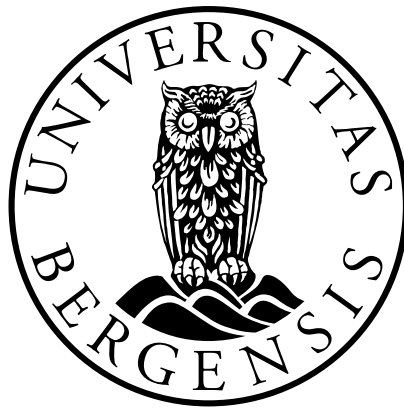


Fastsettelse av innløsningssum ved
tvangsinnløsning etter
verdipapirhandelloven § 6-22

*Om innholdet i «særlige grunner tilsier en annen
pris» i vphl. § 6-22 (2)*

Kandidatnummer: 118

Antall ord: 14 983



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

11.12.2023

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	1
1 Innledning	3
1.1 Tema og problemstilling	3
1.2 Temaets aktualitet	4
1.3 Avgrensninger	5
2 Det rettskildemessige grunnlaget	6
2.1 Rettskilder	6
2.2 Overtakelsesdirektivet	6
3 Metodiske bemerkninger	8
4 Det legislative grunnlaget	10
4.1 Innledning	10
4.2 Likebehandling	10
4.3 Majoritets- og minoritetshensyn	11
4.3.1 Hensynet til majoritetsaksjonærene	11
4.3.2 Hensynet til minoritetsaksjonærene	12
4.4 Eiendomsretten	13
5 Tilbudsreglene	14
5.1 Innledning	14
5.2 Hva er et tilbud?	14
5.3 Tilbudsformene	15
5.3.1 Pliktige tilbud	15
5.3.2 Hvordan påvirker pliktige tilbud tvangsinnløsningen?	16
5.3.3 Frivillige tilbud	17
5.3.4 Hvordan påvirker frivillige tilbud tvangsinnløsningen?	18
6 Tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22	19
6.1 Innledning	19
6.2 Sammenhengen mellom asal. § 4-25 og vphl. § 6-22	19
6.3 Tvangsinnløsningens omfang	19
6.4 Vilkår for tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (1)	20
6.4.1 Eierandelsterskelen	21
6.4.2 Passering av eierandelsterskelen	21

6.4.3	Tidspunktet aksjene anses ervervet	22
6.5	Tvangsinnløsning etter spesialregelen i vphl. § 6-22 (3)	22
6.5.1	Bakgrunn	22
6.5.2	Vilkår for tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3)	23
7	Fastsettelse av innløsningssum	25
7.1	Presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2)	25
7.2	Overtakelsesdirektivets akseptkrav i det frivillige tilbudet	26
8	Unntaksregelen «særlige grunner tilsier en annen pris» i vphl. § 6-22 (2)	29
8.1	Unntaksregelens bakgrunn	29
8.2	Unntaksregelen ved tvangsinnløsning etter spesialregelen i vphl. § 6-22 (3)	30
9	Forståelsen av «særlige grunner tilsier en annen pris» i vphl. § 6-22 (2)	34
9.1	Ordlyd	34
9.2	Forarbeider	35
9.3	Rettspraksis	36
9.3.1	Innledning	36
9.3.2	LF-2015-14655 – Austevoll Seafood sitt oppkjøp av Norway Pelagic	37
9.3.3	LB-2019-89366 – BW LPG Limited sitt oppkjøp av Aurora LPG Holding	38
10	Typetilfeller	39
10.1	Innledning	39
10.2	Utsatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv	39
10.3	Nærstående transaksjoner	42
10.4	De facto negativ kontroll	43
10.5	Ny vesentlig informasjon	46
10.6	Negativ kursutvikling før fremsettelse av tilbud	48
10.7	Endring i markedsverdi på sektornivå	50
10.8	Sammenfatning	52
11	Litteraturliste	55

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Avhandlingens tema er tvangsinnløsning av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter reglene i lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) 29. juni 2007 nr. 75 § 6-22.

Oppkjøp og kontrollskifter er naturlige og nødvendige strukturendringer i næringslivet. De kan bidra til økonomisk vekst gjennom blant annet effektiviseringstiltak eller realisering av synergieffekter.¹ I takt med økonomisk vekst øker selskapets samfunnsbidrag gjennom nye arbeidsplasser og økt skattegrunnlag. Oppkjøp kan dermed være gunstig for både selskapet og fellesskapet.²

Verdipapirhandellovens kapittel 6 oppstiller det rettslige rammeverket ved oppkjøp av børsnoterte selskaper, også kalt overtakelsestilbud. Som utgangspunkt er det opp til aksjeeieren selv å bestemme hvorvidt aksjene skal overdras. Reglene om tvangsinnløsning gjør unntak fra dette utgangspunktet og setter aksjeeierens eiendomsrett til side. Vphl. § 6-22 (1) gir en aksjeeier, som ved fremsettelse av tilbud har ervervet ni tideler eller mer av de stemmeberettigede aksjene, rett til å kreve innløsning av alle øvrige aksjer i selskapet. I den forbindelse oppstår det en rekke problemstillinger, herunder særlig hvilken pris aksjeeieren skal få betalt for sine aksjer.

Tradisjonelt sett har aksjer i børsnoterte selskaper blitt tvangsinnløst med hjemmel i allmennaksjeloven § 4-25. Ved uenighet om innløsningssummen gjennomføres det en skjønnsforretning, hvor innløsningssummen fastsettes med utgangspunkt i verdsettelsesnormen «*aksjens virkelige verdi*». Ved tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillige tilbud oppstiller derimot vphl. § 6-22 (2) en prispresumsjon som fraviker dette utgangspunktet. Bestemmelsen lyder som følger:

¹ Myklebust, 2011, s.327.

² Aabø-Evensen, 2011, s.37.

«Dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen etter § 6-11, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris.»

Der prispresumsjonen kommer til anvendelse, antas tilbudsprisen å gi uttrykk for aksjens virkelige verdi,³ i tråd med hovedregelen som nevnt ovenfor. Likevel kan det oppstå situasjoner hvor tilbudsprisen ikke nødvendigvis representerer aksjens virkelige verdi. I slike tilfeller kan presumsjonsregelen fravikes hvis «*særlige grunner tilsier en annen pris*», jf. vphl. § 6-22 (2).

Avhandlingen skal i det følgende redegjøre for hvordan innløsningssummen fastsettes etter vphl. § 6-22, med fokus på innholdet i passusen «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2).

1.2 Temaets aktualitet

Avhandlingen reiser praktiske spørsmål som i stor grad mangler entydige svar i rettskildene. Spørsmålene er ikke behandlet av Høyesterett,⁴ og juridisk teori har i all hovedsak avgrenset behandlingen til overordnede henvisninger til vphl. § 6-22. Temaets aktualitet er dermed tett tilknyttet rettskildebildet.

Tvangsinnløsning av aksjer innskrenker den enkelte aksjeeierens eiendomsrett. Aksjeeieren mister kontrollen over sine egne eiendeler og blir tvunget til å selge aksjeandelene mot sin vilje. Tvangsinnløsning i børsnoterte selskaper kan få betydelige økonomiske konsekvenser, og av hensynet til de involverte parter, herunder særlig den enkelte minoritetsaksjonær, er det viktig at tvangsinnløsningsreglene er klare og forutberegnelige. Det innebærer at det ikke bør foreligge nevneverdig tvil rundt fastsettelse av innløsningssum etter vphl. § 6-22, herunder når det kan gjøres unntak fra prispresumsjonen i bestemmelsens andre ledd. For aksjonærfellesskapet er det dermed viktig at innholdet i vphl. § 6-22 blir klarlagt.

Avhandlingen er et bidrag til dette.

³ NOU 2005:17 s.63.

⁴ Ble forsøkt fremmet i HR-2021-1976-U.

1.3 Avgrensninger

Avhandlingen omhandler selskaper notert på regulerte markeder. Det innebærer at oppkjøp av selskaper notert på Euronext Growth ikke behandles, som følge av at Euronext Growth ikke er et regulert marked, men en multilateral handelsfasilitet.⁵ Ettersom tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 henger tett sammen med pliktige og frivillige tilbud, er det nødvendig å tolke bestemmelsen i lys av tilbudsreglene. Avhandlingen vil derfor gå gjennom reglene for tilbudsplikt, frivillige tilbud og fastsettelse av tilbudspris, men avgrenser til det som anses nødvendig for forståelsen av vphl. § 6-22. De rettslige verdsettelsesprinsippene for fastsettelse av innløsningssum ved skjønn, herunder reglene om «*aksjens virkelige verdi*»,⁶ faller også utenfor avhandlingens problemstilling.

⁵ Vphl. § 2-7 (5).

⁶ Se nærmere om innholdet i «*aksjens virkelige verdi*», og hvordan dette skal vurderes i RT-2003-713 (Norway Seafoods), RT-2007-1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshav Holding). Se også Woxholth, 2019, s.77-130.

