasjon og vil ha større rettskildemessigvekt enn hva vedtak fra andre forvaltningsorganer har.²⁶

På grunn av mangel på avgjørelser avsagt i de ordinære domstolene, vil vedtak fra Oslo Børs og Børsklagenemden være en sentral del av praksisen som behandles i denne oppgaven. Av disse omhandler kun et fåtall av avgjørelsene vphl. § 2-5 nr. 5 direkte. Majoriteten av praksisen som blir behandlet i oppgaven er knyttet til vphl. 1997 § 1-4 nr. 5 (vphl. § 2-5 nr. 5).

Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) inneholder supplerende regler til loven. Videre er det utarbeidet forarbeider til potensielle endringer i gjeldende verdipapirhandellov, NOU 2019:1 og NOU 2021:1. Disse forarbeidene vil være relevante for å kaste lys over hvordan vphl. § 2-5 nr. 5 har blitt praktisert og inneholder forslag til fremtidige endringer i lovverket.

Verdipapirhandelloven kapittel 6 gjennomfører Takeoverdirektivet²⁷ (Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud) i norsk rett. Direktivets ordlyd og etterarbeider vil være relevante for problemstillingen i oppgaven. Takeoverdirektivet er et minimumsdirektiv, hvilket betyr at direktivet setter visse minstekrav som det nasjonale re-

²² Vphl. § 6-4, NOU 2015: 17 s. 71.

²³ Tilbudsmyndigheten er foreslått endret til Finanstilsynet i NOU 2021:1.

²⁴ Verdipapirforskriften § 12-3 (1).

²⁵ Verdipapirforskriften § 12-4.

²⁶ Høgberg (2019) s. 315.

²⁷ Direktiv 2004/25/EF.

gelverket i hvert land må oppfylle.²⁸ Så fremt minsteforpliktelsene er oppfylt, er det overlatt til hvert enkelt land om de vil tilføye med ytterligere reguleringer.²⁹ Vphl. § 2-5 nr. 5 om forpliktende samarbeid gjennomfører direktivets artikkel 2 (1) (d) og dets definisjon av "persons acting in concert". Det er ikke ment å være motstrid mellom disse bestemmelsene.³⁰

"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.

I direktivets artikkel 20 er det hjemlet en adgang til gjennomgang og revisjon av direktivet fem år etter ikrafttredelsesdatoen. I 2013 ble det utarbeidet en liste over typer samarbeid mellom aksjonærer som normalt ikke i seg selv bør være "persons acting in concert", en såkalt "Whitelist" av den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet (ESMA).³¹ Innholdet i listen ble senest oppdatert i 2014,³² og legger føringer for forståelsen av forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5. Listen er ikke rettslig bindende for medlemslandene.³³ Det først og fremst ordlyden i direktivet som er bindende for medlemslandene, slik at det er usikkert hvilken vekt rapporten har som rettskilde. Det er imidlertid uttalt i forarbeider at tolkningsuttalelser fra ESMA er sentrale for den konkrete rettsanvendelsen, også for de norske regler som gjennomfører kildene.³⁴

Videre kan gjennomføringen av direktivet i andre medlemsland bidra til å kaste lys over tolkningen av direktivet eller brukes som et sammenligningsgrunnlag, selv om andre lands rett ikke er bindende for norsk rett. Av hensyn til tids- og plassbegrensninger er den komparative fremstillingen først og fremst begrenset til gjennomføringen av direktivet i Sverige og Danmark.

1.4 Den videre fremstillingen

I den videre fremstillingen skal det først redegjøres for hensynene bak reglene om tilbudsplikt (under kapittel 2). Deretter følger en gjennomgang av relevante regler i verdipapirhandelloven for å besvare problemstillingen (under kapittel 3), før det tas en nærmere gjennomgang av

²⁸ Etter presumsjonsprinsippet skal norsk rett skal være i samsvar med folkeretten, og derav også Takeoverdirektivet, jf. Rt-2000-1811 (Finanger I).

²⁹ Sejersted (2011) s. 300.

³⁰ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 368.

³¹ ESMA/2013/1645.

³² ESMA/2014/677-REV.

³³ Ibid pkt. 1.6.

³⁴ Prop. 77 L (2017-2018) s. 17.

innholdet i vphl. § 2-5 nr. 5 og de momenter og typetilfeller som inngår i vurderingen av samarbeid mellom aksjonærer danner grunnlag for konsolidering. Avslutningsvis i kapittel 5, følger en nærmere analyse av den foreslåtte nye ordlyden til vphl. § 2-5 nr. 5, i lovforslagets § 6-2 nr. 5 i NOU 2019: 1.

2 Hensyn bak reglene om tilbudsplikt

2.1 Introduksjon

Regler om tilbudsplikt skal verne interessene til både minoritets- og majoritetsaksjonærene i målselskapet. Samtidig skal de ivareta interessene til målselskapet, styret, den øvrige selskapsledelsen og andre. Reglene må derfor være forutberegnelige og samtidig fungere effektivt ved forsøk på omgåelser av regelverket. Hensynene bak tilbudspliktreglene er både sentrale ved tolkingen av lovbestemmelsene i kapittel 6 og som reelle hensyn i vurderingen om aksjonærer som samarbeider bør konsolideres.

2.2 Hensynet til minoritetsvern

Minoritetsvernet står sterkt etter tilbudspliktreglene, og det er spesielt i situasjonen hvor det er skifte av kontrollen i et notert selskap hvor minoritetsaksjonærene har behov for et særlig vern.³⁵ Ettersom de fleste beslutninger i aksjeselskaper treffes ved alminnelig flertall³⁶ vil skifte av hovedaksjonæren kunne ha negative virkninger for de minoritetsaksjonærer som har andre interesser enn hovedaksjonæren.

Ved skifte av kontrollen i selskapet fra en hovedaksjonær til en annen kan posisjonen til minoritetsaksjonærene endres. Kontrollskiftet fører til innflytelse fra en ny hovedaksjonær overfor selskapets styre, eventuelle bedriftsforsamling og i generalforsamlingen. Den endrede kontrollen kan føre til omstillinger i selskapets ledelse og påvirke selskapets omsetning- og lønnsomhet. Et kontrollskifte kan i ytterste konsekvens føre til en annen retning for selskapet, siden aksjonæren kan stemme for alene eller i fellesskap med andre om å endre selskapets vedtekter,³⁷ avhengig av eierandel i selskapet. Siden kontrollskifte allerede inntreffer ved erverv av 1/3 av stemmene i selskapet kan aksjonæren også blokkere vedtektsendringer som krever over 2/3 av stemmene og andre beslutninger foreslått av de andre aksjonærene. I en slik situasjon kan minoritetsaksjonærer ha et ønske om å tre ut av selskapet uten at det skal føre til økonomisk tap. Dette får de gjennom tilbudsplikten ved at tilbyderer må fremsette tilbud om kjøp av alle aksjene i selskapet.

³⁵ NOU 1996: 2 s. 105.

³⁶ Asal. § 5-17.

³⁷ Asal. § 5-18.

Ved kontrollskifte kan også aksjekursen bli påvirket negativt ved at aksjene kan bli mindre likvide og vanskeligere å omsette fritt, som følge av eksempelvis nedsatt markedsinteresse for aksjen.³⁸ For å bøte på denne situasjonen trer reglene om tilbudsprisen inn. Av reglene om tilbudspris følger det at aksjekursen for tilbyderens erverv av aksjene skal svare til den høyeste prisen som er "betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte", jf. vphl. § 6-10 (2). På grunn av reglene om tilbudspris er tilbyderen bundet til en viss pris, slik at negative kurssvingninger etter kontrollskiftet ikke påvirker minoritetsaksjonærene annerledes enn de øvrige aksjonærene i selskapet.

For å sikre at oppkjøpet av målselskapet går gjennom er tilbydere ofte være interessert i å betale en høyere aksjekurs enn markedskursen for å kunne kjøpe opp en kontrollerende andel i selskapet.³⁹ Det inngås typisk avtaler mellom tilbyder og aksjonærer med større eierposter om kjøp av deres aksjeposter utenom markedsplassen. Denne overprisen som tilbyderen betaler for aksjene kalles for "kontrollpremien". Dette fører til at aksjonærene som får et slikt tilbud får en bedre posisjon enn de aksjonærer som ikke får et tilsvarende tilbud, som vil stride imot likhetsgrunnsetningen i aksjeselskapsretten.⁴⁰ Kravet til likebehandling av aksjonærer følger også direkte av vphl. § 5-14 og 6-10 (9). I § 6-10 (9) nevnes det eksplisitt at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjonærer ved fremsettelse av tilbud.

Etter likhetsgrunnsetningen bør alle aksjonærer i et selskap gis den samme muligheten til å selge sine aksjer til en lik pris.⁴¹ I situasjonen hvor flere tilbydere er interesserte i målselskapet samtidig, kan aksjeprisen utenfor børs bli enda høyere og føre til en enda større fordel for de aksjonærer som gis et tilbud om kjøp av deres aksjer. Tilbudsprisreglene sikrer at minoritetsaksjonærene også får en del av kontrollpremien, som kun aksjonærer med større eierposter ville ha fått mulighet til uten reglene. Uten slike regler kunne det ha fremstått som vilkårlig hvilke aksjonærer som får en andel av kontrollpremien.⁴² I en tilbudssituasjon, når en annen hovedaksjonær tar over kontrollen, kan som nevnt muligheten for å omsette aksjene til en rettferdig pris begrenses. Muligheten til å tre ut av selskapet for minoritetsaksjonærene og likhetsgrunnsetningen henger dermed tett sammen.

2.3 Andre hensyn

Det er viktig at reglene om tilbudsplikt ikke er for rigide og hindrer naturlige omstillinger. Minoritetsvernet må heller ikke virke slik at det stenger for naturlige samarbeidsprosjekter

³⁸ NOU 2005: 17 s. 30.

³⁹ I.c.

⁴⁰ Asal. § 4-1.

⁴¹ NOU 1996: 2 s. 105.

⁴² I.c.

mellom aksjonærer til gunst for hele aksjonærfellesskapet. Aksjonærenes formål om økonomisk vinning er et grunnleggende prinsipp i aksjeselskapsretten.⁴³ Prinsippet skal i utgangspunktet virke til gunst for hele aksjonærfellesskapet og selskapet. Det er i de situasjoner hvor et aksjonærsamarbeid fører til en økt innflytelse for samarbeidene aksjonærer til ugunst for andre aksjonærer, vphl. § 2-5 nr. 5 er ment å ramme. På den andre siden har minoritetsaksjonærer på grunn av at de eier færre aksjer i selskapet, til en viss grad akseptert å være i skjevt styrkeforhold med større aksjonærer. Minoritetsvernet må derfor ikke strekkes så langt at fordelene ved å være en større aksjonær i selskapet forsvinner. Den potensielle tilbyderens mulighet til å velge nedsalg⁴⁴ i stedet for tilbudsplikt, er et eksempel på en balansering av minoritetsvern og forutberegnelighet for større aksjonærer.

For at næringslivet skal være velfungerende vil det forekomme konkurser, utkonkurreringer av selskaper som ikke klarer å omstille seg og negative konsekvenser ved feilslåtte forretningsideer. Reglene om tilbudsplikt må derfor ikke virke slik at de stenger for slike naturlige omstillinger og svingninger i aksjeverdien og etterspørselen i markedet. I noen tilfeller kan også aksjekursen til et notert selskap øke og falle uten noen naturlig forklaring.

Reglene om tilbudsplikt bidrar også til å skape tillitt til det norske verdipapirmarkedet. En kontrollert, transparent, forutberegnelig og velfungerende markedsplass vil bidra til å stimulere investering og handel på børs, som igjen fører til nyvinninger og effektiv utnyttelse av kapital i samfunnet.⁴⁵ Hensynet til tillitt til verdipapirhandel og markedsplasser er dermed et samfunnsmessig hensyn. Detaljerte regler knyttet til tilbudsprosessen, organer som overvåker prosessen, samt adgangen til å bringe inn saker knyttet til tilbudsplikten for domstolene, skaper tillitt. I tillegg sikrer reglene også transparens og lik informasjonsflyt innad i aksjonærgruppen, som bidrar til at målselskapet selv og minoritetsaksjonærene får tid til å overveie valgene som oppstår ved et oppkjøp, og muligheten til å foreta de nødvendige analyser og vurderinger. I tilfellene hvor et pliktig tilbud er gjenstand for debatt i media, vil også andre analytikere kunne uttale seg om tilbudet og føre til et bredere beslutningsgrunnlag for aksjonærene i målselskapet.⁴⁶

For å sikre harmoni mellom de hensyn bak tilbudsplikten som nevnes, må reglenes anvendelse og virkning være forutberegnelige og etterprøvbare. Dersom tilbudspliktreglene slår ut og

⁴³ Asal. § 2-2.

⁴⁴ Vphl. § 6-9.

⁴⁵ Vphl. § 12-5, jf. § 17-3.

⁴⁶ Tjaum (2014) s. 21.

har virkninger utenfor tilfellene som omfattes av lovens ordlyd og praksis, er ikke reglene forutberegnelige nok. Hvor forutberegnelige tilbudspliktreglene er, må videre balanseres mot hensynet til hvor effektive reglene virker i å fange opp omgåelser. Særlig ved vurderingen av om det foreligger et *forpliktende samarbeid* jf. vphl. § 2-5 nr. 5 kan balansen mellom forutberegnelighet og reglenes effektivitet være utfordrende. Ettersom det må foretas en konkret vurdering for hvert tilfelle, vil alminnelige rimelighets- og omgåelsesbetraktninger også kunne være hensyn som spiller inn i en konkret avveining.

2.4 Homogenitetsprinsippet i EØS-retten

Hensynene bak tilbudsplikten etter Takeoverdirektivet samsvarer i det vesentlige med hensynene nevnt ovenfor bak tilbudspliktreglene etter verdipapirhandelloven. Av artikkel 3 i direktivet følger alminnelige prinsipper som ikke kan fravikes.⁴⁷ Etter artikkel 3 (1) (a) skal medlemslandene sørge for likebehandling av aksjonærer innad i samme aksjeklasse. Videre stilles det krav til regler som skal sørge for at aksjonærene i målselskapet får muligheten til å treffe velbegrunnede beslutninger.⁴⁸ For å sikre dette kommer reglene knyttet til tilbudsdokumentets innhold,⁴⁹ tilbudets lengde,⁵⁰ tilbudsmyndighetens plikter⁵¹ og tilbudsprisen⁵² inn. Minoritetsvernet kommer til uttrykk i fortalens pkt. 9 hvor medlemslandene må ha mekanismer som sikrer nødvendig vern av minoriteten i et målselskap ved kontrollskifte.

Hensynet til felles regler for overtakelsestilbud i det indre markedet er et bærende hensyn etter direktivet.⁵³ Direktivet skal også sørge for at omorganisering av selskaper innad i fellesskapet ikke vanskeliggjøres av vilkårlige forskjeller i medlemslandenes regulering.⁵⁴ Videre er et overordnet hensyn å stimulere grenseoverskridende transaksjoner med effektive felles overtakelsesregler⁵⁵ for å sikre fri flyt av kapital innad i EØS-området. Europakommisjonen er gitt hjemmel til å treffe nødvendige tiltak for å sikre at disse hensynene ivaretas, men kun så fremt tiltakene er forholdsmessige.⁵⁶

Ved tolkningen og anvendelsen av Takeoverdirektivet vil dermed hensynet til fellesskapets samspill stå sterkt i tillegg til hensynene som er særegne etter direktivet. Homogenitetsmål-

⁴⁷ Direktiv 2004/25/EF art. 3 (2) (a).

⁴⁸ Direktiv 2004/25/EF art. 3 (1) (b).

⁴⁹ Direktiv 2004/25/EF art. 6.

⁵⁰ Direktiv 2004/25/EF art. 7.

⁵¹ Direktiv 2004/25/EF art. 4.

⁵² Direktiv 2004/25/EF art. 5 (4) og (5).

⁵³ Direktiv 2004/25/EF fortale pkt. 1.

⁵⁴ Direktiv 2004/25/EF fortale pkt. 3.

⁵⁵ Direktiv 2004/25/EF fortale pkt. 3.

⁵⁶ Direktiv 2004/25/EF fortale pkt. 25.

setningen følger av EØS-avtalens fortale avsnitt 16 og artikkel 1, hvor det er fokus på "et ensartet Europeisk Økonomisk Samarbeidsområde". Hensikten med direktivet var at det skulle være en av hovedpilarene i EUs økonomiske reform om å stimulere Europas konkurransedyktighet sammenlignet med andre internasjonale markeder og trekke til seg investorer utenfor EØS-området. Direktivet bygger på en presumsjon om at mulighetene for å fremme et overtakelsestilbud i det europeiske markedet fører til fordeler for selskaper, investorer og den europeiske økonomien som en helhet.⁵⁷

3 Gjennomgang av noen regler i verdipapirhandelloven

Denne delen av oppgaven inneholder en gjennomgang av reglene som er relevante for å besvare problemstillingen i oppgaven. Anvendelsen av vphl. § 2-5 nr. 5 henger tett sammen med andre rettsregler og både tilbyder og målselskapet blir pålagt en rekke plikter når tilbudsplikten utløses.