2 Det rettskildemessige grunnlaget

2.1 Rettskilder

Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6 kommer til anvendelse der målselskapet er et norsk børsnotert selskap.⁷ Loven skal legge til rette for en sikker og effektiv handel i finansielle instrumenter, samt sikre investorbeskyttelse.⁸ Det stilles visse krav for børsnotering av aksjer, herunder at målselskapet er et allmennaksjeselskap.⁹ Det innebærer at slike børsnoterte selskaper også er underlagt lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeselskapsloven) av 13. juni 1997 nr. 45.¹⁰ Verdipapirhandelloven er en spesiallov for handel i finansielle instrumenter, og vil på visse områder sette til side eller supplere allmennaksjelovens regler.¹¹

Før vedtakelsen av verdipapirhandelloven av 2007, ble tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud regulert av innløsningshjemmelen i asal. § 4-25. Det følger nå uttrykkelig av allmennaksjeloven at i disse tilfellene supplerer vphl. § 6-22 de alminnelige regler om tvangsinnløsning som følger av allmennaksjeloven § 4-25.¹²

Ved siden av lovteksten, vil forarbeider, rettspraksis, juridisk teori og børspraksis være relevante rettskilder for fastsettelse av innholdet i vphl. § 6-22. Som nevnt i kapittel 1.2, har ikke avhandlingens problemstilling vært oppe for Høyesterett, og spørsmålet er heller ikke behandlet i noen særlig utstrekning i den juridiske teorien. Derimot har problemstillingen vært tema i to lagmannsrettsavgjørelser, henholdsvis LF-2015-14655 og LB-2019-89366. Rettskildebildet oppstiller en rekke metodiske spørsmål som blir drøftet nærmere i kapittel 3.

2.2 Overtakelsesdirektivet

Kapittel 6 i dagens verdipapirhandellov gjennomfører Europaparlamentets rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud i norsk rett. Overtakelsesdirektivet er et minimumsdirektiv.

⁷ Vphl. § 6-1 (1).

⁸ Vphl. § 1-1.

⁹ Verdipapirhandelforskriften § 13-2.

¹⁰ Asal. § 1-1.

¹¹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.429; Aarbakke et al., 2017, s.1070.

¹² Asal. § 4-25 (7); Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.429.

Det innebærer at medlemsstatene må fastsette lovregler som ivaretar de minstekrav direktivet oppstiller. Medlemsstatene kan likevel fastsette regler som ivaretar direktivets formål i større grad enn direktivet selv.¹³ Direktivets formål er å forenkle grenseoverskridende overtakelsestilbud, samt sikre at prosessen ivaretar minoritetsvernet.¹⁴ Direktivet er utformet som et rammedirektiv med generelle prinsipper, i den hensikt at direktivet skal bidra til harmonisering av medlemsstatenes lovgivning.¹⁵

Verdipapirhandelloven inneholder mer detaljerte bestemmelser enn det som følger av overtakelsesdirektivet. Dette var et overveid valg fra lovgivers side, ettersom det ikke var ønskelig med et «*prinsippbasert system*». Et system basert på presise og detaljerte regler ville, etter departementets syn, medføre økt forutberegnelighet for markedsaktørene.¹⁶

Gjennomføringen av overtakelsesdirektivet i norsk rett førte til vedtakelsen av en ny hjemmel for tvangsinnløsning av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud i vphl. § 6-22. Bestemmelsen er lovfestet etter mønster fra overtakelsesdirektivets artikkel 15 og 16.

¹³ Overtakelsesdirektivet artikkel 3 nr.2 bokstav a og b; Overtakelsesdirektivets fortale avsnitt 9.

¹⁴ NOU 2005:17 s.7; Anker-Sørensen & Sjøfjell, 2014, s.49.

¹⁵ Overtakelsesdirektivets fortale avsnitt 26 og artikkel 3; Schaumburg-Müller & Werlauff, 2012, s.46.

¹⁶ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.359.

3 Metodiske bemerkninger

Det foreligger et begrenset rettskildemessig grunnlag vedrørende forståelsen av «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2). Særlig fraværet av høyesterettspraksis og juridisk teori oppstiller noen utpregede metodiske spørsmål i relasjon til hvordan de øvrige rettskildene skal vektlegges i den juridiske argumentasjonen. Det er hensiktsmessig å først vurdere hvordan fraværet av høyesterettspraksis påvirker vektleggingen av praksis fra lagmannsrettene, for deretter å vurdere de øvrige rettskildenes vekt ved fortolkningen av vphl. § 6-22.

Unntaksvilkåret «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2) er bare behandlet i to lagmannsrettsdommer. Det har rådet en viss usikkerhet i teorien vedrørende vekten av underrettspraksis.¹⁷ Høgberg og Sunde har påpekt at underrettspraksis sin vekt er relativ i relasjon til hvorvidt den aktuelle praksisen anvendes i underinstansene eller i Høyesterett.¹⁸ Likevel finnes det eksempler på at Høyesterett anvender underrettspraksis i sin argumentasjon, eksempelvis Rt-1995-259 (Tromsø Kjøtt).

Grunnet mangel av høyesterettspraksis, samt det øvrige rettskildemessige grunnlaget, vil lagmannsrettens avgjørelser i LF-2015-14655 og LB-2019-89366 ilegges større vekt enn underrettsavgjørelser generelt sett blir ilagt. Avgjørelsene vil følgelig være vektige argumenter ved fortolkningen av «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2). Den konkrete vekten avhenger av hvordan lagmannsrettens argumentasjon er bygd opp, samt hvordan rettskildene blir brukt. I tråd med alminnelig juridisk metode må den avgjørende vekten legges på lovteksten og de aktuelle legislative hensynene lovbestemmelsen skal ivareta, hvorav lagmannsrettspraksisen vil spille inn som tolkningsbidrag i den konkrete rettsanvendelsen.

Det er også hensiktsmessig å rette noen metodiske bemerkninger til overtakelsesdirektivets relevans og vekt ved fortolkningen av vphl. § 6-22, som følge av at bestemmelsen er lovfestet etter mønster fra overtakelsesdirektivets artikkel 15 og 16. EU-domstolen har utviklet et prinsipp om EU-rettskonform tolkning,¹⁹ hvor EFTA-domstolen i den forlengelse har uttalt at

¹⁷ Nygaard, 2004, s.210.

¹⁸ Høgberg & Sunde, 2019, s.94.

¹⁹ Sejersted et al., 2011, s.265.

EØS-avtalen gir grunnlag for en tilsvarende konform tolkning av EØS-direktivene.²⁰ I Rt-2000-1811 (Finanger I) fant Høyesterett at presumsjonsprinsippet kom til anvendelse ovenfor EØS-retten, som vil si at norske lovbestemmelser skal tolkes i tråd med Norges folkerettslige forpliktelser, herunder EØS-avtalen.²¹ Det innebærer at overtakelsesdirektivet er en sentral rettskilde ved fortolkningen av tvangsinnløsningshjemmelen i vphl. § 6-22.

Overtakelsesdirektivets relevans og vekt aktualiseres særlig i lys av fraværet av høyesterettspraksis og juridisk teori som nevnt ovenfor. Relevansen vil imidlertid avta der det allerede er fastsatt strengere regler enn det minimumsnivået direktivet oppstiller, som følge av direktivets karakter som minimumsdirektiv.

²⁰ Sak E-1/07 A.

²¹ RT-2000-1811 (Finanger I).

4 Det legislative grunnlaget

4.1 Innledning

Hensynsbetraktninger spiller en sentral rolle ved utformingen og anvendelsen av tvangsinnløsningsreglene. Reglene bygger på en avveining hvor likebehandlingshensynet og hensynet til majoritets- og minoritetsaksjonærene må veies opp mot hverandre. En fornuftig avveining mellom hensynene i relasjon til utforming og fortolkning av tvangsinnløsningsreglene antas å gi positive samfunnsøkonomiske virkninger i form av et mer effektivt og likvid verdipapirmarked. Dette vil i sin tur bedre selskapenes kapitaltilgang.²² Avhandlingen vil i det følgende redegjøre for de ovennevnte legislative hensynene.

4.2 Likebehandling

Likhetshensynet er et grunnleggende prinsipp i aksjeselskapsretten og innebærer at alle aksjonærer har lik rett til selskapet.²³ Hensynet er knyttet opp mot aksjen og ikke den enkelte aksjeeier, ettersom aksjonærrettighetene som utgangspunkt følger aksjeinnhavet.²⁴ For tvangsinnløsningsinstituttet er det viktig at likebehandlingshensynet ivaretas gjennom hele tilbudsprosessen. Presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2) baseres på en grunntanke om at tilbudsprisen i overtakelsestilbudet gir uttrykk for en rettferdig pris for minoritetsaksjonærenes aksjer, se kapittel 7.1. Ved å opprettholde de krav som stilles til likebehandling, styrker tilbudsprosessen tilbudsprisens verdi som uttrykk for en rettferdig pris.²⁵ Dette øker tilliten til tvangsinnløsningsinstituttet og bygger opp under verdipapirhandellovens formål om et sikkert og effektivt verdipapirmarked.²⁶

Lik behandling av aksjonærene bidrar til å gjøre minoritetsposter mer attraktive, som i den forlengelse kan gagne det øvrige aksjefellesskapet ved at det er enklere å hente inn egenkapital.²⁷ Ivaretagelse av likhetshensynet styrker minoritetsvernet, ettersom det vanligvis

²² NOU 2005:17 s.73.

²³ Asal. § 4-1; Vphl. § 5-14.

²⁴ Andenæs, 2016, s.127.

²⁵ Nærmere om dette i kapittel 5 og 7.1.

²⁶ Vphl. § 1-1.