Den innledende tilbudsgrensen er som nevnt ved "erwerb av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene", jf. vphl. § 6-1 (1), fordi man ved 1/3 av stemmene vil oppnå negativ kontroll i selskapet.⁵⁸ Reguleringen av tilbudsgrenser som utløser tilbudsplikt er overlatt til hvert enkelt medlemsland. Danmark har valgt tilsvarende tilbudsgrense som utløses når en "besidder mindst en tredjedel af stemmerettighederne", jf. kapitalmarkedsloven § 44 1. stk, mens Sverige har satt grensen til 30 % av stemmene i selskapet.⁵⁹ Etter norsk rett inntreer også gjentatt tilbudsplikt ved overskridelse av etterfølgende tilbudsgrenser, ved erwerb av 40 % eller mer og 50 % eller mer av stemmene i selskapet.⁶⁰ Reguleringen av gjentatt tilbudsplikt følger ikke av Takeoverdirektivet, men er noe Norge har valgt å regulere ytterligere. Til sammenligning er det hverken i svensk eller dansk rett regler om gjentatt tilbudsplikt.

Når tilbudsplikten utløses plikter erververen å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet eller alternativt foreta et nedslag, jf. vphl. § 6-9 (1). Nedslag betyr salg av "den del av aksjene som overstiger" den konkrete tilbudsgrensen som er overskredet.⁶¹ Ved nedslag inntreer ikke tilbudsplikt, hvilket gir tilbydere en mulighet til å unngå en tilbudssituasjon. En av virkningene overfor minoritetsaksjonærene ved nedslag er at disse ikke får en del av kontrollpremien som den aktuelle aksjonæren (potensielle tilbyder) har betalt for å komme over tilbuds-

⁵⁷ Van Hooghten (2009) s. 7.

⁵⁸ Woxholth (2014) s. 195.

⁵⁹ LUA kapittel 3 § 1 (1).

⁶⁰ Vphl. § 6-6 (1).

⁶¹ Vphl. § 6-9 (2).

grensen.⁶² På den andre siden får heller ikke den potensielle tilbyderen den kontrollen i målselskapet som tilbydereren forutsettes å få ved å komme over tilbudsgrensen.

Tilbudsplikten utløses gjennom "ervert", jf. vphl. § 6-1 (1). I direktivet brukes ordet "acquisition", uten noen nærmere definisjon av hvordan ordet skal forstås. Ervert betyr overtakelse av eiendomsretten.⁶³ Den vanligste formen for ervert av aksjer er gjennom kjøp, men ervert gjennom bytte er også omfattet av begrepet.⁶⁴ Det avgjørende for tilbudspliktvurderingen er ikke typen aksjeervert som utløser plikten, men at det konkrete ervertet fører til at aksjonærens eller den konsoliderte gruppens samlede aksjeinnehav overstiger tilbudsgrensen.

Det forekommer eksempelvis ikke et ervert i situasjonen når en av to majoritetsaksjonærer i et selskap, hvor begge har en aksjepost på 37 % av stemmene, velger å selge seg ned til 20 % av stemmene. Selskapet har som følge av dette fått en hovedaksjonær, men tilbudsplikten utløses ikke i denne situasjonen fordi aksjonæren som beholder sin aksjepost ikke har foretatt et ervert. Videre er visse typer ervert, som ved arv eller gave, unntatt tilbudsplikt.⁶⁵ Tilbudsplikt utløses heller ikke når selskapet selv, kjøper, selger eller innløser egne aksjer i selskapet.⁶⁶

Når tilbudsplikten først inntreer, stilles det en rekke krav til selve tilbudet, herunder tilbudets varighet, pris og innhold. Tilbudet må for det første fremsettes "uten ugrunnet opphold og senest fire uker etter at tilbudsplikten inntreder", jf. vphl. § 6-10 (1) sammen med et tilbudsdokument.⁶⁷ Videre må tilbudet og tilbudsdokumentet godkjennes av tilbudsmyndigheten før det kan fremsettes til aksjonærene eller offentliggjøres.⁶⁸ Når tilbudet først er fremsatt, skal aksjonærene gis en frist på minst fire uker og ikke lengre enn seks uker på å akseptere tilbudet.⁶⁹

Det pliktige tilbudet må fremsettes uten noen form for betingelser og tilbudet må omfatte kjøp av alle selskapets aksjer, "herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett".⁷⁰ Hovedregelen er at oppgjøret av aksjene må gjøres i penger, men aksjonærene kan gis

⁶² Tjaum (2014) s. 93.

⁶³ Michaelsen (u.å) note 111.

⁶⁴ Tjaum (2014) s. 48.

⁶⁵ Vphl. § 6-2.

⁶⁶ Bergo (2014) s. 71, asal. § 9-2 (1), Bergo (2002) s. 154-155.

⁶⁷ Vphl. § 6-13.

⁶⁸ Vphl. § 6-14 (1).

⁶⁹ Vphl. § 6-11.

⁷⁰ Vphl. § 6-10 (2).

tilbud om en alternativ oppgjørsform.⁷¹ Motsetningsvis kan et *frivillig tilbud* inneholde betingelser.⁷² En typisk betingelse som blir satt i frivillige tilbud er et krav om at en viss prosent av aksjonærene må akseptere tilbudet for at det kan gjøres gjeldende. Typisk en akseptgrad som sikrer tilbyderen tilstrekkelig kontroll over målselskapet eller ved 90 % av stemmene, slik at de øvrige aksjonærene kan tvangsinnløses.⁷³

For minoritetsaksjonærene er typisk tilbudsprisen av størst betydning. En riktig tilbudspris vil sikre at minoritetsaksjonærene får en tilsvarende andel av kontrollpremien som er betalt av tilbyderen. I en konsolidert gruppe må tilbudsprisen tilsvare den høyeste prisen som den av aksjonærene har avtalt eller betalt seks måneder forut for tilbudet, jf. vphl. § 6-10 (4), jf. § 6-5 (1) 2. pkt. Hvilken tidsperiode tilbudsprisen beregnes etter er derfor av stor betydning, og beregning etter ulike tidsperioder kan føre til store variasjoner i tilbudsprisen.

3.1 Målselskapets plikter i en tilbudssituasjon

Det utløses også plikter og begrensninger for målselskapet når en tilbyder har fremsatt enten et pliktig eller et frivillig tilbud om kjøp av aksjene i selskapet. Målselskapets styre må utarbeide en uttalelse om "tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser", jf. vphl. § 6-16 (1). Uttalelsen vil særlig kunne hjelpe mindre aksjonærer med å ta beslutningen om de skal akseptere tilbudet eller ikke, ettersom disse normalt ikke har tilsvarende ressurser som større aksjonærer til en selvstendig vurdering av tilbudet. Denne plikten er pålagt målselskapets styre siden styret er i en sentral posisjon til å gjøre seg en oppfatning av tilbudets konsekvenser basert på selskapets nåværende og fremtidige stilling.⁷⁴ Dette dokumentet skal offentliggjøres,⁷⁵ og ivaretar langt på vei hensynene til fri informasjonsflyt og transparens ved tilbud, som følger av Takeoverdirektivet.⁷⁶ Selskapsinteressen i et notert selskap er normalt størst mulig avkastning og sammenfaller med aksjonærinteressen i de fleste tilfeller. Noen ganger vil selskapsinteressen kunne være bredere enn aksjonærenes profittinteresse, herunder ansattinteresser, interessen for nyvinning og langsiktig innovasjon og bærekraft mv.

Det er ikke et krav om at selskapets styre må komme med en konkret anbefaling til aksjonærene i målselskapet om de bør akseptere eller forkaste tilbudet, men slik anbefaling er ikke uvanlig. Dette var for eksempel tilfellet ved SSB og Castellums frivillige tilbud om kjøp av Entra ASA i januar 2021. Styret i Entra anbefalte aksjonærene om å ikke akseptere noen av de

⁷¹ Vphl. § 6-10 (3).

⁷² Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 384.

⁷³ Vphl. § 6-22, jf. asal. § 4-25.

⁷⁴ NOU 2005: 17 s. 53.

⁷⁵ Vphl. § 6-16 (1).

⁷⁶ Direktiv 2004/25/EF art. 9 (5).

fremsatte tilbudene. Hovedgrunnen var at styret ønsket å videreføre et konkurransedyktig og selvstendig Entra.⁷⁷

For å verne selskapets minoritetsaksjonærer og sikre en uavhengig uttalelse om tilbudet, er styremedlemmer med tilknytning til tilbyderer avskåret fra å ta del i arbeidet med uttalelsen.⁷⁸ Videre er selskapet avskåret til å uttale seg om tilbudet dersom det er fremsatt "i forståelse med selskapets styre", jf. vphl. § 6-14 (4). Da skal tilbudsmyndigheten avgjøre hvem som skal avgi uttalelse på vegne av selskapet.⁷⁹

Videre blir målselskapets handlingsrom innskrenket når tilbudsperioden løper.⁸⁰ Målselskapets styre og daglig leder kan ikke treffe vedtak som kan føre til vesentlige forandringer i selskapets økonomiske stilling.⁸¹ Det gjelder blant annet vedtak om fusjon,⁸² salg av vesentlige virksomhetsområder⁸³ eller kjøp og salg av selskapets egne aksjer.⁸⁴ Dette er for å forhindre at målselskapets ledelse skal sette i gang forsvarstiltak mot tilbudet, ut i fra egne interesser, men som ikke nødvendigvis er det beste for aksjonærfellesskapet.

Handlinger og vedtak som er nødvendige for selskaps normale forretningsdrift er tillatt.⁸⁵ Om forsvarstiltak er det i forarbeidene presisert at disse kun kan settes i gang dersom det foreligger særlige grunner.⁸⁶ Det er også fremhevet at målselskapets handlingsrom ikke bør innskrenkes mer enn nødvendig i en tilbudssituasjon.⁸⁷

3.2 Flaggeplikt

En effektiv mekanisme i loven som gjør at andre aksjonærer har muligheten til å ha oversikt over aksjepostene til ulike aksjonærer i et notert selskap er at aksjonærer skal flagge "erhverv, avhendelse eller annen omstendighet" av eierposter som overstiger eller kommer under 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3 og 90 % av aksjekapitalen eller tilsvarende andel av

⁷⁷ Entra ASA (2021).

⁷⁸ Vphl. § 6-16 (4), jf. asal. § 6-27 (1).

⁷⁹ Vphl. § 6-16 (4).

⁸⁰ Vphl. § 6-17 (1).

⁸¹ NOU 1996:2 s. 126.

⁸² Vphl. § 6-17 (1) nr. 2.

⁸³ Vphl. § 6-17 (1) nr. 3.

⁸⁴ Vphl. § 6-17 (1) nr. 4.

⁸⁵ Vphl. § 6-17 (2).

⁸⁶ Ot.prp.34 (2006-2007) s. 395.

⁸⁷ I.c.

stemmene gjennom en børsmelding.⁸⁸ På denne måten gis alle aksjonærer og offentligheten et varsel når en større aksjonær kommer over eller under disse terskelgrensene. Hovedhensynet bak flaggeplikten er å gjøre oppmerksom på vesentlige eierendringer i noterte selskap, slik at investorer kan fatte velfunderte investeringsbeslutninger.⁸⁹

For ordensskyld nevnes det at en konsolidert gruppe må flagge sammen når det kommer til flaggeplikten.⁹⁰ Videre må "inngåelse eller oppløsning av forpliktende samarbeid" flagges.⁹¹ Flaggeplikten gjør det mulig for selskapets øvrige aksjonærer å ha oversikt over ulike konsoliderte aksjonærer til enhver tid.

3.3 Forsømmelse av tilbudsplikt

Dersom tilbudsmyndighetens vedtak om tilbudsplikt ikke følges, kan de aktuelle aksjonærene bli ilagt daglig mulkt eller bot, jf. vphl. § 21-7, jf. vphl. § 19-7 (10). I vphl. § 21-5 (3) følger det at overtredelsesgebyret for foretak kan settes til maks 43 millioner eller 10 % av den samlede årsomsetningen etter siste godkjente årsregnskap. Alternativt kan tilbudsmyndigheten også tvangsselge aksjene som er over den aktuelle tilbudspliktgrensen, jf. vphl. § 6-21 (1).

3.4 Nærmere om rettsvirkningene av konsolidering etter vphl. § 2-5 jf. § 6-5

Rettsvirkningen av tilbudsplikt utløst av konsolidering følger av vphl. § 6-5. I vphl. § 6-5 (1) 1.pkt. står det at "I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5." Det er selve konstateringen av nærståendeforholdet som danner grunnlaget for konsolidering, men konsolidering i seg selv utløser ikke tilbudsplikt.⁹² Tilbudsplikten inntreer først når noen i den konsoliderte gruppen foretar et nytt erverv. Da inntreer tilbudsplikten for den konsoliderte gruppen "uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5.", jf. vphl. § 6-5 (1) 2.pkt. Siden tilbudsplikt først utløses ved erverv, kan det potensielt føre til at en konsolidert gruppe overtar kontrollen i selskapet, uten at minoritetsaksjonærene gis en mulighet til å tre ut av selskapet. Det kan i ytterste konsekvens være slik at det ikke på noe som helst tidspunkt foretas et nytt erverv av aksjer i målselskapet fra noen av aksjonærene i en konsolidert gruppe, slik at tilbudsplikten ikke inntreer. Imidlertid fører denne ordningen til forutberegnelighet for aksjonærene i en konsolidert gruppe.

⁸⁸ Vphl. § 4-1 (1).

⁸⁹ Ot.prp.34 (2006-2007) s. 308.

⁹⁰ Vphl. § 4-2 (5).

⁹¹ Verdipapirforskriften § 4-3 (e).

⁹² NOU 1996: 2 s. 118.

Det er imidlertid uklart etter ordlyden i vphl. § 6-5 (1) 2.pkt. hvilken aksjonær i den konsoliderte gruppen som pålegges tilbudsplikt når den inntreer ved erverv. Etter etablert praksis blir tilbudsplikten pålagt den aksjonæren i den konsoliderte gruppen som foretar ervervet som utløser tilbudsplikten.⁹³ Dette betyr at tilbudsplikten potensielt kan bli pålagt den aksjonæren i en konsolidert gruppe med liten eierandel i målselskapet, som ikke er den kontrollerende aksjonæren i den konsoliderte gruppen. På grunn av dette er det i NOU 2019: 1 foreslått at tilbudsmyndigheten skal få en skjønnsmessig adgang til å pålegge tilbudsplikt på den dominerende aksjonæren i en konsolidert gruppe. Den skjønnsmessige vurderingen er foreslått til å gå ut på en vurdering av hvilken aksjonær i den konsoliderte gruppen som er den reelle erververen av kontrollen i målselskapet.⁹⁴ Det er imidlertid ikke noe i veien for at tilbudet heller fremsettes av en annen aksjonær i gruppen eller gruppen som en helhet etter gjeldende rett.⁹⁵

3.5 Generelt om nærståendebegrepet i verdipapirhandelloven

Hvilke rettssubjekter som omfattes av lovens nærståendebegrep følger av vphl. § 2-5 nr. 1 til 5. Det nevnes for ordens skyld at nærståendebegrepet i vphl. § 2-5 også har anvendelse og betydning utenfor tilfellene som gjelder tilbudsplikt, eksempelvis ved flaggeplikt⁹⁶ og beregning av betydelige eierandeler i et notert selskap.⁹⁷ Det følger imidlertid av forarbeidene at vurderingen av hvor langt de enkelte konsolideringsgrunnlag virker, skal foretas i forhold til tilbudsplikten.⁹⁸ Bestemmelsens anvendelse på andre regler er ikke relevant for fremstillingen i denne oppgaven, og behandles ikke nærmere.

Som noens nærstående i vphl. § 2-5 nr. 1 til nr. 3 defineres visse personlige og juridiske nærstående forhold som automatisk er gjenstand for konsolidering, uten krav om at disse aksjonærene handler i forståelse med hverandre.⁹⁹ Dette er blant annet ektefelle, samboer, barn og selskaper innenfor samme konsern. Etter vphl. § 2-5 nr. 4 konsolideres en majoritetsaksjonær og/eller dens nærstående med selskaper aksjonæren/eller dens nærstående har bestemmende innflytelse i.¹⁰⁰

⁹³ NOU 2019: 1 pkt. 5.4.5.2.

⁹⁴ NOU 2019: 1 s. 51.

⁹⁵ NOU 1996: 2 s. 118-119.

⁹⁶ Vphl. § 4-3 (5).

⁹⁷ Vphl. § 9-12 (2).

⁹⁸ NOU 1996: 2 s. 44.

⁹⁹ NOU 2005:17 s. 25.

¹⁰⁰ Asal. § 1-3.

4 Aksjonærers handlingsrom til å samarbeide uten å bli konsolidert

4.1 Introduksjon

Dette kapitlet redegjør for hvilket handlingsrom aksjonærer i et notert selskap har til å samarbeide uten å bli rammet av vphl. § 2-5 nr. 5 og utgjør hoveddelen av oppgaven.

Hvilke aksjonærer som regnes som nærstående med hverandre etter vphl. § 2-5 nr. 5 vurderes konkret etter omstendighetene i hver sak. Etter ordlyden kreves det et "forpliktende samarbeid", som må gjelde "å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument". Dette gjelder også samarbeid hvor "et tilbud vanskeliggjøres eller hindres". Etter ordlyden er det tilstrekkelig at det etter de konkrete omstendighetene samlet, "må antas" at slikt forpliktende samarbeid foreligger. Først da kan samarbeidende aksjonærer identifiseres med hverandre.¹⁰¹ Tilbudsplikt etter vphl. § 2-5 nr. 5 er særlig aktuelt om ingen av lovens øvrige tilbudsregler rammer en oppkjøpsituasjon. Vphl. § 2-5 nr. 5 bidrar til å effektivisere minoritetsvernet gjennom å hindre omgåelser av tilbudspliktreglene.

Kapitlet starter med å undersøke utgangspunktene for hva som er et *forpliktende samarbeid* (kapittel 4.2). Deretter diskuteres regler om bevisterskel, bevisvurdering og saksbehandling (kapittel 4.3). Til sist diskuteres typiske momenter og typetilfeller som går igjen i rettspraksis og vedtak i den nærmere vurderingen av om det foreligger et *forpliktende samarbeid* (kapittel 4.4).

4.2 Utgangspunktene for vurderingen av et forpliktende samarbeid

Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5, som er gjengitt ovenfor, stiller opp en rekke vilkår som danner utgangspunktet for den konkrete vurderingen av om et *forpliktende samarbeid* foreligger i hvert enkelt tilfelle. Dersom vilkårene ikke er oppfylt, er samarbeidet mellom to aksjonærer ikke et forpliktende samarbeid. I det følgende redegjøres det for vilkårene i bestemmelsen, hvor ordlyden er utgangspunktet for vurderingen.

Ordet *forpliktende* tilsier et krav om en binding mellom samarbeidende aksjonærer av en viss styrke. Det er ikke klart hvilke minstekrav som stilles til bindingens styrke, men ut ifra ordlyden må bindingen være sterk nok til at partene anser seg pliktige til å forsøke å realisere samarbeidet. Bindingen trenger imidlertid ikke å være så sterk, at den parten som ikke oppfyller sin del av samarbeidet kan sanksjoneres rettslig av den andre parten eller inneholde sanksjonsadgang for andre.¹⁰² Siden det ikke er en rettslig skranke i ordet forpliktende, har det blitt

¹⁰¹ Se nærmere redegjørelse i kapittel 4.3.

¹⁰² NOU 1996: 2 s. 115.

tillagt liten selvstendig vekt ved siden av ordet samarbeid i praksis ved anvendelsen av vphl. § 2-5 nr. 5.

Ordet *samarbeid* taler for samstemt opptreden mellom flere parter som arbeider sammen om å oppnå et felles mål. Utover dette, er det lite å hente i ordlyden om hvilke krav som stilles til samarbeidets formål, varighet, innhold og virkning overfor andre. Hva som utgjør utgangspunktene for et forpliktende samarbeid må derfor suppleres med andre rettskilder.

4.2.1 Krav til samarbeidets formål og varighet

Etter forarbeider må *forpliktende samarbeid* ha som formål å ta over kontrollen i målselskapet. Det er først når aksjonærene opptrer koordinert om kontrollskifte at minoritetsaksjonærene har behov for en mulighet til å tre ut av selskapet. Samarbeid som ikke har overtakelse av kontroll som formål, faller utenfor vphl. § 2-5 nr. 5 anvendelsesområde. Kravet til samarbeidets formål er ment å føre til forutberegnelighet for samarbeidene aksjonærer. De kan dermed med viss sikkerhet samarbeide fra tid til annen, så lenge samarbeidet ikke har som formål å overta kontrollen i selskapet.

Om krav til samarbeidets varighet, er det først og fremst de mer langsiktige former for samarbeid som danner grunnlag for konsolidering. Kortsiktige og enkeltstående samarbeid kan under visse omstendigheter også omfattes.¹⁰³ Den nedre grensen for hva som regnes som et langsiktig samarbeid er ikke problematisert i lovforarbeidene. Derimot følger det av svenske forarbeider at langsiktige samarbeid er ment å være samarbeid over flere regnskapsår.¹⁰⁴ Det gjelder trolig ikke et tilsvarende rigid utgangspunkt for samarbeidets varighet i norsk rett, men det er heller ikke nødvendig å stille opp den nedre grensen for samarbeidets varighet siden kortsiktige og enkeltstående samarbeid også kan omfattes.

Kortsiktige og enkeltstående samarbeid kan danne grunnlag for konsolidering dersom "den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid".¹⁰⁵ Dersom det ikke er tilfellet, bør det "som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke [vil] være nok".¹⁰⁶ Hvilke momenter som inngår i vurderingen av om aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid, vil variere fra sak til sak. Et kortsiktig eller enkeltstående samarbeid vil som oftest være mer utfordrende for tilbudsmyndigheten å bevise at har som formål å ta over kontrollen i selskapet. Derfor vil et kortvarig samarbeid eller enkeltstående samarbeid normalt være et moment som taler imot at partene bør konsoli-

¹⁰³ NOU 2005: 17 s. 25.

¹⁰⁴ Prop. 2005/06:140 s. 106.

¹⁰⁵ NOU 2005: 17 s. 25.

¹⁰⁶ I.c.

deres. Utgangspunktet er derfor at *forpliktende samarbeid* er langsiktige samarbeid hvor aksjonærene opptrer koordinert med sikte på å ta over kontrollen i målselskapet.

4.2.2 Krav om avtale om samarbeid

Videre er et *forpliktende samarbeid* typisk forankret i en avtale mellom de samarbeidende aksjonærer. Etter Takeoverdirektivet skal samarbeidet ha grunnlag i avtale, "either express or tacit, either written or oral".¹⁰⁷ Kravet til avtale følger ikke direkte av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5, men norsk rett skal samsvare med direktivet på dette kravet.¹⁰⁸ Det klare tilfellet av forpliktende samarbeid er derfor samarbeid mellom aksjonærer nedtegnet i en skriftlig aksjonæravtale med langsiktig virkning hvor det følger av avtalen at formålet er å overta kontrollen i målselskapet. Utover det klare tilfellet, må avtaler om samarbeid tolkes.

Etter prinsippet om formfrihet i avtaleretten,¹⁰⁹ er det ikke noe krav om at en avtale må være skriftlig for å være gyldig. Så lenge en muntlig avtale er tilstrekkelig klar og det er enighet om hovedpunktene i avtalen, har Høyesterett akseptert at muntlige avtaler er like bindende som skriftlige avtaler også når det gjelder store beløp og forretningsmessige avtaler.¹¹⁰ Etter Rt-1998-946 (Vinagent) var det ikke noe i veien at avtale om salg av et vinagentselskap til et tosifret antall millioner var inngått muntlig. Siden aksjonærer i samme selskap stadig samarbeider gjennom utøvelse av stemmeretten, er det uklart når bindingene mellom aksjonærene har blitt så sterke at de i realiteten har inngått avtale om å overta kontrollen i selskapet. Videre kan flere enkeltstående muntlige avtaler akkumulert danne eller supplere avtalegrunlaget.¹¹¹

Hva som menes med en *stilltiende avtale* kan fremstå uklart. Bergo mener at det virker som at lovgiver i realiteten har ment å ramme "forståelser" mellom aksjonærer og deres koordinerte tanker og handlinger av kortere eller lengre varighet ved bruken av stilltiende avtaler.¹¹² At stilltiende og muntlige avtaler er omfattet av vphl. § 2-5 nr. 5 reiser utvilsomt vanskelige bevismessige spørsmål. Det er vanskelig å fastsette eksistensen av og å tolke stilltiende og muntlige avtaler om samarbeid, særlig om det ikke foreligger noe tilhørende skriftlig materiale. Bergo fremhever videre at det ikke er uvanlig at et selskaps dominerende aksjonær er samsent med selskapets øverste ledelse. Derfor mener han det ikke er grunnlag etter ordlyden for å konsolidere parter på bakgrunn av slike forståelser, da det må skilles mellom forpliktende

¹⁰⁷ Direktiv 2004/25/EF art. 2 (1) (d).

¹⁰⁸ NOU 2005: 17 s. 25.

¹⁰⁹ NL-5-1-1.

¹¹⁰ Giertsen (2014) s. 92.

¹¹¹ Se mer om dette under kapittel 4.4.2.

¹¹² Bergo (2014) s. 89.

samarbeid, ikke-forpliktende samarbeid og en felles forståelse.¹¹³ Ettersom stilltiende avtaler er nevnt eksplisitt i direktivet,¹¹⁴ er det av mindre interesse at det ikke fremgår direkte av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5. Det er riktignok utfordrende å skille mellom forståelser og forpliktende samarbeid, men bestemmelsen ville ikke ha vært like effektiv til å ramme omgåelser av regelverket dersom stilltiende avtaler ikke var omfattet.

I praksis synes det å virke som *stilltiende avtale* heller sikter til situasjonen når flere momenter og aksjonærenes felles opptreden samlet sett fremstår på bakgrunn av en stilltiende avtale. I *Orkla/Nordstjernen-saken*¹¹⁵ uttalte Børsklagenemden at "[i] mangel av uttrykkelig avtale må det vurderes om de aktuelle aksjonærens handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse eller forståelse seg imellom." Dette sitatet gir uttrykk for at en basert på aksjonærenes handlemåte og hvor samstemte de er, kan gi uttrykk for at det eksisterer en stilltiende avtale som kan danne grunnlag for *forpliktende samarbeid*.

Av hensynet til fleksibilitet i aksjonærenes handlingsrom for å samarbeide kan ikke alle samtaler mellom aksjonærer inngå i vurderingen av om det i realiteten eksisterer en stilltiende avtale om et bredere samarbeid. Aksjonærene må kunne ha samtaler om hvilke veivalg og avgjørelser som er best for selskapet uten at disse over tid anses som forpliktende samarbeid.¹¹⁶ Den eksakte grensen for når et ordinært samarbeid går over til et forpliktende samarbeid kan derfor være utfordrende å trekke.

4.2.3 Krav om at samarbeidet gjør bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument

Videre stiller ordlyden krav til at samarbeidet må innebære å "gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument". Det finansielle instrumentet¹¹⁷ av særlig interesse for oppgaven er aksjer, som er et omsettelig verdipapir, jf. vphl. § 2-2 (1) nr. 1. Opsjoner, bytteavtaler og andre derivatkontrakter regnes også som finansielle instrumenter.¹¹⁸ Disse finansielle instrumentenes påvirkning på anvendelsen av vphl. § 2-5 nr. 5 behandles nærmere i kapittel 4.4.2.

¹¹³ Bergo (2014) s. 90.

¹¹⁴ Direktiv 2004/25/EF art 2 (1) (d).

¹¹⁵ OBKN-2003-1.

¹¹⁶ Bergo (2014) s. 90.

¹¹⁷ Vphl. §§ 2-2 (1), 2-4.

¹¹⁸ Vphl. § 2-2 (1) nr. 4 og 5.

Det er først når aksjonærrettighetene man har som "eier" utøves, at det er tale om forpliktende samarbeid. I selskapsretten deles aksjonærrettighetene inn i økonomiske- og organisatoriske rettigheter.¹¹⁹ De økonomiske rettighetene omfatter typisk retten til utbytte¹²⁰ og tilbakebetaling ved kapitalnedsettelse¹²¹ mv. Organisatoriske rettigheter vil typisk være retten til å møte,¹²² stemme¹²³ og utøve andre rettigheter på generalforsamlingen. Stemmeretten er den aksjonærrettigheten av størst interesse for aksjonærenes handlingsrom til å samarbeide og redegjøres derfor nærmere for i det følgende.

Siden selskaper styres gjennom flertallsbeslutninger i generalforsamlingen og av selskapets styre,¹²⁴ medvirker aksjonærene i beslutningene som tas i selskapet primært gjennom utøvelse av stemmeretten. Stemmerettssamarbeid er samarbeid om utøvelsen av stemmeretten i generalforsamling. I norske lovforarbeider er det ingen retningslinjer eller en eksplisitt opprømsing av hvilke typer stemmerettssamarbeid i generalforsamling mv. som ikke i seg selv fører til konsolidering.

ESMA's "Whitelist"¹²⁵ nevner en rekke typer stemmerettssamarbeid som i utgangspunktet ikke i seg selv bør danne grunnlag for konsolidering. Dette gjelder blant annet samarbeid om å stemme over anskaffelse eller salg av eiendeler,¹²⁶ kapitalforhøyelse,¹²⁷ utdeling av utbytte, og ¹²⁸ utnevning eller fjerning av revisor.¹²⁹ Det er imidlertid særlig stemmerettssamarbeid ved valg av medlemmer i styret som kan være problematisk i praksis. Dette behandles nærmere i kapittel 4.4.3. Årsaken til at stemmerettssamarbeid blir fremhevet og problematisert er nettopp at vedtak og avgjørelser i generalforsamling er bestemmende for selskapets drift.

I tidligere praksis var det tvilsomt om *samarbeid gjennom å erverve aksjer* var å gjøre bruk av en aksjonærrettigheter. Med ervervsamarbeid menes samarbeid som kun går ut på å erverve aksjer i et selskap. Isolert sett er ikke selve muligheten til å erverve og selge aksjer en rettighet som utledes fra det å være "eier" av en aksje, og derfor heller ikke en aksjonærrettighet. Muligheten til å erverve aksjer i et notert selskap på en markedsplass eksisterer uavhengig av

¹¹⁹ Woxholth (2014) s. 55.

¹²⁰ Asal. § 8-3.

¹²¹ Asal. § 12-1 (1) nr. 2.

¹²² Asal. § 5-2.

¹²³ Asal. § 5-4.

¹²⁴ Asal §§ 5-1 (1), 5-17, 6-12.

¹²⁵ Se kapittel 1.3.

¹²⁶ ESMA/2014/677-REV pkt. 4.1 (d) (A) (ii).

¹²⁷ Ibid pkt. 4.1 (d) (A) (iv).

¹²⁸ Ibid pkt. 4.1 (d) (A) (v).

¹²⁹ Ibid pkt. 4.1 (d) (A) (vi).

tidligere aksjeinnehav i selskapet. Oppfatningen i gjeldene rett er likevel at aksjeerverv uansett vil ha en direkte eller indirekte tilknytning til stemmeretten i et selskap.¹³⁰ Dette er på grunn av at samarbeid som går ut på å erverve aksjer, hindrer andre i å kjøpe de bestemte aksjene, som igjen påvirker deres mulighet til å få et eventuelt flertall på generalforsamlingen.¹³¹ Ellers kan retten til å kjøpe og selge aksjer i et selskap også anses som en underkategori av økonomiske rettigheter, en disposisjonsrett.¹³²

Vilkåret om utøvelse av aksjonærrettigheter er særlig egnet til å skille forpliktende samarbeid fra ordinære aksjonærsamarbeid. Utøvelsen av aksjonærrettigheter etterlater normalt skriftlig materiale, eksempelvis at det skal føres protokoll for hver generalforsamling¹³³ hvor blant annet aksjonærene som møter skal nedtegnes.¹³⁴ Dette fører til at det er mulig å etterprøve hvorvidt et samarbeid mellom aksjonærer har gått ut på utøvelse av aksjonærrettigheter eller ikke.

4.2.4 Om samarbeid som vanskeliggjør eller hindrer et tilbud

Avslutningsvis i vphl. § 2-5 nr. 5 følger reguleringen av forhindreingsamarbeid, altså samarbeid som vanskeliggjør eller hindrer et tilbud.