²⁷ Truyen, 2004, pkt. 1.3.

er aksjeminoriteten som trenger beskyttelse mot at det finner sted verdioverføring fra minoritetsaksjonærene til majoritetsaksjonæren i strid med likhetsprinsippet, se kapittel 4.3.²⁸

4.3 Majoritets- og minoritetshensyn

Verdipapirhandelloven § 6-22 tilkjenner både majoritets- og minoritetsaksjonærene en selvstendig innløsningsrett. Hovedbegrunnelsen for at det finnes tvangsinnløsningshjemler er at en slik minoritetspost «*kan være problematisk for begge parter*» og at det derfor «*kan være i begges interesse at minoritetens aksjer innløses*».²⁹ De hensyn som taler for en selvstendig innløsningsrett for minoriteten er diametralt forskjellige enn for majoritetsaksjonæren.³⁰ Der tvangsinnløsning for majoritetsaksjonæren gjerne er begrunnet i praktiske og økonomiske hensyn ved å skulle overta selskapet, begrunnes aksjeminoritetens innløsningsrett i at aksjonærene skal gis mulighet til å «komme seg ut» av selskapet.³¹ Delkapittelet vil først ta for seg de hensyn som taler for en selvstendig innløsningsrett for både majoritets- og minoritetsaksjonærene. Deretter vil delkapittelet adressere minoritetsvernet, hvilket har en viktig side inn mot avhandlingens problemstilling om fastsettelse av innløsningssum ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22.

4.3.1 Hensynet til majoritetsaksjonærene

Overordnet kan majoritetsaksjonærenes innløsningsrett begrunnes i et ønske om handlefrihet. I forarbeidene uttales det at «*de praktiske problemer som et morselskap kan ha med en liten minoritet*» er en vesentlig del av tvangsinnløsningsinstituttets begrunnelse.³² Muligheten for å gjennomføre fusjoner eller restrukturering av selskapet trekkes frem som eksempler på hvorfor majoritetsaksjonæren skal tilkjennes en innløsningsrett.³³ Dette er viktig av hensyn til økonomisk vekst i selskapet, se kapittel 1.1. At aksjelovgivningen skal åpne for slike strukturelle endringer i selskapet er et moment som skal ilegges vekt ikke bare ved adgangen til å tvangsinnløse minoritetsaksjonærene, men også ved vurderingen av om «*særlige grunner tilsier en annen pris*» etter vphl. § 6-22 (2). Med det menes at hvis aksjene må verdsettes ved

²⁸ LF-2015-14655.

²⁹ Andenæs, 2016, s.222-223.

³⁰ Woxholth, 2012, s.315.

³¹ NUT 1970:1 s.184.

³² NUT 1970:1 s.184.

³³ NUT 1970:1 s.184.

bruk av skjønn, vil gjennomføring av de ovennevnte selskapsendringene bli mer tids- og ressurskrevende enn forutsatt av lovgiver. Mer om dette i kapittel 7.1.

Aksjelovgivningen er tuftet på et grunnleggende syn om flertallsstyre.³⁴ Flertallets ønsker må hensyntas, og som utgangspunkt må minoriteten akseptere å bli nedstemt.³⁵ Eksistensen av en innløsningsrett, samt hvilke konkrete vilkår som må oppfylles før innløsning kan finne sted, beror på en avveining fra lovgivers side. Lovgiver må vurdere hensynet til majoritetsaksjonæren opp mot hvilke rettigheter i selskapet minoritetsaksjonærenes aksjeandeler egentlig fordrer.

4.3.2 Hensynet til minoritetsaksjonærene

Det skilles mellom de hensyn som begrunner minoritetsaksjonærenes selvstendige innløsningsrett, og hensynet til minoritetsvernet.

Grunnlaget for minoritetsaksjonærenes innløsningsrett er åpenbar. I de tilfeller hvor majoritetsaksjonæren eier ni tideler eller mer av selskapet, vil aksjeminoriteten som utgangspunkt være uten mulighet til å ivareta sine egne interesser som følge av at majoritetsaksjonæren kontrollerer selskapet.³⁶ En selvstendig innløsningsrett bøter på dette, og gir minoritetsaksjonærene mulighet til å ivareta sine egne økonomiske interesser ved å kunne selge seg ut av selskapet.³⁷

Minoritetsvernet handler overordnet om en avveining mellom det ovennevnte utgangspunktet om flertallsstyre, vurdert opp mot beskyttelse av minoritetsaksjonærene. Woxholth beskriver denne avveining som konflikten mellom «*majoritetens makt og minoritetens avmakt*».³⁸ Ivaretagelse av hensynet til aksjeminoriteten er en sentral del av overtakelsesreglene i verdipapirhandellovens kapittel 6 og overtakelsesdirektivet.³⁹ Grunnleggende sett skal ikke majoritetsaksjonæren kunne utnytte aksjeminoriteten, og aksjeminoriteten skal ikke lide økonomiske tap på grunn av kontrollskifter i selskapet. Ved at aksjelovgivningen skal sikre minoritetsvernet i slikt henseende, vil minoritetsaksjonærene kunne forutberegne sin rettsstilling, samt at risikoen for spekulative selskapsovertakelser minker. Dette skaper tillit til

³⁴ Asl. § 5-17; Asal. § 5-17.

³⁵ Woxholth, 2012, s.71.

³⁶ NUT 1970:1 s.184; Woxholth, 2012, s.315-316.

³⁷ Winter et al., 2002, s.62.

³⁸ Woxholth, 2012, s.73.

³⁹ NOU 2005:17 s.13; Overtakelsesdirektivets fortale nr.9.

tvangsinnløsningsinstituttet, som derigjennom fremmer verdipapirhandelens formål om et sikkert og effektivt verdipapirmarked.⁴⁰

4.4 Eiendomsretten

Individets eiendomsrett til aksjer er vernet av Den europeiske menneskerettskonvensjonens første tilleggsprotokoll artikkel 1.⁴¹ Tvangsinnløsning går på bekostning av minoritetsaksjonærenes eiendomsrett,⁴² og aksjonæren skal som utgangspunkt tilkjennes full erstatning.⁴³ Hensynet til den enkelte aksjeeiers eiendomsrett er dermed viktig ved fortolkning av de selskaps- og verdipapirrettslige reglene om tvangsinnløsning. Samtidig skiller eiendomsrett til aksjer seg fra andre eiendeler, ved at minoritetsaksjonæren selv har minimal kontroll over de underliggende verdier i aksjeselskapet. Aksjens identitet og verdi kan endre seg ved eksempelvis kapitalforhøyelser og fusjoner, og aksjeeieren vil ikke ha den samme legitime forventingen til ivaretagelse av aksjens underliggende identitet som eksempelvis en eier av fast eiendom vil ha.⁴⁴

⁴⁰ Vphl. § 1-1.

⁴¹ *Sovtransavto Holding mot Ukraine*, no. 48553/99, 25 juli 2002; *Shesti Mai Engineering OOD et al. mot Bulgaria*, no. 17854/04, 20 september 2011.

⁴² Schaumburg-Müller & Werlauff, 2012, s.590; Woxholth, 2012, s.315.

⁴³ Grunnloven § 105.

⁴⁴ Krohn, 2003, pkt. 2.4.

5 Tilbudsreglene

5.1 Innledning

For å kunne tvangsinnløse minoritetsaksjonærene med hjemmel i vphl. § 6-22, forutsettes det at oppkjøper har fremmet et frivillig tilbud og/eller pliktig tilbud i henhold til reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6. Tilbudsreglene danner rammeverket for oppkjøp av børsnoterte selskaper og er derfor nært tilknyttet tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22. Det gjør det nødvendig å redegjøre for tilbudsreglene. Hvordan reglene ivaretar majoritets- og minoritetsaksjonærenes interesser er sentralt for forståelsen av tvangsinnløsningsreglene i vphl. § 6-22. Dette vil avhandlingen vise i kapittel 10. Redegjørelsen vil fokusere på hvordan tilbudsreglene påvirker tvangsinnløsningen, herunder særlig de aspekter som påvirker fastsettelse av innløsningssummen.

5.2 Hva er et tilbud?

Oppkjøp av selskaper foregår som regel ved at oppkjøperen enten gradvis kjøper seg opp i markedet, eller ved at det gjennomføres et eller flere større fremstøt gjennom fremsettelse av tilbud. Det er sistnevnte fremgangsmåte avhandlingen fokuserer på. Slike tilbud rettes som hovedregel til alle aksjonærer i selskapet.⁴⁵ Dette er tilbud som fremmes med formål om å overta full kontroll over målselskapet,⁴⁶ herunder å erverve tilstrekkelig aksjer til å tvangsinnløse aksjeminoriteten etter vphl. § 6-22.

Overordnet må tilbudet enten utformes som et pliktig eller et frivillig tilbud. Hvilken tilbudsform som kan eller må anvendes beror på den konkrete situasjonen oppkjøperen står i. For tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 kan det ha stor betydning hvorvidt tvangsinnløsningen besluttes på bakgrunn av et frivillig eller pliktig tilbud. Tilbudsformen påvirker særlig hvordan tilbudsprisen fastsettes.

⁴⁵ Vphl. §§ 6-10 (2) og 6-19 (2).

⁴⁶ Overtakelsesdirektivet artikkel 2 nr.1 bokstav a.

5.3 Tilbudsformene

Tilbudsprisen danner grunnlaget for innløsningssummen i den etterfølgende tvangsinnløsningen, jf. vphl. § 6-22 (2). Hvordan tilbudsformene ivaretar hensynet til minoritetsaksjonærene er sentralt for tilbudsprisens verdi som presumsjon for «*fair price*», se kapittel 7.1. Delkapittelet vil redegjøre for tilbudsformene hver for seg.

5.3.1 Pliktige tilbud

Pliktige tilbud fremmes på bakgrunn av utløst tilbudsplikt. Tilbudsplikten er tilknyttet faste eierandelsterskler, og pålegger en aksjeeier å fremme tilbud til øvrige aksjeeiere om kjøp av deres aksjer. Utløsning av plikten er dermed betinget av at aksjeeieren erverver aksjer av en størrelsesorden som overstiger de aktuelle tersklene.

Når og hvordan tilbudsplikten oppstår reguleres av vphl. § 6-1. Tilbudsplikterskelen er fastsatt til en tredjedel av de stemmeberettigede aksjene. Det følger også ytterligere tilbudsplikterskler etter reglene om indirekte erverv og gjentatt tilbudsplikt.⁴⁷ Tersklene skal samsvare med tidspunktene for kontrollskifte i selskapet, hvorav særlig grensen på en tredjedel skal samsvare med terskelen for formell negativ kontroll.⁴⁸ Negativ kontroll foreligger der en aksjeeier eier over 33,33% av de stemmeberettigede aksjene. En slik kontroll gir aksjeeieren mulighet til å blokkere viktige selskapsavgjørelser som ellers krever to tredjedels flertall av stemmene på generalforsamling.⁴⁹

Pliktige tilbud er underlagt omfattende reguleringer med hensyn til utforming av tilbudet. Av særlig relevans er at tilbyder ikke kan stille betingelser ved tilbudet, jf. vphl. § 6-10 (3), og at tilbudsprisen skal være «*minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte*», jf. vphl. § 6-10 (4). Det avgrenses mot ytterligere redegjørelse av tilbudspliktreglene.

⁴⁷ Vphl. § 6-1 (2); Vphl. § 6-6 (1).

⁴⁸ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.373; Bergo, 2021, s.361.

⁴⁹ Aabø-Evensen, 2011, s.141.

5.3.2 Hvordan påvirker pliktige tilbud tvangsinnløsningen?

Regelsettet for pliktige tilbud kan påvirke den etterfølgende tvangsinnløsningen på flere måter. Ved å fastsette tilbudspliktgrensen tilsvarende kontrolltersklene oppnår lovgiver flere målsetninger. For det første, gir tilbudsplikten minoritetsaksjonærene en «exit-mulighet».⁵⁰ Et kontrollskifte kan bryte med de forutsetninger aksjonæren hadde for å eie aksjen. Eksempelvis kan en ny aksjonær med negativ kontroll blokkere selskapsavgjørelser som er i det øvrige aksjefellesskapets interesse.

For det andre, er oppkjøper som regel villig til å betale mer for strategisk viktige kontrollposter.⁵¹ Eksempelvis varierte kontrollpremien på Oslo Børs mellom 25-37 prosent over markedskurs i perioden 1997 til 2010.⁵² Et av hovedformålene med tilbudsplikten er å sikre aksjonærene en del av denne kontrollpremien.⁵³ Dette henger tett sammen med reguleringen av tilbudsprisen i vphl. § 6-10 (4). Tilbudsprisen skal samsvare med høyeste aksjeerverv siste 6 måneder før fremsettelse av tilbudet. Ettersom pliktige tilbud må fremmes senest fire uker etter utløst tilbudsplikt,⁵⁴ medfører det at tilbudsprisen gjenspeiler eventuelle kontrollpremier tilbyder har betalt ved utløsning av tilbudsplikten. På den måten sikrer tilbudspliktreglene som utgangspunkt at aksjonærene får like godt betalt for sine respektive aksjeandeler og bidrar til likebehandling aksjeeierne imellom.⁵⁵ Dette styrker minoritetsvernet i den forutgående prosessen før tvangsinnløsningen. Ivaretagelse av minoritetsvernet i relasjon til fastsettelse av tilbudsprisen bidrar til å styrke tilbudsprisen sin verdi som presumsjon for «*fair price*» i den etterfølgende tvangsinnløsningen. Dette bakteppet er viktig å ha med seg i den videre redegjørelsen av tvangsinnløsningsreglene i vphl. § 6-22, herunder særlig i kapittel 10.

Fastsettelse av tilbudsprisen er også viktig for oppkjøper. Hvis oppkjøper betaler en for høy kontrollpremie i utgangspunktet, vil denne «feilen» følge vedkommende gjennom hele oppkjøpsprosessen. I slike tilfeller vil presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2) virke i oppkjøpers disfavør, i den forstand at kontrollpremien skal gjenspeiles i innløsningssummen.

⁵⁰ NOU 2005:17 s.30.

⁵¹ Aabø-Evensen, 2011, s.1012.

⁵² Bugge, 2011, s.226.

⁵³ Oslo Børs, 2019, punkt 5.2.4.

⁵⁴ Vphl. § 6-10 (1).

⁵⁵ Tjaum, 2014, s.42.

Oppkjøper har dermed et ytterligere incentiv til å sørge for at tilbudsprisen i det pliktige tilbudet er riktig.

Reglene om unntak fra tilbudsplikt vil påvirke tilbudsprisen som grunnlag for innløsningssum i den etterfølgende tvangsinnløsningen. Etter vphl. § 6-2 utløses ikke tilbudsplikt dersom aksjene er ervervet ved arv, gave, skifte eller gjennom fisjon og fusjon. I slike tilfeller utløses tilbudsplikt på et senere tidspunkt etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2). Det kan dermed gjennomføres kontrollskifte i selskapet uten at minoritetsaksjonærene gis en «exit-mulighet» gjennom fremsettelse av et pliktig tilbud. Den utsatte tilbudsplikten skaper dermed et avvikende grunnlag for fastsettelse av innløsningssummen. Dette er et viktig aspekt ved tilbudsreglene som drøftes nærmere i kapittel 10.2.

5.3.3 Frivillige tilbud

Frivillige tilbud skiller seg fra pliktige tilbud på to punkt: For det første, er det tilbyders frie valg hvorvidt det skal fremsettes et frivillig tilbud. For det andre, har tilbyder større frihet ved utformingen av tilbud.⁵⁶ Frivillige tilbud er underlagt særskilt regulering i vphl. § 6-19, som på visse punkter samsvarer med regelsettet for pliktige tilbud. Det stilles eksempelvis krav til utforming av tilbudsdokument, godkjenning fra tilbudsmyndigheten, samt grunnleggende likebehandlingskrav.⁵⁷

Ut over de ovennevnte reglene, er ikke frivillige tilbud underlagt særskilt regulering. Til forskjell fra pliktige tilbud, kan tilbyder stille betingelser for tilbudet, herunder forbehold om antall aksepter, «due-dilligence», konsesjonsforbehold eller oppgjørsmåte.⁵⁸ Bare unntaksvis fremmes frivillige tilbud uten slike betingelser.⁵⁹ Verdipapirhandelloven stiller heller ingen krav til tilbudsprisen i frivillige tilbud.⁶⁰ Tilbyder er ikke bundet av historiske aksjekjøp i målselskapet, og kan dermed fremsette tilbud til den prisen tilbyder selv ønsker.

⁵⁶ Tjaum, 2014, s.11.

⁵⁷ Se vphl. §§ 6-13, 6-14, 6-10 (9), jf. 6-19 (1).

⁵⁸ NOU 2005:17 s.45; Bergo, 2021, s.387.

⁵⁹ Av 28 frivillige tilbud fremmet i perioden 2015–2022, ble det stilt akseptforbehold i 99% av tilbudene, jf. BAHHR, 2023, s.42.

⁶⁰ Sml. Vphl. § 6-10 (4).

5.3.4 Hvordan påvirker frivillige tilbud tvangsinnløsningen?

Den frihet tilbyder er gitt ved utforming av frivillige tilbud gjenspeiles i hvordan tvangsinnløsningsreglene er utformet. Vphl. § 6-22 (3) inneholder en spesialregel for tvangsinnløsning etter fremsettelse av frivillig tilbud. Regelen gjør det mulig for tilbyder å tvangsinnløse aksjeminoriteten uten å først måtte fremme et pliktig tilbud. Dette er både tids- og ressursbesparende. Avhandlingen tar for seg vphl. § 6-22 (3) i kapittel 6.5.

Tilbyder er ikke bundet med hensyn til tilbudsprisens størrelse, men vil ofte måtte betale en oppkjøpspremie for å oppnå tilstrekkelig aksept blant aksjonærene.⁶¹ Det er nettopp den frihet tilbyder har ved utforming av det frivillige tilbudet som danner grunnlaget for verdipapirhandelloven § 6-22 (3) og overtakelsesdirektivet artikkel 15 (5) sitt krav om 90% aksept i det frivillige tilbud for å legge tilbudsprisen til grunn som innløsningssum. Nærmere om dette i kapittel 6.5 og 7.2.

Det ovennevnte drar oss over i tilbyders mulighet til å sette betingelser ved tilbudet. Tilbyder kan eksempelvis forbeholde seg retten til å trekke tilbake tilbudet dersom tilbudet ikke oppnår 90% aksept, eller hvis tilbyder ikke mottar de nødvendige tillatelsene fra konsesjons- eller konkurransemyndighetene.⁶² Særlig forbehold om myndighetstillatelse kan påvirke hvor godt grunnlag tilbudsprisen danner for den etterfølgende tvangsinnløsningen. Det er ikke uvanlig at slike prosesser trekker ut i tid.⁶³ Jo lenger tid det går fra avsluttet tilbudsperiode til oppgjørstidspunktet, desto svakere vil tilbudsprisen stille seg som grunnlag for fastsettelse av innløsningssummen. I motsetning til for pliktige tilbud, regulerer ikke verdipapirhandelloven oppgjørstidspunktet ved frivillige tilbud.⁶⁴ Hvordan tidsaspektet påvirker vurderingen av om «*særlige grunner*» foreligger drøftes i kapittel 10.5.