Av ordlyden følger "herunder samarbeid der tilbud vanskeliggjøres eller hindres". Ordet *herunder* brukes typisk før oppramsing av typetilfeller som er omfattet av en bestemt kategori. Ut ifra ordlyden virker det som at forhindreingsamarbeid er et eksempel på en type *forpliktende samarbeid*. I Takeoverdirektivet art. 2 (1) (d) er forhindreingsamarbeid klart atskilt fra samarbeid med sikte på å ta over kontrollen i målselskapet. Av direktivteksten følger at samarbeid "aimed at either acquiring control of the offeree company or at frustrating a bid" er omfattet. Ved bruk av "aimed at either" og "or" er det klart at det skilles mellom to typer samarbeid i direktivet. Dette følger ikke direkte av ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 at det finnes to selvstendige typer samarbeid. Lovgiver mente at nærståendealternativet i vphl. 1997 § 1-4 nr. 5 allerede oppfylte direktivets krav, slik at det ikke ble ansett som nødvendig å gjennomføre direktivets ordlyd "ord for ord" i vphl. § 2-5 nr. 5.¹³⁵

For at forhindreingsamarbeidet skal falle inn under ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5, må samarbeidet gå ut på å forhindre "et tilbud". Ordlyden presiserer ikke hvor håndfast, realistisk eller nært

¹³⁰ LB-2008-27119.

¹³¹ LB-2008-27119.

¹³² Woxholth (2014) s. 55.

¹³³ Asal. § 5-16.

¹³⁴ Asal. § 5-13.

¹³⁵ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 368.

forestående tilbudet må være. Bruken av preposisjonen "et" viser at det må være mulig å identifisere et bestemt tilbud for å kunne forhindre dette. Etter forarbeidene¹³⁶ er kun de tilbud som går ut på (eller forsøk på) å erverve en kontrollerende andel i et selskap som er omfattet av ordlyden "et tilbud". Dette samsvarer med direktivets definisjon av et tilbud som er "a public offer (...) which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company."¹³⁷ Grunnlaget for konsolidering forekommer etter direktivet kun når det er tale om å forhindre et konkret tilbud som er offentlig kjent, typisk gjennom børsmelding fra målselskapet. Det kan synes om at samarbeid om å forhindre en annen å ta over kontrollen, uten at det foreligger et slikt tilbud, ikke regnes som forhindringsamarbeid. I *Eastern Drilling-saken* ble det imidlertid ikke lagt vekt på at tilbudet til konkurrenten i saken ikke oppfylte bestemte formkrav. Lagmannsretten mente at "[d]et avgjørende må være om andre interessenter gjør et reelt fremstøt for å etablere kontroll over målselskapet, og om dette faktisk søkes motvirket ved bruk av de aktuelle virkemidler".¹³⁸ I denne saken var det ikke et formelt tilbud etter reglene i verdipapirhandelloven, men tale om tilbud fra en konkurrent gjennom et verdipapirforetak.

Hvorvidt bruken av ordet "herunder" sikter til at et forhindringsamarbeid etter norsk rett må gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument og ha som formål å overta kontrollen i tillegg er uklart. Etter ordlyden i direktivet behøver ikke et forhindringsamarbeid å ha som formål å ta over kontrollen i selskapet eller å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument. Etter direktivet vil forhindringsamarbeid mellom to aksjonærer med eierposter på henholdsvis 12 % og 21 % danne grunnlag for konsolidering uten at disse har en etterfølgende avtale om aksjonærsamarbeid eller en hensikt om å ta over kontrollen i selskapet. Det kan virke som handlingsrommet aksjonærene har til å samarbeide om å forhindre et oppkjøp er snevert etter direktivet siden det ikke er oppstilt noen tilleggsvilkår. Det er tilstrekkelig at samarbeidet går ut på å "frustrating a bid".¹³⁹ Utover ordlyden og korte uttalelser i forarbeidene¹⁴⁰ er det ikke praksis knyttet til rekkevidden av forhindringsamarbeid i norsk rett.

Siden det ikke er ment å være noe motsetning mellom direktivet og den norske lovteksten, kreves det antageligvis ikke at de øvrige vilkårene knyttet til samarbeid om overtakelse av kontroll også er oppfylt for forhindringsamarbeid. Problemstillingen er svært interessant etter som forhindringsamarbeid i stor grad vil kunne hindre omgåelser av tilbudspliktreglene. På

¹³⁶ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 368.

¹³⁷ Direktiv 2004/25/EF art. 2 (1) (a).

¹³⁸ LB-2008-27119.

¹³⁹ Direktiv 2004/25/EF art. 2 (1) (d).

¹⁴⁰ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 368.

den andre siden vil forhindringsamarbeid uten noen andre tilleggsvilkår virke for inngripende på aksjonærenes handlingsrom, og det kan bli utfordringer knyttet til å trekke opp grensene for hva som faller innenfor og utenfor *forhindringsamarbeid*. Ettersom rettskildene ikke er samstemte på dette området, diskuteres ikke dette nærmere.

4.2.5 Oppsummering

Utgangspunktene for et forpliktende samarbeid er for det første at samarbeidet må ha som mål å ta over kontrollen i selskapet ut ifra en felles og koordinert opptreden mellom samarbeidende aksjonærer. For det andre må det påvises en avtale mellom aksjonærene, enten skriftlig, muntlig eller stilltiende. For det tredje må samarbeidet gå ut på å gjøre bruk av aksjonærrettigheter og til slutt er utgangspunktet at samarbeidet skal være langsiktig. Kortsiktige og enkeltstående samarbeid omfattes kun om det kan påvises et bredere samarbeid mellom aksjonærene.

4.3 Om bevisterskel, bevisvurdering og saksbehandling

Vphl. § 2-5 nr. 5 sier at "[d]et må antas" at aksjonærene har et forpliktende samarbeid, for at de skal konsolideres. Ordlyden oppstiller her en bevisterskel. Det kan synes som om formuleringen "må antas" stiller opp en bevisterskel som avviker fra den alminnelige bevisterskelen i sivilretten. Det kan virke som det er tilstrekkelig med antagelser om at vilkårene etter bestemmelsen er oppfylt, selv om det også er sterke momenter i den konkrete sak som taler imot en slik konklusjon. Bevisterskelen etter vphl. § 2-5 nr. 5 har vært problematisert i praksis. Tingretten anerkjente i *Eastern Drilling-saken*¹⁴¹ at ordlyden i vphl. 1997 § 1-4 nr. 5 var uklar på dette punkt.¹⁴² Det ble uttalt at bevisterskelen må fastsettes ut ifra sammenhengen med lovens øvrige ordlyd.¹⁴³ Etter en slik drøftelse, kom retten frem til at ordlyden "neppe er tilsett å fravike det alminnelige krav om sannsynlighetsovervekt."¹⁴⁴ Sannsynlighetsovervekt betyr over 50 % sannsynlighet for noe. Dette betyr at så lenge det er mer sannsynlig at aksjonærene har opptrådt koordinert med sikte på å ta over kontrollen i målselskapet kan de konsolideres. Det er ikke tilstrekkelig med antagelser om forpliktende samarbeid. Den alminnelige bevisterskelen i sivilretten er også gjennomgående praktisert i børsens praksis¹⁴⁵ og anses ikke der som tvilsom.

¹⁴¹ TOSLO-2007-39572 punkt 2.2.

¹⁴² I.c.

¹⁴³ I.c.

¹⁴⁴ I.c.

¹⁴⁵ Blant annet i OBKN-2002-3: "Børsen har bevisbyrden for at det foreligger grunnlag for konsolidering, hvilket innebærer at de foreliggende omstendigheter etter børsens oppfatning må medføre sannsynlighetsovervekt (mer enn 50 % sannsynlig) for at partene har et «forpliktende samarbeide» om utøvelse av eierrettighetene".

For å komme over bevisterskelen må det bevises at det foreligger et forpliktende samarbeid etter objektive kriterier.¹⁴⁶ Hvilke objektive momenter som kan vektlegges vil variere og omfanget av momenter kan være stort. Dette kan føre til usikkerheter for aksjonærer som samarbeider, men det er heller ikke hensiktsmessig å oppstille en liste over objektive momenter som er av relevans for vurderingen. Da vil fleksibiliteten til tilbudsmyndigheten å fange opp omgørelser av regelverket reduseres. Videre er de aksjonærsamarbeid som vurderes etter vphl. § 2-5 nr. 5 er ofte faktumtunge og innebærer gjennomgang av store mengder bevismateriale som trekker i begge retninger. Kombinert med at saksbehandlingen i Oslo Børs og Børsklagenemnden er skriftlig,¹⁴⁷ kan det for aksjonærene som har et samarbeid til vurdering av tilbudsmyndigheten være utfordrende å forsvare seg og få belyst sin side av saken tilstrekkelig.

Det er spesielt utfordrende for aksjonærer å forsvare sitt samarbeid når tilbudsmyndigheten mener at grunnlaget for konsolidering av aksjonærene er sammensatt av flere ulike avtaler. I slike tilfeller kreves det innsamling og gjennomgang av store mengder bevis for de aksjonærer som er uenige i at de har et forpliktende samarbeid. I tillegg til at saksbehandlingen er skriftlig, er det også kun klagefrist på to uker på vedtak fattet av Oslo Børs.¹⁴⁸ Videre er det stilt særskilte krav til klagens innhold, blant annet at den skal "inneholde en fullstendig redegjørelse for de feil i rettsanvendelsen, faktiske forhold eller saksbehandling som det gjøres gjeldende at foreligger i det vedtaket som er påklaget".¹⁴⁹ Til sammenligning er den alminnelige klagefristen etter forvaltningsloven på tre uker¹⁵⁰ og det stilles få krav til klagens form og innhold.¹⁵¹ Siden vedtak om tilbudsplikt har så store økonomiske konsekvenser, kan det spørres om de strengere saksbehandlingsregler med kortere frister og høyere krav til partenes involvering i saken er betryggende nok for aksjonærer som har et samarbeid under vurdering av tilbudsmyndigheten. Siden bevisterskelen ikke er høyere enn alminnelig sannsynlighetsovervekt, kan det også være vanskelig for aksjonærer å bedømme på forhånd hvilke momenter som blir vektlagt i bevisvurderingen og eventuelt hvilken vekt ulike momenter blir tillagt. Nedenfor følger derfor en gjennomgang av ulike momenter/typetilfeller som inngår i den objektive vurderingen.

¹⁴⁶ NOU 1996: 2 side 11.

¹⁴⁷ Verdipapirforskriften § 12-5, jf. fvl. § 23.

¹⁴⁸ Verdipapirforskriften § 12-5 (3).

¹⁴⁹ Verdipapirforskriften § 12-5 (3).

¹⁵⁰ Fvl. § 29 (1).

¹⁵¹ Fvl. § 32.

4.4 Momenter/typetilfeller som inngår i den objektive vurderingen

4.4.1 Introduksjon

Dette delkapittelet er en utdyping av utgangspunktene skissert i kapittel 4.2. Her skal det redegjøres for utvalgte momenter og typetilfeller som har blitt vektlagt i praksis og brukt som objektive kriterier i vurderingen av om et samarbeid danner grunnlag for konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Siden hver sak om konsolidering av samarbeidende aksjonærer er knyttet tett opp mot faktum vil det ikke være like klart hvilken relevans og vekt hvert enkelt moment og typetilfelle vil ha utover den konkrete sak. Siden avgjørelser om konsolidering vil bero på en samlet vurdering av objektive momenter vil uansett vekten av hvert moment i avveilingen for og imot konsolidering variere. En gjennomgang av momentene vil uansett kunne fungere som retningslinjer for hvilket handlingsrom aksjonærer har til å samarbeide uten å bli rammet av vphl. § 2-5 nr. 5.

4.4.1.1 Eastern Drilling-saken

Før gjennomgangen av momenter og typetilfeller som blir vektlagt i den nærmere vurderingen, bør det redegjøres det for faktum i Eastern Drilling-saken som redegjort for i lagmannsrettens dom.¹⁵² Saken gjaldt rekkevidden av vphl. 1997 § 1-4 nr. 5. Dommens slutning og begrunnelse er relevant for vphl. § 2-5 nr. 5 siden rettstilstanden er videreført.¹⁵³ Saken brukes aktivt i den videre fremstillingen siden det er få avgjørelser på rettsområdet i tillegg til at det er avgjørelsen på rettsområdet med høyest rettskildemessig vekt.¹⁵⁴

Selskapet Ocean Rig forsøkte å kjøpe minst 50 % av aksjene i målselskapet, Eastern Drilling og gjorde to separate forsøk på å oppnå dette. Det var først i det andre forsøket, som løp fra 5.-7. april 2006 at det ble offentlig kjent at Ocean Rig var tilbyder bak tilbudet. Det ble senere kjent at en av aksjonærene i målselskapet, SeaDrill, med eierandel på 39,75 % av stemmene, den 6. april hadde inngått den første av totalt åtte Total Return Swap-avtaler (TRS-avtaler) med et verdipapirforetak (Carnegie). Den første TRS-avtalen ble altså inngått mens Ocean Rig sitt tilbud fortsatt kunne aksepteres og gjaldt omtrent 2,5 % av aksjene i Eastern Drilling. De åtte TRS-avtalene utgjorde totalt 11 % av aksjene i Eastern Drilling på "fullt utvannet basis".¹⁵⁵

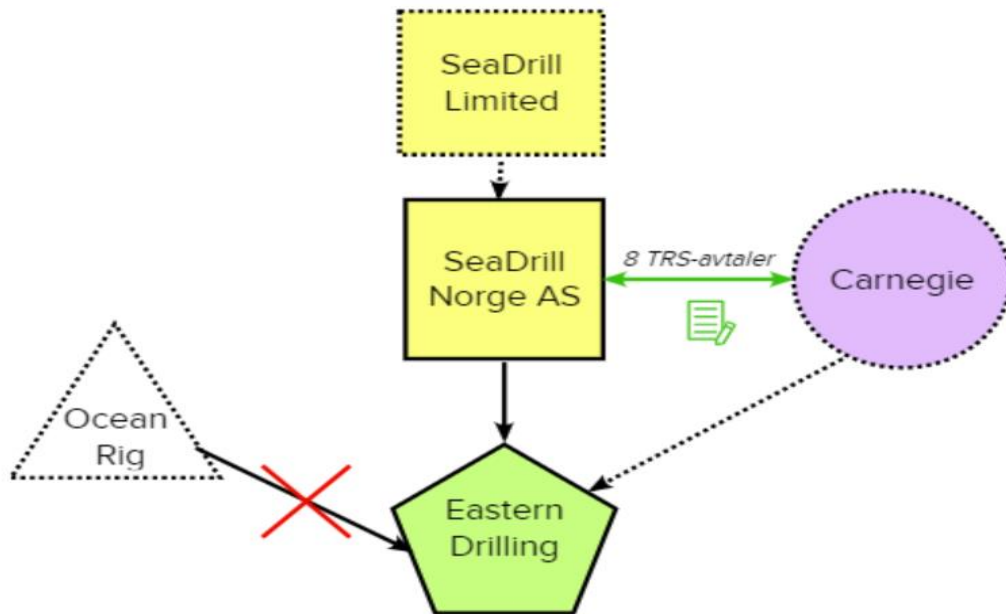
Nedenfor følger en illustrasjon av situasjonen i saken:

¹⁵² LB-2008-27119.

¹⁵³ Se kapittel 1.3 om rettskildebildet.

¹⁵⁴ I.c.

¹⁵⁵ LB-2008-27119.



En TRS-avtale, er en type finansiell derivatavtale. Et derivat er et avledet produkt med referanse til en underliggende størrelse,¹⁵⁶ og i dette tilfellet er den underliggende størrelsen aksjer. "En derivatavtale gir altså innehaveren av derivatet en økonomisk eksponering mot den underliggende eiendelen, uten at man overfører eiendomsretten til den underliggende eiendelen på det tidspunkt derivatavtalen inngås"¹⁵⁷. Det skjer ingen overdragelse av aksjene i en TRS-avtale, og avtalen gjøres opp rent finansielt. Slike avtaler er å anse som "et veddemål på kursutviklingen" og er "således bare rasjonell i seg selv dersom kjøper av risikoen forventer kursstigning i avtaleperioden"¹⁵⁸. Verdipapirforetaket (her Carnegie) blir fri for risiko mens avtalene løper ved erverv av sikringsaksje/hedge ved å kjøpe det samme antallet av den underliggende aksjen som er kontrahert i derivatavtalen.¹⁵⁹ Kjøperen av risikoen (her SeaDrill) må i tillegg betale provisjon og renter ved avtalens utløp. For kjøper av risikoen vil avtalen kunne sikre gevinst ved kursstigning, uten at aksjene faktisk må erverves. Videre er man sikret mot kursøkning av aksjen på markedet mens avtalen løper. Virkningen av at det erverves sikringsaksjer, er at disse aksjene ikke kan erverves av noen andre mens TRS-avtalen løper og blir "parkert".¹⁶⁰

Til tross for at TRS-avtaler i seg selv ikke fører til grunnlag for konsolidering, ble TRS-avtalene og samarbeidet mellom SeaDrill og Carnegie ansett for å danne grunnlag for konso-

¹⁵⁶ NOU 1996:2 s. 162.

¹⁵⁷ Aabø-Evensen (2011) s. 1083.

¹⁵⁸ LB-2008-27119.

¹⁵⁹ Aabø-Evensen (2011) s. 1085.