⁶¹ Aabø-Evensen, 2011, s.478.

⁶² NOU 2005:17 s.45; Bergo, 2021, s.387.

⁶³ BAH, 2023, s.56.

⁶⁴ Vphl. § 6-10 (8).

6 Tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22

6.1 Innledning

Kapittelet vil ta for seg de materielle vilkårene som må være oppfylt for å kunne beslutte tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene etter vphl. § 6-22. Innledningsvis vil det knyttes noen korte bemerkninger til sammenhengen mellom asal. § 4-25 og vphl. § 6-22. Videre vil det redegjøres for de spesifikke vilkårene som vphl. § 6-22 (1) oppstiller, for deretter å ta for seg spesialregelen for frivillige tilbud i vphl. § 6-22 (3).

6.2 Sammenhengen mellom asal. § 4-25 og vphl. § 6-22

Vphl. § 6-22 supplerer den alminnelige tvangsinnløsningshjemmelen i allmennaksjeloven § 4-25.⁶⁵ Ettersom vphl. § 6-22 er en særregel for tvangsinnløsning i forbindelse med overtakelsestilbud, gis loven forrang i den utstrekning bestemmelsen vilkår er oppfylt. Vphl. § 6-22 omhandler de materielle vilkårene for å beslutte tvungen overføring av minoritetsaksjonærenes aksjer, samt regler for fastsettelse av innløsningssummen. Asal. § 4-25 inneholder regler vedrørende de formelle sidene ved tvangsinnløsningen. Hvis «*særlige grunner tilsier en annen pris*» etter vphl. § 6-22 (2), faller en tilbake på hovedregelen i asal. § 4-25 (2). Det innebærer at innløsningssummen fastsettes ved skjønn med utgangspunkt i hva som er å anse som «*aksjens virkelige verdi*».

6.3 Tvangsinnløsningens omfang

Delkapittelet vil behandle spørsmålet om hvorvidt majoritetsaksjonæren må innløse alle minoritetsaksjonærene, eller om verdipapirhandelloven åpner opp for en slags selektiv innløsningsrett. Det samme spørsmålet må drøftes i relasjon til minoritetsaksjonærens rett til å kreve sine aksjer innløst.

Det er ikke tvilsomt at asal. § 4-25 og vphl. § 6-22 gir majoritetsaksjonæren en rett til å innløse alle minoritetsaksjonærene. Dette kan leses ut fra ordlyden i «*overta de øvrige*

⁶⁵ Asal. § 4-25 (7).

aksjene» i asal. § 4-25 (1) og tilsvarende i vphl. § 6-22 (1), samt underbygges av de hensyn som begrunner innløsningsretten.⁶⁶ Derimot fremstår det ikke like klart om majoritetsaksjonæren må tvangsinnløse hele minoritetsfellesskapet, eller om det er mulig å innløse enkelte minoritetsaksjonærer. Spørsmålet må svares benektende. Aarbakke et al. uttaler i forbindelse med asl. § 4-26 (1) at bestemmelsen bør «tolkes i samsvar med ordlyden, slik at morselskapet ikke kan begrense tilbudet til visse minoritetsaksjeeiere».⁶⁷ Andenæs og Krohn stiller seg også skeptisk til adgangen til en selektiv innløsningsrett.⁶⁸ Jeg er enig i dette. Spørsmålet om selektiv innløsningsrett har en slagside mot helt grunnleggende likebehandlingshensyn,⁶⁹ i den forstand at det ikke er adgang til å forskjellsbehandle de enkelte minoritetsaksjonærene seg imellom.

Derimot gjelder det andre regler hvis tvangsinnløsning beslutes av minoritetsaksjonærene. Minoritetsaksjonærene kan bare fremme krav om innløsning av sine egne aksjer, jf. asal. § 4-25 (1) siste pkt. og vphl. § 6-22 (1) siste pkt. Et slikt krav får ikke følger for det øvrige minoritetsfellesskapet.⁷⁰ Dersom minoritetsaksjonærene ønsker å få aksjene sine tvangsinnløst, må den enkelte aksjonær fremme krav om innløsning av sine respektive aksjer. Grunnlaget for dette må søkes i de hensyn som begrunner en selvstendig innløsningsrett for minoritetsaksjonærene, herunder at innløsningsretten foreligger for den aksjonær som ønsker å «komme seg ut» av selskapet, samt at eiendomsretten ikke strekker seg ut over den enkelte aksjeeiers egne aksjer.⁷¹ Hvorvidt den enkelte minoritetsaksjonær må innløse hele sin aksjeholdning, eller om vphl. § 6-22 åpner opp for å innløse enkelte aksjer er derimot usikkert. Av hensyn til avhandlingens problemstilling blir ikke spørsmålet drøftet ytterligere.

6.4 Vilkår for tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (1)

Tilbyder kan beslutte tvungen overføring av aksjeminoriteten dersom «tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud etter § 6-19 ervervet mer enn ni tideler av de

⁶⁶ Se kapittel 4.3.

⁶⁷ Aarbakke et al., 2017, s.320. Grunnet sammenhengen mellom aksjeloven og allmennaksjeloven er uttalelsene relevante for tolkningen av asal. § 4-25 og vphl. § 6-22.

⁶⁸ Krohn, 2000, s.44; Andenæs, 2016, s.232-233.

⁶⁹ Se kapittel 4.2.

⁷⁰ Andenæs, 2016, s.236.

⁷¹ Se kapittel 4.4.

*stemmeberettigede aksjene i målselskapet og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen».*⁷² Bestemmelsens vilkår vil bli redegjort for i det følgende.

6.4.1 Eierandelsterskelen

Vphl. § 6-22 (1) fremstår i all hovedsak som en henvisning til den tilsvarende regelen i asal. § 4-25. Derimot er det en liten språklig differanse bestemmelsene imellom. Etter vphl. § 6-22 (1) kreves det at tilbyder har ervervet «*mer enn ni tideler*» av de stemmeberettigede aksjene i selskapet, hvorav det tilsvarende kravet i asal. § 4-25 (1) er formulert som «*ni tideler eller mer*». Ordlyden indikerer en minimalt høyere terskel for tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 enn etter asal. § 4-25. Aarbakke et al. har også bemerket denne forskjellen.⁷³

Ved gjennomføringen av Direktiv 2009/109/EF ble passusen i asal. § 4-25 endret til «*ni tideler eller mer*».⁷⁴ Endringen omfattet ikke verdipapirhandelloven, og vphl. § 6-22 (1) ble ikke endret tilsvarende. Ettersom vphl. § 6-22 er en særregel som supplerer asal. § 4-25, taler sammenhengen bestemmelsene imellom for en tilsvarende tolkning av terskelen for tvangsinnløsning etter både vphl. § 6-22 (1) og asal. § 4-25 (1). Dette er også i tråd med ordlyden i «*not less than 90%*» i overtakelsesdirektivets artikkel 15 nr. 2 bokstav a. Verdipapirlovutvalget fremmet i 2019 forslag til språklige endringer av vphl. § 6-22 (1), slik at bestemmelsen tilsvarende utformingen i asal. § 4-25 (1).⁷⁵ Den språklige forskjellen er følgelig utilsiktet. Selv om ordlyden i vphl. § 6-22 (1) er klar, er min mening at det ovennevnte rettskildemessige grunnlaget er tilstrekkelig vektig til at «*mer enn ni tideler*» i vphl. § 6-22 (1) ikke kan tolkes bokstavelig, og må leses som «*ni tideler eller mer*» i tråd med asal. § 4-25 (1).

6.4.2 Passering av eierandelsterskelen

Spørsmålet i dette delkapittelet er om ordlyden i vphl. § 6-22 stiller krav til at den aktuelle eierskapsterskelen på ni tideler må passeres gjennom det fremsatte tilbudet, eller om vphl. § 6-22 kommer til anvendelse dersom terskelen passeres ved aksjeerverv etter et gjennomført

⁷² Vphl. § 6-22 (1).

⁷³ Aarbakke et al., 2017, s.1070.

⁷⁴ Prop.97 L (2010–2011).

⁷⁵ NOU 2019:1 s.74. De nevnte språklige endringene skal følges opp ved en senere anledning, jf. Prop.68 L (2019–2020) s.1.

tilbud. Bestemmelsen kommer til anvendelse der «*tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud etter § 6-19 ervervet mer enn ni tideler*», jf. vphl. § 6-22 (1). Passusen «*etter fremsettelse av*» tydeliggjør bestemmelsens tilknytning til pliktige og frivillige, og antyder at eierandelsterskelen må passeres gjennom eller som følge av et tilbud. Tjaum legger seg på en tilsvarende linje.⁷⁶ Likevel utelukker ikke ordlyden kategorisk at bestemmelsen kan anvendes ved erverv etter gjennomført tilbud – forutsatt at tidsfristene for tvungen overføring i vphl. § 6-22 kan opprettholdes.⁷⁷ Løsningen er usikker, og grunnet relevans for avhandlingens problemstilling avgrenses det mot nærmere drøftelse.