¹⁶⁰ LB-2008-27119.

lidering i alle instanser. Etter en samlet vurdering kom lagmannsretten til at "det finnes en overvekt av indikasjoner for at siktemålet fra SeaDrills side var et ganske annet".¹⁶¹ Inngåelsen av de konkrete TRS-avtalene ble av lagmannsretten ansett med formål for å ta over kontrollen i målselskapet og ikke ut ifra finansielle motiver og veddemål om at kursen i Eastern Drilling ville stige.

De nærmere objektive momenter som inngikk i den konkrete vurderingen av konsolidering spørsmålet i saken behandles i den videre fremstillingen.

4.4.2 Avtaler som ledd i planleggingen av oppkjøp

4.4.2.1 Introduksjon

Under dette delkapitlet skal det redegjøres for avtaler som ledd i planleggingen av oppkjøp som et typetilfelle og hvordan vurderingen av slike avtaler er etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Aksjonærrettigheter kan skilles fra selve aksjeinnehavet og lånes ut i en lengre eller kortere periode under gitte forutsetninger. Dette kan gjelde eksempelvis stemmeretten¹⁶² og retten til utbytte.¹⁶³ En kan også inngå avtaler som binder opp noens disposisjon over sine aksjer på en bestemt måte.¹⁶⁴ Slike avtaler kan være finansielt lønnsomme og bør kunne inngås uten at de i seg selv rammes av tilbudspliktreglene. Avtaler som binder opp aksjonærrettigheter eller legger føringer for hvordan aksjene skal disponeres har en side til avtaler som inngås i ledd av planleggingen av et oppkjøp.

Bruken av slike avtaler er drøftet i lovforarbeidene:

[k]onkrete avtaler som f.eks. opsjoner, må etter utvalgets syn betraktes som naturlig og nødvendig del av en oppkjøpsstrategi. Det vises til at denne fremgangsmåten har vært benyttet ved flere store selskapsoppkjøp (...) uten at dette etter det utvalget er kjent med, har medført problemer for minoritetsaksjonærene når oppkjøpet først gjennomføres.¹⁶⁵

Det er altså ikke uvanlig at potensielle tilbydere planlegger oppkjøpsprosessen på forhånd. Spredning av informasjon om et potensielt oppkjøp av et notert selskap på et for tidlig sta-

¹⁶¹ LB-2008-27119.

¹⁶² Stemmeretten og andre organisatoriske rettigheter kan bare utskilles i en fullmakt som kan gjenkalles til enhver tid, jf. asal. § 5-2 (2) 4.pkt. og Andenæs (2016) s. 134.

¹⁶³ Asal. § 8-3 (2).

¹⁶⁴ Andenæs (2016) s. 134.

¹⁶⁵ NOU 1996: 2 s. 114.

dium vil kunne bidra til å presse aksjekursen på markedet oppover og dermed gjøre hele oppkjøpsprosessen mer kostbar.¹⁶⁶ En utbredt strategi i planleggingen av oppkjøp er å forhandle frem avtaler med andre større aksjonærer i målselskapet gjennom direkte samtaler. Inngåelse av slike avtaler, enten gjennom forhåndsaksepter, opsjonsavtaler eller andre lignende avtaleformer, har derfor stor praktisk betydning. Adgangen til å inngå disse avtalene gir forutsigbarhet og fleksibilitet til potensielle tilbydere og investorer, men kan til gjengjeld også gå på bekostning av minoritetsaksjonærenes tilgang på kontrollpremie og rettferdig tilbudspris. Disse avtalene skiller seg fra de rene samarbeidsavtalene hvor det er klart at formålet er å overta kontrollen i målselskapet. Ingen avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp fører i seg selv til konsolidering.¹⁶⁷

Avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp som eventuelt binder opp aksjonærrettigheter eller aksjonærens mulighet til å disponere over aksjen har en side til flaggeplikten.¹⁶⁸ Alt ettersom hvor sterke bindingene er etter den konkrete avtalen, kan det hende at rettighetene som følger av avtalen må flagges og gjøres offentlig kjent. Først og fremst gjelder dette ved ubetingede avtaler,¹⁶⁹ hvor avtalepartene ikke kan trekke seg fra avtalen. Normalt vil de fleste avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp være utformet på en slik måte at de ikke fører til flaggeplikt, nettopp for å unngå å spre informasjon om potensielle planer om oppkjøp.

Videre kan slike avtaler hviske ut de tradisjonelle grensene for hva som anses som et "ervert" eller en avtale i verdipapirrettslig forstand. Tilbudsmyndigheten er derfor gitt en diskresjonær adgang til å pålegge tilbudsplikt "dersom ervert av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt ervert av aksjene", jf. verdipapirforskriften § 6-11 (1). Dette fulgte tidligere av vphl. 1997 § 4-1 (4). Et reelt ervert vil si et ervert som "reelt og økonomisk er likestilt med ervert".¹⁷⁰

I *Havila-saken*¹⁷¹ var det inngått en opsjonsavtale mellom to aksjonærer med eierandeler på 38,9 % (Groupe Bourbon) og 11,4 % (Borgstein) i målselskapet Havila Supply ASA. En opsjonsavtale i relasjon til tilbudsplikten er når kjøperen av opsjonen (her Groupe Bourbon) har en rett, men ikke en plikt til å innfri avtalen.¹⁷² Oslo Børs mente at opsjonsavtalen mellom aksjonærene skulle likestilles med et *reelt ervert* på grunn av de underliggende realiteter i

¹⁶⁶ Aabø-Evensen (2011) s. 1065.

¹⁶⁷ NOU 1996: 2 s. 114.

¹⁶⁸ Se om flaggeplikt i kapittel 3.2.

¹⁶⁹ Tjaum (2014) s. 101.

¹⁷⁰ Innst.O.nr.83 (1996–1997) s. 114.

¹⁷¹ OBS-2003-2.

¹⁷² NOU 1996:2 s. 162.

avtalen ga en så sterk innvirkning på partens bruk av aksjonærrettighetene at Groupe Bourbon reelt sett måtte anses som å ha ervervet de organisatoriske rettighetene til aksjene til Borgstein. Om sammenhengen mellom avtaler som likestilles med reelt erverv og konsolidering (etter vphl. 1997) ble det uttalt at konsolidering kan forekomme uavhengig av reguleringen av ervervsbegrepet i loven.¹⁷³ Forskjellen ligger i at en avtale som likestilles med et reelt erverv beror på tolkning av den skriftlige avtalen alene. For å konsolidere kreves det i tillegg andre objektive momenter som tilsier at aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid. I denne saken var det uten betydning at opsjonsavtalen ikke var innløst og at Borgstein formelt sett hadde stemmerettighetene sine i behold. Det gjøres oppmerksom på at denne konkrete opsjonsavtalen skiller seg fra andre alminnelige forhåndsakseptavtaler og opsjonsavtaler ettersom avtalen i seg selv ble ansett som et reelt erverv.

Typisk inngås avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp når den potensielle tilbyderens egen aksjebeholdning i selskapet er under tilbudsgrensen. Slike avtaler brukes ofte i kombinasjon med frivillige tilbud.¹⁷⁴ Dette var senest tilfellet ved DNB Bank ASA sitt frivillige tilbud om kjøp av aksjene i SBanken ASA som ble offentligjort den 15. april 2021.¹⁷⁵ I det frivillige tilbudet var det satt som betingelse at: "gyldig aksept av tilbudet fra berettigede aksjonærer i Sbanken i et slikt omfang at DnB blir eier av Aksjer som representerer mer enn 90 prosent av utstedte aksjer og stemmerettigheter i Sbanken".¹⁷⁶ Det ble også i samme børsmelding opplyst om at DNB hadde innhentet forhåndsaksepter av aksjonærer som til sammen representerte omtrent 29 % av stemmene i Sbanken. I dette frivillige tilbudet ble det både satt en betingelse om akseptgrad og innhentet forhåndsaksepter som ledd i planleggingen av oppkjøpet.

Hvordan aksjonærs rettigheter og plikter er regulert i en konkret aksjonæravtale kan derfor variere. Aksjonærenes handlingsrom til å samarbeide ved bruk av slike avtaler er i utgangspunktet ubegrenset, med mindre avtalen ut i fra de samlede omstendighetene er inngått for å ta over kontrollen i selskapet. Grensen mellom avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp og forpliktende samarbeid må trekkes opp for hvert enkelt tilfelle, og da spesielt på bakgrunn av å tolke formålet med avtalen og hvor sterke bindingene mellom aksjonærene etter avtalen virker.

¹⁷³ NOU 1996:2 s. 114.

¹⁷⁴ Se om frivillig tilbud under kapittel 3.

¹⁷⁵ DNB ASA (2021).

¹⁷⁶ I.c.

4.4.2.2 Om tolkning av formålet til avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp

Hva som er det reelle formålet bak inngåelsen av avtaler som ledd i planleggingen av oppkjøp må fastlegges gjennom tolkningen av avtalen og omstendighetene forøvrig. Normalt er det aksjonærene selv som må flagge dannelsen av en konsolidert gruppe.¹⁷⁷ I saker om konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5 vil de færreste aksjonærer mene at de skal konsolideres på egen hånd. Konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5 krever derfor ofte vedtak eller uttalelse fra tilbudsmyndigheten. Det er altså først og fremst når det er uenighet mellom aksjonærene og tilbudsmyndigheten om formålet til avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp, at spørsmålet blir satt på spissen.

Det skriftlige avtalegrunnlaget og aksjonærenes subjektive oppfatning av formålet med å inngå avtalen er sentrale momenter ved tilbudsmyndighetens tolkning av samarbeidet. Aksjonærenes egen subjektive oppfatning av avtalens formål må imidlertid ha dekning i objektive momenter for å vektlegges. Det er nettopp de objektive momenter som er avgjørende for å vurdere hvorvidt en avtale og omstendighetene rundt i realiteten er et forpliktende samarbeid.

Etterfølgende forhold¹⁷⁸ kan kaste lys over avtalens reelle formål og partenes motivasjon for å inngå avtalen ved å tolke avtalens faktiske virkning. Utfordringen ved bruk av etterfølgende forhold som et tolkningsmoment, er at vurderingen av avtalen lett kan skli over i å bli en vurdering av virkningen av samarbeidet, enn en vurdering av om samarbeidet er inngått for å ta over kontrollen i målselskapet. Det er ikke i alle tilfeller like klart ut i fra rettspraksis og vedtak når det avgjørende i vurderingen er hvordan avtalen faktisk virker eller om det avgjørende er at formålet i avtalen må være å ta over kontrollen i målselskapet. Imidlertid er nettopp etterfølgende forhold og hvordan avtalen har virket det tolkningsmomentet som egner seg best til å kaste lys over det reelle formålet bak avtalen.

Videre kan forholdene på markedet og rundt den konkrete aksjen for øvrig, og da særlig prisen på aksjene, den generelle etterspørselen etter aksjen og tidspunktet for inngåelsen av avtalen være momenter som kan belyse formålet med å inngå avtalen. Når avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp er inngått etter markedskurs og hvor det kan påvises at avtalen er forretningsmessig lønnsom for begge aksjonærer er avtalen normalt innenfor handlingsrommet aksjonærene har til å samarbeide. Motsatt er det hvis etterspørselen etter aksjene i målselskapet er høy og aksjene omsettes sjeldent eller er vanskelige å få tak i. Da vil avtaler som binder opp deler av aksjeholdningen i målselskapet lettere danne grunnlag for konsolidering.

¹⁷⁷ Verdipapirforskriften § 4-3 (e).

¹⁷⁸ Giertsen (2014) s. 126.

I *Havila-saken* mente Borgstein (aksjonæren med eierandel på 11,4%) at motivasjonen for inngåelsen av avtalen var å sikre "en stabil prisfastsettelse på aksjene i et sterkt volatilt aksjemarked".¹⁷⁹ I *Eastern Drilling-saken* mente SeaDrill at inngåelsene av TRS-avtalene med Carnegie var motivert av de forventet kursøkning mens avtalene løp og derfor økonomisk lønnsomme. I begge disse sakene mente de samarbeidende aksjonærer at formålet med inngåelsene av avtalene ikke var for å ta over kontrollen i selskapet, men heller på grunn av at avtalene i seg selv ble sett på som gode økonomiske investeringer, noe tilbudsmyndigheten ikke var enige i.

I *Sinvest-saken*¹⁸⁰, hadde en av Sinvest' hovedaksjonærer, Aban Singapore Pte Ltd (Aban) gjennom ett datterselskap inngått to forskjellige TRS-avtaler. Avtalene var inngått med et verdipapirforetak og en bank, hvor sikringsaksjene utgjorde 8,5 % av aksjene i selskapet. Aban eide 39,9 % av aksjene i Sinvest på tidspunktene avtalene ble inngått (avgjort etter vphl. 1997). Tilbudsmyndigheten mente at TRS-avtalene og de andre objektive momenter i saken samlet sett dannet grunnlag for konsolidering. Det ble lagt vekt på at avtalene var inngått til høye aksjekurser og at tidspunktet for inngåelsen av den ene avtalen var etter kjennskap til et konkurrerende tilbud. Videre mente Børsklagenemden at verdipapirforetaket og banken var profesjonelle aktører som måtte ha forstått hva den reelle virkningen av disse avtalene var. Det ble også bevist at partene seg imellom var innforståtte med at Aban inngikk avtalene for å unngå å måtte by på Sinvest. Det ble videre lagt vekt på at verdipapirforetaket og banken trolig ikke hadde en reell eierinteresse i aksjene, siden avtalene ble inngått for å få utbetalt provisjon og renter etter TRS-avtalene. Verdipapirforetaket og banken ville derfor antageligvis ikke ha stemt for aksjene på generalforsamling ut ifra egeninteresse. Momenter som talte mot konsolidering var det formelle innholdet i TRS-avtalene og det faktum at Aban ikke hadde noen plikt til å erverve sikringsaksjene ved avtalenes utløp.

Når en konkret avtale etter objektive kriterier ikke anses som en god økonomisk investering, må det tungtveiende objektive momenter til for å bevise at formålet med inngåelsen av avtalen ikke er for å ta over kontrollen i målselskapet. For aksjonærer i et notert selskap og selskaper generelt er profittinteressen en tungtveiende interesse bak inngåelsen av enhver avtale. Når en avtale som binder opp ytterligere aksjer i det aktuelle noterte selskapet ikke er økonomisk lønnsom i seg selv, kan det spørres om hva som er den faktiske motivasjonen for å inngå en slik avtale. Eksempelvis vil muligheten til å kunne kjøpe et notert selskap på et gunstig tidspunkt på sikt, kunne være økonomisk lønnsomt. Imidlertid kan det virke som at den konk-

¹⁷⁹ OBS-2003-3.

¹⁸⁰ OBKN-2006-7.

rete avtalen i seg selv også må kunne forsvares økonomisk, for å bevise at formålet med inngåelsen av avtalen ikke er for å ta over kontrollen i selskapet

I *Eastern-Drilling-saken* ble det uttalt at "Det har formodningen mot seg at SeaDrill involverte seg i TRS-avtalene ut fra et rent finansielt motiv"¹⁸¹ ettersom avtalene som følge av kursfall påførte SeaDrill et tap på rundt 60 millioner kroner. TRS-avtalene var derfor i seg selv ikke økonomisk lønnsomme for SeaDrill, imidlertid førte inngåelsen av disse avtalene til at SeaDrill kunne fremsette pliktig tilbud på et senere tidspunkt. At pliktig tilbud først ble frem satt fem måneder etter at TRS-avtalene ble inngått, førte til en besparelse på rundt 800 millioner kroner for SeaDrill. Dette illustrerer at SeaDrill ikke ble hørt med at TRS-avtalene var rent finansielt motiverte for selskapet, selv inngåelsen av avtalene førte til en besparing på 740 millioner kroner samlet sett.

For å finne frem til hva som er det reelle formålet bak inngåelsen av avtaler som ledd i planleggingen av oppkjøp beror derfor på en detaljert og sammensatt tolkning av samarbeidets virkning på målselskapet, eventuelle fordeler ved samarbeidet, tidspunktet for inngåelsen av avtalen og de objektive forholdene rundt avtaleinngåelsen for øvrig.

4.4.2.3 *Binder avtalen opp aksjonærrettighetene til motparten?*

Ett annet sentralt moment er hvorvidt den konkrete avtalen binder opp aksjonærrettighetene til avtalemotparten og i så fall på hvilken måte. Det er både av interesse hvor sterke bindingene er etter selve avtalegrunnlaget og hvor bundet avtalemotparten i en opsjonsavtale, derivatavtale, avtale om forhåndsaksept eller annen type avtale som ledd i planlegging av oppkjøp selv anser seg bundet, ut i fra den lojalitetsplikten i kontraktsforhold. Lojalitetsplikten i kontraktsforhold er plikten til å opptre lojalt overfor medkontrahenten om å oppfylle avtalen.¹⁸² Hvis avtalemotparten ikke har egne aksjonærinteresser i aksjene og/eller ville ha stemt lojalt i tråd med avtalen på generalforsamling er dette et moment som kan vektlegges i konsolideringsvurderingen.