6.4.3 Tidspunktet aksjene anses ervervet

Innløsningsretten blir tilgjengelig på det tidspunkt ni tideler av de stemmeberettigede aksjene anses «*ervervet*», jf. vphl. § 6-22 (1). Av hensyn til språklig sammenheng i regelverket, vil «*ervervet*» i vphl. § 6-22 (1) tolkes likt som det tilsvarende begrepet i vphl. § 6-1. Det vil si på det tidspunkt aksjens eierbeføyelser går over på kjøper.⁷⁸ Ved aksjer ervervet gjennom frivillige og pliktige tilbud går eierbeføyersene som regel over på tilbyder på oppgjørstidspunktet.

6.5 Tvangsinnløsning etter spesialregelen i vphl. § 6-22 (3)

6.5.1 Bakgrunn

Delkapittelet vil presentere bakgrunnen for tvangsinnløsningsregelen i vphl. § 6-22 (3). Etersom rundt halvparten av de overtakelsestilbudene som fremmes er frivillige tilbud,⁷⁹ er en redegjørelse for vphl. § 6-22 (3) svært relevant for oppgavens problemstilling. Bestemmelsen er en spesialregel for frivillige tilbud, og gjør unntak fra tilbudspliktreglene i vphl. § 6-1. Bestemmelsen reiser flere særegne problemstillinger i relasjon til anvendelse av presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2), herunder blant annet hvordan prisbestemmelsen i vphl. § 6-22 (3) nr. 2 påvirker anvendelsen av unntaksregelen for «*særlige grunner*» i vphl. § 6-22

⁷⁶ Tjaum, 2014, s.13.

⁷⁷ Se vphl. § 6-22 (2) og (3) nr.1

⁷⁸ NOU 1996:2 s.108.

⁷⁹ Bahr, 2023, s.17.

(2). Dette drøftes i kapittel 8.2. Delkapittelets formål er å skape et rammeverk for den videre drøftelsen av vphl. § 6-22 (3).

Verdipapirhandelloven av 1997 oppstilte et absolutt krav om fremsettelse og gjennomføring av pliktig tilbud før tvangsinnløsning kunne finne sted.⁸⁰ Det innebar at selv om tilbyder oppnådde ni tideler eierandel eller mer gjennom fremsettelse av et frivillig tilbud, måtte tilbyder gjennomføre et pliktig tilbud før de øvrige aksjene kunne tvangsinnløses. I 1999 mottok børsen spørsmål om det av hensyn til tids- og ressursbruk var mulig å endre på den ovennevnte praksisen. Børsen konkluderte med at det var mulig å samordne regelsettene, slik at tvangsinnløsning kunne besluttes og gjennomføres umiddelbart ved fremsettelse av et pliktig tilbud.⁸¹ Børsen oppstilte her en ny praksis for tvangsinnløsning etter frivillige tilbud.

Vedtakelsen av vphl. § 6-22 (3) kodifiserte den ovennevnte praksisendringen.⁸² Lovutvalget uttalte at den tidligere ordningen etter verdipapirhandelloven av 1997 «*trolig kunne virke forvirrende*» og at «*ordningen synes unødig fordyrende*» for tilbyder.⁸³ Ettersom overtakelsesdirektivet ikke har en tilsvarende regel, fremstår vphl. § 6-22 (3) som en særnorsk innløsningsregel. Hvordan dette påvirker avhandlingens problemstilling vil bli drøftet senere i kapittel 7.2 og 8.2.

6.5.2 Vilkår for tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3)

Vilkårene for tvungen overføring av minoritetsaksjonærenes aksjer etter vphl. § 6-22 (3) samsvarer i stor grad med reglene for pliktige tilbud. Inngangsvilkåret for anvendelse av vphl. § 6-22 (3) er at tilbyder gjennom et «*frivillig tilbud*» må ha «*ervervet eierandel som angitt i første ledd*». Det vil si «*ni tideler eller mer*», jf. vphl. § 6-22 (1).⁸⁴ Videre oppstiller bestemmelsen tre kumulative vilkår. Tvangsinnløsningen må iverksettes «*senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført*», jf. vphl. § 6-22 (3) nr. 1, og tilbyder må stille «*tilsvarende garanti som ved fremsettelse av pliktige tilbud etter vphl. § 6-10 (7)*», jf. vphl. § 6-22 (3) nr. 3.

⁸⁰ NOU 1996:2 s.128; Tjaum, 2014, s.61.

⁸¹ Oslo Børs, 1999, punkt 6 side 70; Oslo Børs, 2000, punkt 6.5.

⁸² Tjaum, 2014, s.62; Oslo Børs, 2000, punkt 6.5.

⁸³ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.405, jf. NOU 2005:17 s.64.

⁸⁴ Se kapittel 6.4.1.

Sentralt for oppgavens problemstilling er det tredje kumulative vilkåret om at innløsningssummen må tilsvare «*minst det laveste beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud*», jf. vphl. § 6-22 (3) nr. 2. Vilkaåret er en henvisning til vphl. § 6-10 (4).⁸⁵ Tjaum uttaler at løsningsen ikke samsvarer med overtakelsesdirektivet, og begrunner dette med en henvisning til presumsjonsregelen i direktivets artikkel 15 (5).⁸⁶ Jeg stiller meg kritisk til uttalelsen. Som Tjaum gir uttrykk for, er det riktig at vphl. § 6-22 (3) nr. 2 avviker fra det utgangspunktet overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5) oppstiller. Imidlertid står ikke overtakelsesdirektivet i veien for at medlemsstatene på eget initiativ kan fastsette regler som avviker fra utformingen av de generelle prinsippene i overtakelsesdirektivet, forutsatt at minoritetsvernet blir ivaretatt.⁸⁷ I NOU 2005:17 på side 64 foretok utvalget en overveid vurdering av hvorvidt innløsningssummen skulle fastsettes tilsvarende presumsjonsregelen i overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5). Grunnet et ønske om ytterligere vern av minoritetsaksjonærene, landet lovgiver på den nevnte regelen i vphl. § 6-22 (3) nr. 2.

At innløsningssummen fastsettes i tråd med vphl. § 6-10 (4), betyr at eventuelle kjøp tilbyder har gjort til en høyere pris enn tilbudsprisen i de siste 6 månedene før tilbudsplikten inntrådte, vil gjenspeiles i innløsningssummen. Dette skiller seg fra den alternative tre-måneders perioden i vphl. § 6-22 (2) og overtakelsesdirektivets artikkel 15 (4), og vil plukke opp erverv lenger tid tilbake. Dette gir et ytterligere vern for aksjeminoriteten. Hvordan vphl. § 6-22 (3) nr. 2 stiller seg ovenfor presumsjonsreglen i vphl. § 6-22 (2) og overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5), samt unntaket for «*særlige grunner*», blir drøftet nærmere i kapittel 7.2 og 8.2.

⁸⁵ NOU 2005:17 s.64.

⁸⁶ Tjaum, 2014, s.62.

⁸⁷ Se kapittel 2.2.

7 Fastsettelse av innløsningssum

7.1 Presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2)

Ved tvangsinnløsning er stridens kjerne som oftest hvilken pris innløser må betale for aksjene. Hovedregelen har vært at innløsningssummen fastsettes enten ved enighet eller ved skjønn etter asal. § 4-25 (2).⁸⁸ Skjønnsforretning er en tids- og ressurskrevende prosess. Det er i disse tilfellene presumsjonsregelen i vphl. 6-22 (2) kommer inn. Bestemmelsen nedlegger en presumsjon om at tilbudsprisen skal legges til grunn ved fastsettelse av innløsningssummen. Presumsjonsregelen forenkler verdsettelsesprosessen, ved at løsningssummen fastsettes på en måte som minimerer både tidsbruk og kostnader, samt skaper forutberegnelighet for både majoritets- og minoritetsaksjonærene ved at de på forhånd vet innløsningssummens størrelse.⁸⁹

Etter overtakelsesdirektivets artikkel 15 (1) skal medlemsstatene sikre minoritetsaksjonærene en «*fair price*» for sine aksjer. En naturlig forståelse av vilkåret indikerer at det med «*fair price*» menes at minoritetsaksjonærene skal få betalt en rettferdig og rimelig kompensasjon. Det foreligger ingen relevant praksis fra EU-domstolen vedrørende forståelsen av «*fair price*». Etersom det ved verdsettelse av aksjer tas subjektive forutsetninger, vil det være vanskelig å stadfeste en aksjes nøyaktige verdi basert på en slik verdsettelsesprosess alene.⁹⁰ Med subjektive forutsetninger sikter det til forhold som ikke nødvendigvis er objektivt kvalifiserbare, som eksempelvis vekstpotensial, lønnsomhet eller fremtidige markedsfaktorer. Hvordan den enkelte verdsetter vurderer disse forholdene vil variere, noe som medfører at slike verdsettelsesprosesser er beheftet med usikkerhet.⁹¹ Av den grunn søkes det etter en pris som antas å være rettferdig og rimelig for minoritetsaksjonæren.

I NOU 2005:17 tok utvalget stilling til hvorvidt presumsjonsregelen overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5) gir uttrykk for er i tråd med aksjelovgivningens utgangspunkt om at løsningssummen skal svare til «*aksjens virkelige verdi*». Utvalget antok at «*den norske løsningen om at innløsningssummen skal svare til aksjenes virkelige verdi, er i samsvar med*

⁸⁸ Se 6.2.