Bindinger i selve avtalegrunnlaget knytter seg ofte til hvor forpliktet partene er til å selge eller erverve aksjer ved avtalens utløp. I *Eastern Drilling-saken* var ikke SeaDrill forpliktet til å kjøpe aksjene av Carnegie ved avtalens utløp. Carnegie kunne derfor disponere fritt over aksjene og selge disse til en tredjepart etter avtalen.¹⁸³ Man kan derfor si at bindingene etter den skriftlige avtalen ikke var så sterk i den saken. I *Aurora-saken* kunne ikke aksjene selges til andre enn BW, så lenge forhåndsaksepten var gjeldende. Etter avtalen var imidlertid alle ak-

¹⁸¹ LB-2008-27119.

¹⁸² Giertsen (2014) s. 189.

¹⁸³ OBKN-2006-6.

sjonærrettighetene, inkludert stemmeretten i behold. Isolert sett kan det virke som bindingen etter selve avtalegrunnlaget var sterkere i *Aurora-saken* enn i *Eastern Drilling-saken*, etter som både SeaDrill og Carnegies disposisjon over aksjene var ubundet ved avtalens utløp.

Bindinger som ikke springer ut ifra selve avtalegrunnlaget er mer utfordrende å bevise, og må vurderes ut ifra hvordan partene forholder seg til avtalen og om partene fortsatt har aksjonærrettighetene i behold.

Utgangspunktet er at et erverv av aksjer må innføres i aksjonærregisteret før rettighetene av aksjene kan utøves, jf. asal. § 4-2 (1). Det oppstår da et vakuum hvor hverken selger eller erverver har rett til å utøve rettighetene etter aksjene i tiden mellom tidligere aksjonær slettes i aksjonærregisteret og før den nye aksjonæren innføres. Denne bestemmelsen kodifiserer et allmennaksjerettslig prinsipp om at aksjonæren må ha reell eierinteresse i selskapet for å utøve aksjonærrettigheter, som stammer fra Rt-1966-1120 (Polaris). Dommen omhandlet spørsmålet om en tidligere aksjonær fortsatt hadde stemmerettighetene til aksjene i behold når avtale om salg av aksjene var inngått, men vederlaget for aksjene ikke var gjort opp. Høyesterett kom frem til at denne situasjonen avskåret både tidligere aksjonær og kjøper av aksjene fra å utøve aksjonærrettighetene, siden ingen av partene hadde reell eierinteresse i aksjene.

Denne rettstilstanden er siden Polaris-dommen blitt modifisert i asl. § 4-2 (2) hvor det er åpnet for å avtale at tidligere aksjonær kan fortsette å utøve aksjonærrettighetene frem til den nye aksjonæren er innført i aksjonærboken. I de fleste nyere aksjesalgavtaler er dermed situasjonen ovenfor regulert i avtalen. Diskusjonen om reell eierinteresse er trolig ikke like interessant etter aksjeselskapsretten, men kan bli satt på spissen ved tolkning av avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp som ikke nødvendigvis inneholder en slik regulering av aksjonærrettighetene. Ved slike avtaler mener typisk avtalepartene at selve inngåelsen av avtalen ikke medfører et erverv og derav heller ikke en overdragelse av aksjer, slik at spørsmålet om reell eierinteresse i aksjene fortsatt kan forekomme.

Videre er det også av interesse å vurdere hvorvidt bindinger etter en avtale som ledd i planlegging av oppkjøp øker den relative innflytelsen på generalforsamling. For alminnelige vedtak i generalforsamling kreves det kun flertall blant de aksjonærene som faktisk deltar i generalforsamlingen.¹⁸⁴ Dersom færre deltar på en generalforsamling økes innflytelsen til de øvrige aksjonærene som deltar eksponentielt. Derfor vil situasjonen når en aksjonær med en større eierpost velger å avstå fra å delta på generalforsamling eller ved å bruke stemmeretten sin til å

¹⁸⁴ Asal. §5-17 (1).

opptre lojalt til en annen aksjonær, øke denne aksjonærens muligheter til å få igjennom et alminnelig vedtak i generalforsamlingen.

I *Aurora-saken*¹⁸⁵ ble BW LPG Limited (BW) sitt frivillige tilbud om kjøp av aksjene i målselskapet, Aurora, godkjent av tilbudsmyndigheten i oktober 2016. Tilbudet ble gjennomført i desember 2016 med det resultat at BW fikk over 90 % av aksjene i Aurora. De resterende aksjene ble tvangsoverført og Aurora ble deretter tatt av børsen. Senere i 2019 ble det fremmet begjæring om omgjøring av godkjennelsen fra tidligere aksjonærer i Aurora. Bakgrunnen for begjæringen var BWs avtaler om forhåndsaksept med to aksjonærer som hadde eierandeler på henholdsvis 9,85 % og 4,39 % i Aurora. Avtalene innebar at aksjonærene forpliktet seg til å akseptere et eventuelt tilbud fremsatt av BW i tiden etter inngåelsen av avtalene. Klagerne anførte at forhåndsakseptavtalene førte til at aksjonæren Transpertol, avstod fra å delta på generalforsamling for å opptre lojalt mot avtalen med BW. Siden den absolutte klagefristen på ett år etter vedtaket som godkjente tilbudet var utløpt¹⁸⁶, ble saken avvist. Børsklagenemden tok derfor ikke stilling om BW og Transpertol skulle konsolideres etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Klagerne tok så ut et erstatningssøksmål mot BW, slik at det ble avholdt skjønnsak i Asker og Bærum tingrett mellom BW og en gruppe minoritetsaksjonærer om tilbudsprisen. I vphl. 6-22 (2) følger en særskilt hjemmel for at løsningssummen ved tvangsoverføring av aksjene kan være en annen enn tilbudsprisen for tilbudet dersom "særlige grunner tilsier en annen pris". Klagerne mente at innholdet i forhåndsakseptavtalene og omstendighetene for øvrig innebar at BW måtte anses som å ha ervervet aksjene bundet opp i avtalene eller at rettighetene til disse aksjene måtte anses som overført og dermed likestilles med et reelt erverv etter verdipapirforskriften § 6-11 (1) siden Transpertol ikke lenger hadde reell eierinteresse i aksjene. Subsidiært anførte klagerne at partene skulle konsolideres etter vphl. § 2-5 nr. 5. Hvis ett av disse anførte grunnlagene fører frem, ville tilbudsprisen ha blitt beregnet ut i fra den tidsperioden forhåndsakseptavtalene ble inngått. Da ville tilbudsprisen ha vært på 41 kroner per aksje i stedet for 16 kroner per aksje i det frivillige tilbudet som ble godkjent i 2016, jf. vphl. § 6-10 (4). Tingretten kom frem til at det ikke var særlige grunner for en annen innløsningspris for aksjene i Aurora og at forhåndsakseptavtalene ikke dannet grunnlag for konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 5. Overskjønnet ble behandlet i Borgarting lagmannsrett i månedsskiftet april/mai i år, men dom blir ikke avsagt før etter datoen for innlevering av denne oppgaven.

¹⁸⁵ OBKN-2019-2, OB-2019-8, Oslo Børs (2016).

¹⁸⁶ Verdipapirforskriften § 12-5 (1), jf. fvl. § 31 (4).

Klagerne mente særlig at et vilkår i forhåndsakseptavtalene dannet grunnlag for konsolidering. Forhåndsakseptavtalene inneholdt et vilkår om at avtalemotpartene ikke skulle gjøre noe for å "obstruct", altså forhindre BW sitt tilbud:

10. We agree shall not take any actions that could obstruct the completion of the transactions contemplated by the Offer.¹⁸⁷

Dette var spesielt begrunnet i at Transpertol, med eierandel på 9,85 %, erkjente overfor selskapet å ikke delta eller stemme på en generalforsamling hvor spørsmålet var om selskapet skulle selge seks av ni skip. Minoritetsaksjonærene mente blant annet at Transpertol var under BWs kontroll ved å ikke delta på denne generalforsamlingen ved å handle lojalt til det overnevnte vilkåret i forhåndsakseptavtalen. Riktignok gikk salget av skipene i gjennom uten Transpertols deltakelse på generalforsamling og BW hadde heller ikke gitt noen instruks til Transpertol om hvordan deres aksjonærrettigheter skulle utøves. Det kunne derfor virke som Transpertol hadde handlet slik ut ifra egen oppfatning av avtalen med BW.

Hvor bundet aksjonærrettighetene er etter hver avtale kan dermed ha innvirkning på hvorvidt det er tale om reelt erverv jf. verdipapirforskriften § 6-11 (1). I *Havila-saken*, var det nettopp selve avtalegrunnlaget og virkningen etter opsjonsavtalen som førte til at tilbudsmyndigheten kom frem til at det var et reelt erverv. Videre har det virkning på vurderingen etter vphl. § 2-5 nr. 5 siden sterke bindinger etter en avtale kan føre til at en aksjonær i realiteten bestemmer over flere aksjonærrettigheter enn det som kan utledes fra aksjonærens aksjeinnehav alene. Dersom det er tilfellet taler det for at aksjonærene reelt sett har et *forpliktende samarbeid*.

4.4.2.4 Oppsummering

Avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp har en side til ervervsamarbeid. Slike avtaler har som oftest en virkning som går ut på erverv av aksjer på et vis som igjen fører til at disse aksjene blir "parkert". Når aksjer blir "parkert" bidrar det til å bevare noens eksisterende kontroll og øker den relative innflytelsen på generalforsamling.

En annen side til avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp er at de åpner for at potensielle tilbydere i større grad kan planlegge tidspunktet for når de skal fremsette et tilbud. Potensielle tilbydere kan riktignok planlegge tidspunktet for et tilbud uten slike avtaler gjennom å ikke erverve aksjer som fører til overskridelse av tilbudsgrensen før aksjeprisen ligger på det nivået som er ønskelig å betale for målselskapet. Imidlertid fører avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp til en annen fleksibilitet gjennom at en andel av målselskapets aksjer allerede er bun-

¹⁸⁷ Asker og Bærum tingretts skjønn av 28. mars 2019, i sak 18-091103SKJ-AHER/1.

det opp gjennom slike avtaler, som igjen garanterer en viss oppslutning for tilbudet. Avtaler som ledd i planlegging av tilbud og spesielt langvarige avtaler, kan derfor ses på som en viss omgåelse av reglene om tilbudspris. Imidlertid vil det uten slike avtaler være utfordrende for potensielle tilbydere å gjøre oppkjøp av noterte selskap. Minoritetsvernet står dermed ikke spesielt sterkt på dette punkt, da det som nevnt er større aksjonærer som får muligheten til å være avtalemotpart i slike avtaler.

Spørsmålet om når avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp i realiteten er et forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5 beror særlig på tolkning av avtalens formål, aksjonærenes motivasjon for å inngå avtalen og hvor bundet aksjonærrettighetene til partene er etter avtalen. Det kan virke som handlingsrommet til å samarbeide er mindre i tilfellene hvor avtalen som har blitt inngått etter objektive kriterier neppe i seg selv anses som en god økonomisk investering for begge avtaleparter.

4.4.3 Samarbeid gjennom kryssende eierskap og organisasjon

4.4.3.1 Innledning

I denne delen av delkapitlet skal det redegjøres for typetilfellet når det er kryssende eierskap og/eller organisasjon mellom samarbeidende aksjonærer.

4.4.3.2 Om kryssende eierskap

Med *kryssende eierskap* menes situasjonen hvor flere juridiske personer/selskaper har eierandeler i hverandre. I situasjonen hvor aksjonæren i målselskapet selv er et notert selskap, kan større eller mindre eierandeler kjøpes opp uten at selskapene av den grunn inngår i en konsernstruktur. Det er heller ikke uvanlig at større selskaper har eierandeler i mindre selskaper som driver med nærliggende virksomhet. For eksempel eier det noterte selskapet Schibsted ASA, et mediehus, gjennom ett datterselskap 99,999 % av aksjene i Aftenposten AS hvor Stiftelsen Tinius (Stiftelsen) eier 0,001 %.¹⁸⁸ Til gjengjeld eier Stiftelsen 80 % av et annet selskap som igjen eier 24,787 % av aksjene i Schibsted ASA.¹⁸⁹ Selv om Stiftelsen har en minimal eierandel i Aftenposten AS, har Stiftelsen likevel stor innflytelse på selskapet gjennom andre tilknyttede eierskap. Slike eierstrukturer kan dermed potensielt danne grunnlaget for forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5.

¹⁸⁸ Proff (u.å.1).

¹⁸⁹ Proff (u.å.2).

4.4.3.3 Om kryssende organisasjon

Med *kryssende organisasjon* menes når en eller flere fysiske personer har et verv/styreverv i flere selskaper som er tilknyttet hverandre enten på grunn av eierstruktur eller andre forhold. Det er kun fysiske personer som kan være medlemmer av styret i et selskap,¹⁹⁰ slik at aksjonærer som er juridiske personer eventuelt må utpeke fysiske personer som deres representant i styret. Det er ikke uvanlig at de største aksjonærene i et selskap er representert i styret, da disse aksjonærene antas å kjenne et selskap godt, samtidig som de har innflytelse gjennom å sitte på en større andel av stemmene i en generalforsamling

Aksjonærer som får inn "sine personer" i styret i selskapet, vil normalt kunne ivareta egne aksjonærinteresser i selskapet bedre. Medlemmer i selskapets styre velges i de fleste selskaper av generalforsamlingen gjennom flertallsvedtak. Siden selskaper forvaltes gjennom styret, har det stor betydning for alle aksjonærene i et selskap hvem som blir valgt til styreleder og styremedlemmer. I *Eastern Drilling-saken* ble vektlagt som et moment i konsolideringsvurderingen at det ble valgt et nytt styre hvor medlemmene med relasjoner til SeaDrill var i flertall. Dette kombinert med mangel på andre større aksjonærer førte til en dominerende posisjon i Eastern Drilling for SeaDrill.

ESMA uttaler i sin "Whitelist"¹⁹¹ at stemmerettsamarbeid om valg av styremedlemmer er "particularly sensitive in the context of the application of the mandatory bid rule",¹⁹² men oppstiller likevel en rekke momenter som kan inngå i vurderingen av når stemmerettssamarbeid om valg av styremedlemmer danner grunnlag for konsolidering.¹⁹³ De trekker frem forholdet mellom aksjonærene og de foreslåtte styremedlemmene,¹⁹⁴ antallet foreslåtte styremedlemmer,¹⁹⁵ om aksjonærene har samarbeidet om oppnevning av styremedlemmer tidligere og ved hvor mange anledninger,¹⁹⁶ og om utnevnelsen av styremedlemmer vil føre til skifte av kontrollen i styret¹⁹⁷ som momenter som kan inngå i vurderingen. Dette viser at vurderingen av om samarbeid om valg av styremedlemmer er svært sammensatt. Denne delen av listen har ikke blitt brukt direkte som rettskilde, men flere av momentene som er nevnt har også blitt tillagt vekt i norsk rett.

¹⁹⁰ Asal § 6-11.

¹⁹¹ ESMA/2014/677-REV.

¹⁹² ESMA/2014/677-REV pkt. 5.1.

¹⁹³ I.c.

¹⁹⁴ Ibid pkt. 5.3 (a).

¹⁹⁵ Ibid pkt. 5.3 (b).

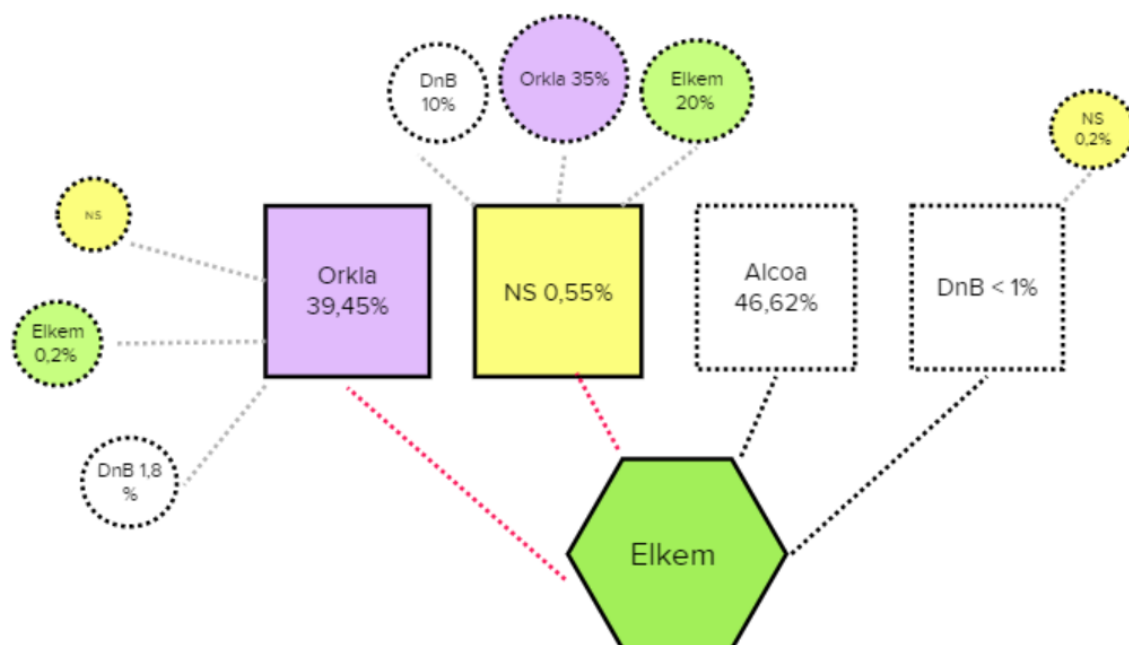
¹⁹⁶ Ibid pkt. 5.3 (c).

¹⁹⁷ Ibid pkt. 5.3 (e).

4.4.3.4 Kryssende eierstruktur og organisasjons betydning i Orkla/Nordstjernen-saken

I *Orkla/Nordstjernen saken*¹⁹⁸ ble det faktum at selskapene Orkla og Nordstjernen hadde en rekke kryssende eierskap, i tillegg til kryssende organisasjon i selskapsledelsen forhold som dannet grunnlag for konsolidering etter vphl. 1997 § 1-4 nr. 5 (gjeldende vphl. § 2-5 nr. 5), hvor tilbudsgrensen var på 40 % av stemmene i selskapet.¹⁹⁹

Illustrasjonen nedenfor viser det kryssende eierskapet mellom Orkla, Nordstjernen (NS), Elkem og DNB. Fremstillingen er basert på gjengivelsen av eierforholdene i Oslo Børs' vedtak i denne saken.²⁰⁰ Spørsmålet i saken var om Orkla og Nordstjernens eierandeler i Elkem skulle konsolideres. Alcoa er inntatt i illustrasjonen fordi selskapet var majoritetsaksjonær i Elkem på tidspunktet saken ble avgjort



Illustrasjonen viser at Orkla er en større aksjonær i Elkem rett under tilbudsgrensen. I tillegg var Orkla også en større aksjonær i Nordstjernen (NS) sammen med Elkem. Orkla og Elkem eide totalt 55 % av aksjene i Nordstjernen. Elkem og Nordstjernen hadde på sin side relativt små aksjeposter i Orkla. Den kryssende eierstrukturen i seg selv gir dermed uttrykk for at det

¹⁹⁸ OBKN 2003-1.

¹⁹⁹ Vphl. 1997 § 4-1 (1).

²⁰⁰ Vedtak og uttalelser 2002 s. 114 flg.

foreligger et bredere samarbeid mellom partene, men det var alene ikke tilstrekkelig for å konsolidere partene.

Orkla og Nordstjernens organisasjon ga videre også uttrykk for et bredere samarbeid mellom partene. To av seks styremedlemmer i Nordstjernen var utpekt av Orkla. Et av styremedlemmene, Finn Jebsen, var styremedlem i Nordstjernen og på samme tid styreleder i Elkem og konsernsjef i Orkla. Anders Berggren var daglig leder i Nordstjernen samtidig som han også hadde stilling som investeringssjef i Orkla. Berggren hadde derfor nær tilknytning til både Orkla og Nordstjernens investeringer i Elkem. Videre var Jens Heyerdahl som rent formelt var et styremedlem utpekt av DNB, tidligere konsernsjef i Orkla over 21 år. Han hadde fortsatt kontorer i Orklas lokaler, men ble av Børsklagenemnden regnet som et styremedlem utpekt av DNB. Alcoa, med eierandel på 46,62 % av stemmene, hadde imidlertid ikke fått utnevne av styremedlemmene i Elkem.

Utgangspunktet for vurderingen av om det var grunnlag for konsolidering fulgte av en avtale mellom Orkla og Nordstjernen, hvor Orkla skulle stå for den daglige forretningsførselen i Nordstjernen. I tillegg til kryssende eierskap og organisasjon ble det også lagt vekt på at det aldri hadde vært avvik mellom Nordstjernen og Orklas stemmegivning på generalforsamlinger i selskaper hvor begge hadde eiet aksjer. Dette momentet ble imidlertid ikke tillagt særlig vekt siden lik stemmegivning også kunne være begrunnet i rene selskaps- og forretningsmessige vurderinger, og ikke nødvendigvis var et uttrykk for et bredere samarbeid mellom Orkla og Nordstjernen.

En svakhet med Børsklagenemdens avgjørelse i denne saken er at det ikke er påvist bruk av aksjonærrettigheter, utover samarbeid om erverv for å forhindre at Alcoa fikk styrket sin posisjon i Elkem. Forhindersamarbeid var ikke et eget konsolideringsalternativ på tidspunktet saken ble avgjort og det fulgte i tillegg av eldre forarbeider at "samarbeid med kun sikte på selve ervervet bør ikke kunne medføre konsolidering".²⁰¹ Men som nevnt ovenfor, mente tilbudsmyndigheten at erverv av aksjer alltid vil være knyttet opp mot stemmeretten og derfor en aksjonærrettighet. Børsklagenemnden har i likhet med *Eastern Drilling-saken*, blitt kritisert for en slik tolkning av vphl. 1997 § 1-4 nr. 5, da det i juridisk teori påstås at det ikke var rettskildemessig dekning for å åpne for konsolidering uten noen form utøvelse av de tradisjonelle aksjonærrettigheter.²⁰²

²⁰¹ NOU 1992:2 s. 114.

²⁰² Se Tjaum (2014) s. 80 og Bergo (2014) s. 85.

Saken viser at kryssende eierskap i seg selv sjeldent danner grunnlaget for konsolidering. Kryssende eierskap og organisasjon henger tett sammen, men det er gjennom innflytelse i selskapsorganene aksjonærene får økt sin reelle innflytelse i selskapet. Kryssende eierskap uten tilsvarende kryssende organisasjon kan uansett brukes som et moment for eller imot konsolidering av aksjonærene.

4.4.3.5 Mangel på kryssende eierskap og organisasjon som et moment

Motsatt av *Orkla/Nordstjernen-saken*, ble det i *Frontier Drilling-saken*.²⁰³ brukt som et moment mot konsolidering at partene ikke hadde noen former for kryssende eierskap eller organisasjon i hverandre. Når slike forhold ikke eksisterer, kan aksjonærer kun samarbeide ut i fra "ytre forhold".

Spørsmålet i *Frontier Drilling-saken* var om to investeringsfond brakt inn som investorer av målselskapet skulle konsolideres. På tidspunktet saken var til behandling hadde hver av aksjonærene en eierandel på 39,9 % av aksjene i selskapet (etter vphl. 1997). Mellom disse investeringsfondene var det inngått en aksjonæravtale om forkjøpsrett og medsalgsrett- og plikt ved den annen parts salg av sine aksjer. Denne avtalen ble av tilbudsmyndigheten ansett for å være innenfor handlingsrommet aksjonærene hadde til å samarbeide.

Forut for en ekstraordinær generalforsamling i selskapet om kapitalforhøyelse til å kjøpe et boreskip ble det kjent at de øvrige aksjonærene i selskapet var negative til emisjonen dersom de ikke ble gitt en "exit-mulighet".²⁰⁴ Begge investeringsfondene fremsatte derfor "likelydende erklæringer"²⁰⁵ om å innløse de øvrige aksjonærenes aksjer i selskapet til Pareto (verdipapirforetak) som var representant for disse forut for generalforsamlingen. Som følge av erklæringene stemte de norske aksjonærene for emisjonen. Da interessen for emisjonen i markedet ikke var som forventet, trakk begge investeringsfondene tilbake sine tilbud i felles e-mail sendt fra samme advokatfirma til Pareto. Det var usikkert om felles e-post var samarbeid av ren formell art om utarbeidelse av tekst eller om samarbeidet var bredere og dannet grunnlag for konsolidering.

Siden partene ikke hadde "eiermessige forbindelser eller forbindelser på ledelsesplan"²⁰⁶ var det heller ikke tvil om at investeringsfondenes like investeringer i Frontier Drilling var tatt selvstendig. Det ble videre bevist at formålet med samarbeidet var å unngå at Frontier Drilling brøt kontrakten med leverandøren av boreskipet, og ikke var å oppnå kontrollen i selskapet,

²⁰³ OBKN-2002-3.

²⁰⁴ Kapitalforhøyelse krever 90 % av stemmene, jf. asal. § 5-19.

²⁰⁵ OBKN-2002-3 pkt. 2.

²⁰⁶ I.c.

selv om det samlet sett ble virkningen. Denne saken er et eksempel på når tilbudsmyndigheten har lagt mindre vekt på avtalenes reelle virkning overfor de øvrige aksjonærene i vurderingen av om samarbeidet danner grunnlag for konsolidering.

4.4.4 Betydningen av familiære forbindelser og personlige relasjoner

Visse nære relasjoner faller utenfor nærståendealternativene i vphl. § 2-5 nr. 1 til nr. 3 som blir konsolidert automatisk. Det oppstår dermed spørsmål knyttet til hvilken betydning søskenforhold, voksne barns forhold til foreldre og andre nære vennskap eller nært forretningsforhold har innvirkning på vurderingen etter vphl. § 2-5 nr. 5. Lovgiver har tatt ett bevisst valg om å ikke inkludere disse forholdene i de nærståendealternativt som blir konsolidert automatisk. Imidlertid vil en rekke av disse forholdene er likevel være nærere enn forhold mellom aksjonærer uten noen som helst tilknytning til hverandre.

Betydningen av søskenforhold var tema i *Rem Offshore-saken*.²⁰⁷ I Oslo Børs ved børsstyrets behandling²⁰⁸ av saken ble det uttalt:

Det faktum at Åge og Stig Remøy er brødre kan ikke i seg selv anses som et moment som taler for at slikt samarbeid likevel må antas å foreligge, men utgjør et bakteppe som gjør det naturlig å gjøre ekstra grundige vurderinger av de øvrige momenter i saken. Dersom det foreligger nære familiære relasjoner, skal det gjerne færre ytre omstendigheter til for å skape en forståelse.

Dette sitatet tolkes som at det stilles lempeligere krav til de objektive momenter som tilsier at aksjonærer har et *forpliktende samarbeid* også ved nære familiære relasjoner. Det kan tenkes at det ligger en presumsjon om at aksjonærer med slike forbindelser vil strekke seg lengre for å ivareta hverandres interesser. I denne konkrete saken ble imidlertid ikke betydningen av de familiære forbindelsene satt på spissen, da brødrene hver for seg drev med uavhengig og konkurrerende virksomhet i samme bransje og av den grunn ikke stod i avhengighetsforhold til hverandre. Utover den familiære forbindelsen, var det ingen sterkere aksjonærbindinger mellom brødrene enn selskapets øvrige aksjonærer.

Saken ble vurdert av Oslo Børs fordi den ene broren ved to tilfeller hadde valgt nedsalg når hans samlede aksjeerverv oversteg tilbudsgrensen. I begge tilfellene hadde han solgt de overskytende aksjene over tilbudsgrensen til en av brødrene sine. Oslo Børs ved børsstyret uttalte i sin avgjørelse at "Saken er helt klart et grensetilfelle. Men dersom tilbudsplikten fra gang til

²⁰⁷ OBKN-2008-4.

²⁰⁸ OBKN-2008-4 pkt. 5.

gang kan unngås ved å selge til personer utenfor den automatiske definisjonen av nærstående, fremstår reglene som lite virksomme".²⁰⁹ Partene ble likevel ikke konsolidert siden det ikke var noen aksjonæravtaler mellom brødrene om utøvelse av aksjonærrettighetene, og begge brødrene solgte sine aksjeposter på det åpne markedet. Den ene broren tilbød å selge sine aksjer til en annen hovedaksjonær i Rem Offshore, som i mange år hadde vært uenig med broren og de øvrige aksjonærene i selskapet om lokaliseringen av selskapet. Det kan virke som familiære relasjoner gjør handlingsrommet til aksjonærene som har disse noe mindre, men at de kan repareres dersom andre objektive momenter taler for at den familiære relasjonen ikke har virket inn på forholdet mellom aksjonærene.

I *Havila-saken* ble det trukket frem som et moment at eier av Borgstein, Morten Ulstein, hadde "i noen grad også personlige forretningsmessige relasjoner gjennom Morten Ulsteins tidligere posisjon i Ulstein Verft hvor Groupe Bourbon har fått bygget skip gjennom flere år".²¹⁰ Videre ble det nevnt at styreformannen i Groupe Bourbon har opptrådt personlig i alle relasjoner knyttet til selskapets eierskap i Havila. Det ble ikke nærmere problematisert hvilken vekt slike relasjoner har, og hvor sterke bindinger det må være for at de kan vektlegges, men relasjonen ble uansett brukt som et moment i saken. Ut ifra det som er gjengitt, virker det som terskelen for å legge vekt på forretningsrelasjoner ikke er spesielt høy, da det fremgikk at relasjonen mellom Morten Ulstein og Groupe Bourbon hovedsakelig var gjennom forretningsdriften. Forretningsmessige samarbeid gjennom flere år vil naturligvis med tiden kunne utvikle seg til forhold av mer personlig karakter, men det var ikke trukket frem som tilfellet i denne saken. Det kan synes som aksjonærer bør opptre noe varsomt hvis det ikke kreves mer enn langvarige forretningsmessige relasjoner for at det kan inngå som et moment i vurderingen etter vphl. § 2-5 nr. 5.

4.4.5 Betydningen av konkurrerende tilbud eller annen konkurrerende aksjonær i målselskapet

Gjennomgangen av praksis ovenfor viser at aksjonærer bør være varsomme med å samarbeide hvis de vil unngå konsolidering, når det er et annet konkurrerende tilbud på målselskapet eller en annen større aksjonær som har andre interesser. Det kan synes som at det i situasjonen hvor det finnes et konkurrerende tilbud stilles høyere krav til å bevise at samarbeidet mellom aksjonærene ikke har som formål å ta over kontrollen i selskapet. Videre trekkes ofte konkurrentens stilling i målselskapet inn i den konkrete vurderingen av samarbeidet mellom aksjonærene og hvorvidt det er et *forpliktende samarbeid*.

²⁰⁹ OBKN-2008-4 pkt. 5.

²¹⁰ OBS-2003-3 pkt. 4.2.

I *Sinvest-saken*, ble det trukket frem at inngåelsen av TRS-avtalene med verdipapirforetakene i saken var med på å befeste en allerede skjør konkurransesituasjon. Dette ble lagt vekt på selv om den ene avtalen formelt var inngått før tilbudet til konkurrenten ble kjent. Riktignok ble den iverksatt på et senere tidspunkt. I *Eastern Drilling-saken* ble det lagt vekt på at Ocean Rig (konkurrentens) oppkjøpsforsøk ville ha fått større oppslutning om TRS-avtalene ikke hadde blitt inngått. I *Havila-saken* ble det trukket frem at aksjeposten til Borgstein (som var bundet i opsjonsavtalen) synes å være nøkkelen til kontrollen i selskapet. Det var derfor ikke mulig for en annen større aksjonær i Havila å ta over kontrollen i selskapet uten denne posten. I denne saken kom riktignok børsen til at opsjonsavtalen i realiteten virket som en bevisst omgåelse av regelverket og virket på en slik måte som om det var skjedd et kontrollskifte i selskapet. Det kan synes som at tilbudsmyndigheten trekker frem virkningen av avtalen på konkurrenten i målselskapet som et moment i konsolideringsvurderingen. Aksjonæravtaler inngått når det er en konkurrent i målselskapet vil lettere kunne trekke i retning av at aksjonærene var i en "presset situasjon" og derav inngikk avtalen for å ta over kontrollen i selskapet.

I *Orkla/Nordstjernen-saken* ble det uttalt at:

I den foreliggende sak foreligger imidlertid etter det nemnden kan se et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem. Også utøvelse av denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettighetene som eier.²¹¹

Som nevnt var det i denne saken isolert sett ikke påvist noe samarbeid om utøvelse av aksjonærrettighetene. Det kan derfor stilles spørsmål ved om partene hadde blitt konsolidert tenkt Alcoa, som majoritetsaksjonær i Elkem borte.

Når kontrollen i et selskap bevares gjennom samarbeid som ikke innebærer erverv, vil ikke minoritetsaksjonærene ikke få en mulighet til å tre ut av selskapet. Motsatt vil minoritetsaksjonærene få denne muligheten ved et konkurrerende tilbud som fører til kontrollskifte. Siden dette var tilfellet i flere av sakene som er gjennomgått ovenfor, synes det at det er oppstilt en noe høyere bevisterskel for å bevise at samarbeidet mellom aksjonærene vil være ordinært i en slik situasjon.

²¹¹ OBKN-2003-1.

4.5 Konklusjon

Det er ikke mulig å gi et enkelt svar på hvilket handlingsrom aksjonærer i et notert selskap har til å samarbeide uten at samarbeidet danner grunnlag for konsolidering. Fremstillingen i kapittel 4 er ment å gi et klarere svar på hvilke momenter som har blitt vektlagt i praksis, slik at disse kan brukes som retningslinjer knyttet til aksjonærenes handlingsrom.

Utgangspunktet er at et forpliktende samarbeid har som mål å ta over kontrollen i selskapet ut ifra en felles og koordinert opptreden mellom samarbeidende aksjonærer. Samarbeidet gjøres gjennom en avtale med langsiktige virkninger ved utøvelse av aksjonærrettigheter. Et samarbeid som ikke oppfyller disse vilkårene redegjort kan vanskelig sies å være et *forpliktende samarbeid* etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Utover disse utgangspunktene bør aksjonærene være varsomme med å inngå avtale om samarbeid dersom ett eller flere av momentene nedenfor er tilstede i forholdet mellom aksjonærene eller i omstendighetene i målselskapet.

Dersom målselskapet har en annen storaksjonær over eller nær tilbudsgrensen eller det er fremsatt et tilbud i målselskapet, virker det som aksjonærsamarbeid inngått i et slikt tidsrom bedømmes strengere. Videre vil et samarbeid lettere danne grunnlag for konsolidering dersom det er krysseierskap mellom aksjonærene, og/eller kryssende organisasjon. Slike bindinger fører til at aksjonærene kan utøve aksjonærrettigheter i hverandres selskapsorganer.

Om aksjonærene, dets eiere eller noen i selskapsledelsen har personlige relasjoner til hverandre kan det føre til en lempeligere bevisterskel for når forpliktene samarbeid foreligger. Nære relasjoner kan imidlertid repareres ved at et samarbeid er inngått rent forretningsmessig uten at den nære relasjonen har virket inn eller er spesielt fremtredende.

Om samarbeid som ledd i planlegging av oppkjøp er det sentralt hvorvidt avtalen binder opp aksjonærrettigheter og eventuelt hvilke. Videre er momenter som aksjekurs, tidspunkt for inngåelsen og eventuelt hvor mange aksjer avtalen binder opp og som blir "parkert" sentrale momenter i vurderingen av om avtalen rammes av vphl. § 2-5 nr. 5 eller ikke. Slike avtaler må også påvises å være finansielt lønnsomme for begge avtaler etter objektive kriterier. Dersom det ikke er tilfellet, kan det spørres om det reelle formålet med avtalen er å ta over kontrollen i målselskapet.

Selv om det er redegjort for enkelte momenter ovenfor, er det uansett den samlede mengden av objektive momenter som til sammen fører til sannsynlighetsovervekt for at aksjonærene har samarbeidet om å ta over kontrollen i målselskapet som rammes. Dersom ingen eller få av momentene nevnt ovenfor er tilstede i samarbeidet mellom aksjonærene taler det for at aksjo-

nærene har et ordinært aksjonærsamarbeid som vphl. § 2-5 nr. 5 ikke skal gripe inn i. Aksjonærenes handlingsrom til å samarbeide er i utgangspunktet ubegrenset, om ingen eller få av de nevnte momenter er til stede etter en konkret vurdering.

5 Bør ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 endres?

Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 er foreslått endret i NOU 2019:1. Ordlyden er til dels foreslått endret for å være i bedre harmoni med Takeoverdirektivet art. 2 (1) (d).²¹² Den foreslåtte endringen av ordlyden er imidlertid ikke ment å ha noen materiell betydning.²¹³ Rekkevidden av bestemmelsen, slik den er avklart i tidligere praksis er også foreslått videreført. Gjennomgangen ovenfor viser at ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 ikke dekker innholdet i rettsregelen som bestemmelsen er ment å dekke. Når man kun leser bestemmelsen, er regelens anvendelsesområde og rekkevidde til dels uklar, noe som kan gå utover forutberegneligheten for aksjonærer som ønsker å samarbeide. En måte for å sikre bedre harmoni mellom ordlyden og rettsregelen er å endre ordlyden. Samtidig kan endringer av ordlyden også føre til nye tolkningsspørsmål og uforutsigbarhet.

I lovforslagets § 6-2 nr. 5 er ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 foreslått endret til:

noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med på grunnlag av en avtale, enten uttrykkelig eller stilltiende, muntlig eller skriftlig, med sikte på å enten å overta kontrollen over selskapet eller å legge hindringer i veien for et tilbud. (mine understreking)

Den foreslåtte endringen ligger tett opp mot ordlyden i art. 2 (1) (d), og særlig siste halvdel i lovforslagsbestemmelsen ser ut til å være direkte oversettelse fra direktivteksten. Her inntatt i dansk versjon:

»personer, der handler i forståelse med andre«: fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, muntlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbuddet (min understreking)

Siden endringen av ordlyden ikke er ment å ha noen endringer på det materielle, kan den foreslåtte ordlyden leses som et forsøk på å klargjøre og kodifisere gjeldene rett. Den foreslåtte

²¹² NOU 2019: s. 50.

²¹³ NOU 2019: s. 98.

ordlyden har for øvrig også fått en fornyet og modernisert språkdrakt. Det som utmerker seg er at det er presisert i ordlyden at bestemmelsen inneholder to selvstendige grunnlag for konsolidering. Videre er det også presisert at den første typen forpliktende samarbeid kun rammer samarbeid med sikte på å ta over kontrollen i selskapet siden kontrollvilkåret følger direkte av ordlyden i lovforslaget. Videre er de nærmere kravene til avtalen om samarbeid som følger av direktivet også inntatt direkte i ordlyden.

Presiseringen om at det forpliktende samarbeidet må gå ut på å gjøre bruk av rettighetene i et finansielt instrument, jf. vphl. § 2.5 nr. 5 er sløyfet. Årsaken til at dette vilkåret er tatt ut i lovforslaget er ikke diskutert i forarbeidene, men siden lovforslaget ikke er ment å innebære noen materielle endringer må man anta at vilkåret er videreført selv om det er tatt ut av ordlyden. Dette vilkåret er sentralt etter någjeldende vphl. § 2-5 nr. 5, da det fungerer som en skranke for å skille de samarbeid som faller innenfor og utenfor bestemmelsens rekkevidde (se drøftelsen om vilkåret ovenfor i kapittel 4.2.3). Om lovforslaget skulle tolkes dithen at det ikke lenger er et vilkår om bruk av aksjonærrettigheter for å konsolidere aksjonærer som samarbeider etter vphl. § 2-5 nr. 5, vil det stenge for bruken av alle former for avtaler som ledd i planlegging av oppkjøp og skape usikkerhet om bruken av slike avtaler etter lovforslaget fortsatt er mulig. Etter gjeldende lovbestemmelse er det nettopp i avtaler som ikke gjør bruk av aksjonærrettigheter hvor det er fritt handlingsrom til å samarbeide.

Som det fremgår av kapittel 4 i denne oppgaven, er det utfordrende å fastsette innholdet i begrepet «forpliktende samarbeid». Man kan derfor hevde at det er uheldig at begrepet er fore slått videreført i det nye lovforslaget. De øvrige presiseringene i den nye bestemmelsen vil likevel kunne bidra til at innholdet i begrepet blir klarere sammenlignet med ordlyden i dagens bestemmelse. Selv om innholdet er uklart etter ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 alene er begrepet blitt nyansert i rettspraksis over tid. En endring eller fjerning av dette sentrale begrepet i bestemmelsen vil derfor potensielt heller virke forvirrende. Det vil uansett være vanskelig, for ikke å si umulig, å utarbeide en uttømmende liste over objektive momenter for hva som skal regnes som forpliktende samarbeid og når konsolidering skal finne sted. En videreføring av begrepet synes derfor som beste løsning.

Dersom lovforslaget vedtas vil det utvilsomt føre til bedre samsvar med art. 2 (1) (d) i Takeoverdirektivet, siden det meste av definisjonen til "persons acting in concert"/»personer, der handler i forståelse med andre« er inntatt direkte i lovforslaget. Dette vil føre til bedre harmoni mellom de norske tilbudspliktreglene og reglene etter direktivet ettersom den foreslåtte ordlyden ligger nærmere direktivet enn dagens ordlyd. Dette kan føre til at det blir lettere å anvende direktivets kilder, som ESMA's "Whitelist", direkte i norsk rett, siden ordlyden i lovforslaget ligger nærmere den ordlyden i direktivet som eventuelt behandles i EU-domstolen og andre EU/EØS-organer.

Selv om en eventuell endringen av ordlyden ikke er ment å ha noen materielle endringer i forståelsen av nærståendebegrepet i vphl. § 2-5 nr. 5, vil det kunne føre til at nye problemstillinger oppstår. Eksempelvis at bestemmelsen vil kunne favne videre ved at forhindreingsamarbeid er skilt ut som et selvstendig konsolideringsgrunnlag. Utgangspunktet for tolking av lovregler er nettopp ordlyden, og det er ordlyden som har høyest rettskildemessig vekt etter rettskildelæren. Overgangen fra vphl. 1997 § 1-4 nr. 5 til dagens ordlyd brakte med en hel rekke nye problemstillinger knyttet til forståelsen av ordlyden "herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres",²¹⁴ selv om heller ikke denne var ment å innebære noen materielle endringer .

Det er foreslått å flytte bestemmelsen til lovens kapittel 6 sammen med resten av tilbudspliktreglene. Dette vil kunne føre til at det er lettere å forstå helheten i tilbudspliktreglene og finne frem til alle bestemmelsene om konsolidering. I gjeldende lov er nettopp selve konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 6-5 plassert i kapittel 6, mens nærstående bestemmelsen er plassert i lovens kapittel 2 som gjelder definisjoner. Flytting av bestemmelsen vil også kunne gjøre det lettere å tolke ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 i kontekst av de øvrige reglene om tilbudsplikt i kapittel 6.

Konklusjonen er at ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 bør endres og at lovforslagets § 6-2 nr. 5 i NOU 2019: 1 er dekkende for innholdet i bestemmelsen om *forpliktende samarbeid*.

²¹⁴ Vphl. § 2-5 nr. 5.

Litteraturliste

Norske rettskilder

Lover

- 1687 Lov 15. april 1687 Kong Christian Den Femtis Norske Lov (*NL*).
- 1814 Kongeriket Norges Grunnlov.
- 1967 Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (*fvL*).
- 1985 Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel.
- 1997 Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (*asal*).
- 1997 Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (*vpHL*. 1997).
- 2007 Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (*vpHL*).
- 2007 Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (*verdipapirforskriften*).

Forarbeider

- NOU 1996:2 Verdipapirhandel.
- NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud.
- NOU 2019:1 Overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud), endringer i verdipapirhandelloven.
- NOU 2021:1 Endringer i verdipapirhandelloven. Regler om tilsynsmyndighet, sanksjonskompetanse og klageordning.
- Ot.prp-nr.34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).

Prop. 77 L (2017-2018)

Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsløven mv. (MiFID II og MiFIR).

Rettspraksis

Høyesterett

Rt-1995-530.

Rt-1998-946.

Rt-2000-1811.

Lagmannsrett

08-027119ASI-BORG/03.

Tingrett

TOSLO-2007-39572.

Asker og Bærum tingretts skjønn av 28. mars 2019, i sak 18-091103SKJ-AHER/1.

Forvaltningspraksis

Børsklagenemden

OBKN-2002-3 *Frontier Drilling*.

OBKN-2003-1 *Orkla/Nordstjernen*.

OBKN-2006-6 *Eastern Drilling*.

OBKN-2006-7 *Sinvest*.

OBKN-2008-4 *Rem-Offshore*.

OBKN-2019-2 Klage på begjæring om omgjøring av tidligere vedtak om godkjent tilbud i *Aurora*.

OBS-2003-3 *Havila*.

OBS-2019-8, Begjæring om omgjøring av tidligere vedtak om godkjent tilbud i *Aurora*.

Internasjonale rettskilder

EØS

Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde. Oporto, 2. mai 1992. (*EØS-avtalen*).

Direktiv 2004/25/EF

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud (*Takeoverdirektivet*).

ESMA/2013/1645

ESMA, PUBLIC STATEMENT containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, 12. november 2013, ESMA/2013/1645 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-1645_esma_clarifies_shareholder_cooperation_in_takeover_situations.pdf

ESMA/2014/677-REV

ESMA, PUBLIC STATEMENT Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, 20. juni 2014, ESMA/2014/677-REV (*ESMAS "Whitelist"*). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf

Utenlandske rettskilder

Lover

LUA

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. [Lest i Juno].

Kapitalmarkedsløven

Lov nr. 1767 af 27. november 2020 om kapitalmarkeder. [Lest i Karnov Danmark].

Forarbeider

Prop. 2005/06:140

Offentliga oppkjøbsrjudanden på aktiemarknaden.

Litteratur

Aabø-Evensen (2011)

Aabø-Evensen, Ole Kristian. *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet, En praktisk tilnærming til prosessene, vertkøyene og eksemplene*. 1. utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2011.

Andenæs (2016)

Andenæs, Mads Henry mfl. *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 3. utg., Oslo: M.H Andenæs, 2016.

Bergo (2002)

Bergo, Knut. "Selskapers handel med egne aksjer – børs og aksjerettslige aspekter." *Norske juristmøtet i Helsinki (2002)* s. 145-165. <http://nordiskjurist.org/wp-content/uploads/2013/10/Referent128.pdf>.

Bergo (2014)

Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. 4. utg., Oslo: Cappelen Damm, 2014.

DNB ASA (2021)

DNB ASA. "DNB ASA annonserer anbefalt frivillig tilbud fra DNB Bank ASA om erverv av samtlige aksjer i Sbanken ASA med en tilbudspris på NOK 103,85 per aksje" (2021) <https://newsweb.oslobors.no/message/530267%20>. Hentet 04.05.2021.

Entra ASA (2021)

Entra ASA. "Styrets uttalelse om de frivillige tilbudene på alle utestående aksjer i Entra ASA" (2021) <https://newsweb.oslobors.no/message/523414> hentet 29.04.2021.

Høgseth (2020)

Høgseth, Martin Hagh, Asgeir Aga Nilsen og Kjetil Malkenes Hovland. "Tencent legger inn bud på alle aksjene i Funcum" (2020) <https://e24.no/boers-og-finans/i/jd7LoL/tencent-legger-inn-bud-paa-alle-aksjene-i-funcom> hentet 12.05.2021 hentet 11.05.2021.

- Giertsen (2014) Johan Giertsen, *Avtaler*. 3. utg., Bergen: Universitetsforlaget, 2014.
- Høgberg (2019) Høgberg, Alf Petter (red.) og Jørn Øyrehagen Sunde (red.). *Juridisk metode og tenkemåte*, Oslo: Universitetsforlaget, 2019.
- Michaelsen (u.å) Michaelsen, André. "Kommentarer til Verdipapirhandelloven" i *Norsk lovkommentar, Gyldendal rettsdata* (u.å) hentet 16.05.2021. Sejersted, Fredrik mfl. EØS-rett. 3. utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2011.
- Oslo Børs (2016) Oslo Børs. "Unconditional voluntary offer - offer document approved" (2016) <https://newsweb.oslobors.no/message/412315%20> Hentet 09.05.2021.
- Proff (u.å.1) Proff. "Aftenposten AS" (u.å) <https://www.proff.no/selskap/aftenposten-as/oslo/aviser-fagblader-og-tidsskrifter/IEQ4MZ60ZDB/> hentet 12.05.2021.
- Proff (u.å.2) Proff. "Blommenholm Industrier AS" (u.å) <https://www.proff.no/aksjon%C3%A6rer/bedrift/blommenholm-industrier-as/993151564> hentet 12.05.2021.
- Sejersted (2011) Sejersted, Fredrik mfl. EØS-rett. 3. utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2011.
- Tjaum (2014) Tjaum, Arne. *Tilbudspåkt ved oppkjøp*. 1. utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2014.
- Van Hooghten (2009) Van Hooghten, Paul. *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford: Oxford University Press, 2009.
- Vedtak og uttalelser 2007 Oslo Børs. *Børsrettsdagene 28. og 29. januar 2008 Vedtak og uttalelser 2007*. Oslo: 2008. <https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-09/Decisions%20and%20statements%202007.pdf>

- Vedtak og uttalelser 2002 Oslo Børs. *Vedtak og uttalelser 2002 Børsrettsdagene 27. og 28. januar 2003*. Oslo: 2003.
<https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-09/Decisions%20and%20statements%202002.pdf>
- Woxholth (2014) Woxholth, Geir. *Selskapsrett*, 5.utg., Oslo: Gyldendal, 2014.