⁸⁹ NOU 2005:17 s.63.

⁹⁰ LF-2015-14655.

⁹¹ Kaldestad & Møller, 2016, s.21-23.

direktivets krav til «fair price».⁹² Det betyr at begrepene «aksjens virkelige verdi» og «fair price» er uttrykk for det samme prinsippet – at minoritetsaksjonæren skal få en rettferdig betaling for sine aksjer.

Utvalget uttaler videre at presumsjonen i overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5) om at tilbudsprisen i visse tilfeller gir uttrykk for «fair price», måtte «i hovedsak antas å være i tråd med allmennaksjelovens regel».⁹³ Vedtakelsen av vphl. § 6-22 (2) fraviker dermed ikke aksjelovgivningens utgangspunkt om at aksjer skal verdsettes til «aksjens virkelige verdi», og samfaller med uttalelsene i Norway Seafoods-dommen om at i takeover-situasjoner «vil nok børskursen ofte være representativ for verdien».⁹⁴

For at presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2) skal komme til anvendelse, må tvangsinnløsning «finne[r] sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen etter § 6-11». Regelen er vedtatt etter mønster fra overtakelsesdirektivet artikkel 15 (4). Begrunnelsen er at jo lenger tid det går mellom tilbudsfristens utløp og tvangsinnløsningen, desto mindre grunn er det til å tro at tilbudsprisen gir uttrykk for «fair price». Aksjeselskaper er dynamiske, og den antatte verdien kan endre seg. Eksempelvis ved omstendigheter som drøftet i kapittel 10. Hvis tvangsinnløsning skjer utenfor tre-måneders fristen må innløsningssummen fastsettes i henhold til asal. § 4-25 (2).

7.2 Overtakelsesdirektivets akseptkrav i det frivillige tilbudet

Delkapittelet vil ta for seg følgende spørsmål: Er det tilstrekkelig for tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3) at tilbyder oppnår en eierandel på 9/10 av de stemmeberettigede aksjene gjennom det frivillige tilbud, eller kreves det at tilbudet har blitt akseptert av 90% av de aksjene tilbudet er rettet mot? Spørsmålet oppstår fordi det tilsynelatende foreligger en motstrid mellom ordlyden i verdipapirhandelloven § 6-22 (3) og overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5) i relasjon til når tilbudsprisen i et frivillig tilbud anses som «fair price».

⁹² NOU 2005:17 s.63.

⁹³ NOU 2005:17 s.63.

⁹⁴ RT-2003-713 (Norway Seafoods) avsnitt 67.

Spørsmålet omhandler selve kjernen i anvendelsen av presumsjonsregelen ved frivillige tilbud, og vil få betydning for anvendelsen av unntaket for «*særlige grunner*» i vphl. § 6-22 (2), da det vil bidra til å kvalitetssikre hva som er «*fair price*». Som nevnt i kapittel 6.5.2, må tilbyder ha «*ervert eierandel som angitt i første ledd*» for å kunne tvangsinnløse direkte etter et frivillig tilbud. Dersom tilbyder har ervert en eierandel på «*ni tideler eller mer*»,⁹⁵ fastsettes innløsningssummen tilsvarende prisen i et pliktig tilbud, jf. vphl. § 6-22 (3) nr. 2. Ordlyden i «*eierandel*» indikerer at bestemmelsen sikter seg inn på den totale eierandelen tilbyder oppnådde ved det frivillige tilbudet, og at akseptgraden i tilbudet er irrelevant for å legge tilbudsprisen til grunn som innløsningssum ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3).

Overtakelsesdirektivet artikkel 15 (5) trekker derimot i en annen retning. Bestemmelsen uttrykker at tilbudsprisen i det frivillige tilbudet er «*fair*», dersom tilbyder «*through acceptance of the bid, [...] has acquired securities representing not less than 90% of the capital carrying voting rights comprised in the bid*». Ordlyden i «*comprised in the bid*» sikter til de aksjene som omfattes av tilbudet, også formulert som de aksjene tilbyder ønsker å erverve gjennom tilbudet. Det utelukker tilbyders egne aksjer, ettersom tilbyder ikke retter tilbud mot disse.⁹⁶ Formuleringen indikerer at hvorvidt tilbudsprisen reflekterer «*fair price*» beror på andelen aksepter i tilbudet, og avviker fra ordlyden i vphl. § 6-22 (3) nr. 2.

Et eksempel er forklarende for problemstillingen: I selskap A er det totalt 100 utestående stemmeberettigede aksjer. Aksjonær B eier 30 aksjer i selskapet og ønsker å erverve de resterende aksjene. Aksjonær A fremmer et frivillig tilbud rettet mot de resterende 70 aksjene. For at aksjonær B skal kunne tvangsinnløse de øvrige aksjonærene i selskap A, trenger vedkommende aksept for minst 60 av de resterende 70 aksjene. Aksjonær B vil da eie 90 av 100 aksjer, og oppfyller vilkåret «*ni tideler eller mer*», jf. vphl. § 6-22 (1). Problemstillingen nevnt innledningsvis blir relevant hvis aksjonær B mottar aksept for mellom 60-62 aksjer. Ettersom tilbudet er rettet mot de resterende 70 aksjene i selskap A, vil tilbudet i et slikt tilfelle ha en akseptgrad på rundt 86-89% ved aksept for mellom 60-62 av 70 aksjer. I et slikt tilfelle kan aksjonær B tvangsinnløse aksjeminoriteten ettersom vedkommende eier «*ni tideler*» av de stemmeberettigede aksjene, jf. vphl. § 6-22 (1), men tilbudet vil ikke være akseptert av 90% av de aksjene tilbudet omfatter.

⁹⁵ Se kapittel 6.4.1.

⁹⁶ Gullifer & Payne, 2011, s.580; Kaisanlahti, 2007, s.500.

En løsning er å tolke vphl. § 6-22 (3) innskrenkende i de tilfeller hvor akseptgraden i det frivillige tilbudet er under 90%. Det innebærer at oppkjøper i slike tilfeller likevel må fremme et pliktig tilbud, for deretter å kreve aksjeminoriteten tvangsinnløst med hjemmel i vphl. § 6-22 (2). En slik løsning samsvarer med det som var gjeldende rett før vedtakelsen av vphl. § 6-22 (3), og vil være i tråd med overtakelsesdirektivet artikkel 15.

På den andre siden, vil løsningen stride mot formålet med spesialregelen i vphl. § 6-22 (3). Løsningen er prosessdrivende, ettersom prisen i det pliktige tilbudet i utgangspunktet fastsettes på samme måte som innløsningssummen etter vphl. § 6-22 (3) nr. 2.⁹⁷ Prisen vil nødvendigvis bli lik uansett om tilbyder kan tvangsinnløse med hjemmel i vphl. § 6-22 (3), eller om vedkommende først må fremme et pliktig tilbud, jf. vphl. § 6-22 (2), jf. vphl. § 6-10 (4).

Overtakelsesdirektivet ilegges stor vekt ved vurderingen av hvorvidt vphl. § 6-22 ivaretar de minimumskrav direktivet oppstiller.⁹⁸ Dette gjelder særlig ved tolkningen av presumsjonsregelen. Vphl. § 6-22 (3) er en særnorsk regel som ikke har grunnlag i overtakelsesdirektivet, og den forespeilede løsning vil være i tråd med overtakelsesdirektivet artikkel 15 (5), samt ivareta minoritetsvernet uten å gå på bekostning av oppkjøpers tvangsinnløsningsmuligheter etter vphl. § 6-22.

Min vurdering er at det ovennevnte rettskildemessige grunnlaget trekker i retning av at tilbyder i slike tilfeller må gå veien om pliktige tilbud, men løsningen er usikker. Spørsmålet er verken behandlet i forarbeider, praksis eller norsk juridisk teori. Det er dermed ønskelig at spørsmålet blir klarlagt av lovgiver. Av hensyn til avhandlingens problemstilling og omfang avgrenses det mot ytterligere drøftelse på dette punkt.

⁹⁷ Se kapittel 6.5.2.

⁹⁸ Se kapittel 3.

8 Unntaksregelen «særlige grunner tilsier en annen pris» i vphl. § 6-22 (2)

8.1 Unntaksregelens bakgrunn

Det legislative grunnlaget er sentralt for forståelsen av unntaksregelen i vphl. § 6-22 (2). Formålet med overtakelsesdirektivet og vphl. § 6-22 todelt.⁹⁹ På den ene siden har direktivet som mål å forenkle oppkjøpsprosessen ved å begrense behovet for kostbare skjønnsprosesser. På den andre siden skal direktivet sørge for et sterkt minoritetsvern. Presumsjonsreglen gjør prosessen mindre tids- og ressurskrevende, men begrenser samtidig minoritetsaksjonærens muligheter til å ivareta sine økonomiske interesser ved en konkret aksjeverdsettelse for domstolene. Det er i denne konteksten unntaket for «*særlige grunner*» må forstås. Regelen er en sikkerhetsventil som skal «*hindre at det finner sted verdioverføring fra minoritetsaksjonærene til det overtakende selskap i strid med likhetsprinsippet*».¹⁰⁰ Unntaksregelens formål er med andre ord å beskytte minoritetsaksjonærenes økonomiske interesser. Dette blir drøftet mer inngående i kapittel 10.

Presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2) er innført i norsk rett på samme vilkår som etter overtakelsesdirektivet.¹⁰¹ Det er dermed relevant for fortolkningen av «*særlige grunner*» hvorvidt unntaksregelen er en særnorsk løsning, eller om et slikt unntak kan leses ut av overtakelsesdirektivet. Dette har betydning for overtakelsesdirektivets vekt som tolkningsbidrag.¹⁰²

Et unntak for «*særlige grunner*» følger ikke uttrykkelig av direktivets ordlyd. Direktivet uttrykker i artikkel 15 (5) andre og tredje avsnitt at tilbudet «*shall be presumed to be fair*», forutsatt at de relevante materielle vilkår er oppfylt. Direktivet oppstiller her prispresumsjoner, og en presumsjonsregel kan i utgangspunktet fravikes dersom det foreligger

⁹⁹ Se kapittel 2.

¹⁰⁰ LF-2015-14655.

¹⁰¹ NOU 2005:17 s.63.

¹⁰² Se kapittel 3.

særskilte holdepunkter. Slik sett kan bestemmelsen tolkes dithen at den implisitt legger opp til et unntak tilsvarende «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2).

Wintergruppen legger seg på en tilsvarende linje og uttaler at «*The presumption of the price of the bid as the fair price should be rebuttable, so that it could be challenged before courts or the authority supervising the takeover bid in particular circumstances.*»¹⁰³. Den kommisjonsoppnevnte ekspertgruppen fikk i oppgave å utrede mulige løsninger for overtakelsestilbudsreglene som skulle danne grunnlaget for vedtakelsen av overtakelsestilbudsdirektivet, og vil av den grunn ilegges vekt ved fortolkningen av direktivet.¹⁰⁴

På dette punkt er det også relevant å se hen til hvordan overtakelsesdirektivet er gjennomført i svensk rett. Den svenske aktiebolagslagen 2005:551 22 kap. 2§ fjerde ledd regulerer tvangsinnløsning etter frivillige og pliktige tilbud, og oppstiller en unntaksregel dersom «*särskilda skäl motiverar något annat*». Sverige fortolket overtakelsesdirektivets artikkel 15 dithen at et unntak for «*särskilda skäl*» er i tråd med direktivet,¹⁰⁵ noe som bygger opp under at det tilsvarende norske unntaket i vphl. § 6-22 (2) kan leses ut fra ordlyden i overtakelsesdirektivets artikkel 15.

Det fremstår dermed klart at unntaket for «*særlige grunner*» ikke er en særnorsk unntaksregel, i den forstand at unntaksregelen kan hjemles i overtakelsesdirektivet. Dette medfører at overtakelsesdirektivet kan ilegges vekt som tolkningsbidrag, samt at spørsmålet om hvorvidt unntaksregelen er i tråd med direktivet ikke aktualiseres.

8.2 Unntaksregelen ved tvangsinnløsning etter spesialregelen i vphl. § 6-22 (3)

Verdipapirhandelloven § 6-22 (3) en spesialregel for tvangsinnløsning etter frivillig tilbud.¹⁰⁶ Bestemmelsen inneholder en særskilt regulering for fastsettelse av innløsningssummen som avviker fra utgangspunktet i vphl. § 6-22 (2), jf. vphl. § 6-22 (3) nr. 2. Det er interessant for oppgavens problemstilling hvorvidt unntaket for «*særlige grunner*» i vphl. § 6-22 (2) også

¹⁰³ Winter, 2002, s.65.

¹⁰⁴ Anker-Sørensen & Sjøfjell, 2014, s.50.

¹⁰⁵ Prop. 2005/06:140 s.88-89, jf. SOU 2005:58 s.136-137; Larsson, 2021, s.22.

¹⁰⁶ Se kapittel 6.5.

anvendes ved innløsning etter spesialregelen i vphl. § 6-22 (3), all den tid et slikt unntak ikke følger uttrykkelig av ordlyden i vphl. § 6-22 (3) nr. 2.¹⁰⁷

Ordlyden i vphl. 6-22 (2) antyder at unntaket for «*særlige grunner*» ikke kommer til anvendelse ved tvangsinnløsningen etter vphl. § 6-22 (3). Vphl. § 6-22 (2) henviser til «*tilbudsfristen etter § 6-11*», som omhandler tilbudsfristen ved pliktige tilbud. Ordlyden innebærer isolert sett at vphl. § 6-22 (2) bare anvendes ved tvangsinnløsning etter pliktige tilbud, med den følge at unntaket for «*særlige grunner*» ikke er tiltenkt tvangsinnløsning etter frivillige tilbud.

Selv om ordlyden i vphl. § 6-22 (2) og (3) isolert sett antyder at et unntak for «*særlige grunner*» ikke anvendes ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3), foreligger det likevel gode grunner for å innfortolke et slikt unntak. Vphl. § 6-22 (3) nr. 2 kunne da hatt følgende formulering:

«løsningssummen tilsvarer minst det laveste beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud, [hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris]»

Som nevnt i kapittel 6.5.2, behandlet forarbeidene spørsmålet om fastsettelse av løsningssummen ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3) nr. 2. Derimot behandlet ikke forarbeidene direkte hvordan bestemmelsen forholder seg til unntaket for «*særlige grunner*». Spørsmålet står dermed ubesvart. Likevel forfekter utvalget et syn på anvendelsesområdet til vphl. § 6-22 (3) nr. 2 som er relevant i denne sammenheng. Utvalget uttaler at

«Når det gjelder pristilbudets størrelse, legger utvalget til grunn at den presumsjonsregel som foreslås innført ved tvangsinnløsning også etter gjennomført frivillig tilbud vil gi minoritetsaksjeeierne tilfredsstillende beskyttelse i så henseende. [...] Tilleggskravet [vphl. § 6-22 (3) nr. 2] vil være relevant hvor tilbyder i det frivillige tilbudet har ervervet aksjer til høyere pris enn tilbudt i det frivillige tilbudet, mindre enn seks måneder før tilbudsplikten ble utløst.»¹⁰⁸

Jeg tolker uttalelsen dithen at utvalget anser vphl. § 6-22 (3) nr. 2 som en supplerende bestemmelse til presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2), i den forstand at regelsettene anvendes parallelt med hverandre. Med det menes at presumsjonsregelen som vphl. § 6-22 (2) gir

¹⁰⁷ Se kapittel 6.5.2.

¹⁰⁸ NOU 2005:17 s.64.

uttrykk for anvendes ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3), og at tilleggskravet i vphl. § 6-22 (3) nr. 2 bare kommer til anvendelse der regelen medfører en høyere innløsningssum. En slik fortolkning trekker i retning av at det gjelder et unntak for «*særlige grunner*» også ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3).

I denne retning kan også lagmannsrettens avgjørelse i LB-2019-89366 forstås.

Lagmannsretten uttaler at «*Videre gjelder bestemmelsen i vphl. § 6-22 annet ledd både der tilbyderen har ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene ved fremsettelse av et pliktig tilbud og ved fremsettelse av et frivillig tilbud, se § 6-22 første ledd.*» Retten skiller ikke mellom pliktige og frivillige tilbud i relasjon til anvendelse av presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2). En slik fortolkning er i tråd med hvordan presumsjonsregel tolkes i overtakelsesdirektivet artikkel 15. Dette indikerer at unntaket for «*særlige grunner*» også kommer til anvendelse ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3). Lagmannsrettsuttalelsen er et obiter dictum, noe som svekker avgjørelsens vekt som tolkningsbidrag ved drøftelsen av dette konkrete spørsmålet.

Som vist oppstiller overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5) tilsvarende presumsjonsregler for innløsning ved både pliktige og frivillige tilbud.¹⁰⁹ Unntaket for «*særlige grunner*» anses å implisitt følge av ordlyden i overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5). Hvis ordlyden i vphl. § 6-22 (3) isolert sett skal legges til grunn som gjeldende rett, i den forstand at minoritetsaksjonærene ikke kan påberope at «*særlige grunner tilsier en annen pris*» ved tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (3), vil dette være i strid med overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5).

Vphl. § 6-22 skal tolkes i lys av overtakelsesdirektivet, slik at norsk rett er i overensstemmelse med de folkerettslige forpliktelser direktivet oppstiller.¹¹⁰ Minoritetsaksjonærenes mulighet til å påberope seg «*særlige grunner*» er en sentral del av minoritetsvernet. Ved å flytte verdsettelsesprosessen bort fra skjønnsforretninger og over til bruk av presumsjonsregler, medførte det en innskrenking av minoritetsaksjonærenes mulighet til å ivareta sine økonomiske interesser ved en konkret verdsettelse av aksjen. En rettstilstand hvor aksjeminoriteten kan tvangsinnløses etter vphl. § 6-22 (3) uten å kunne påberope seg «*særlige*

¹⁰⁹ Winter et al., 2002, s.65.

¹¹⁰ Se kapittel 3.

grunner», strider derfor med både ordlyden i overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5), samt de grunnleggende minoritetsvern hensyn overtakelsesdirektivet skal ivareta.¹¹¹

Spesialregelen i vphl. § 6-22 (3) ble vedtatt med formål om å forenkle verdsettelsesprosessen gjennom å minimere tids- og ressurskrevende skjønnsforretninger, uten å gå på bekostning av minoritetsvernet.¹¹² Den tilsynelatende motstriden mellom ordlyden i vphl. § 6-22 (2) og (3) og overtakelsesdirektivets artikkel 15 (5) medfører at det må foretas en harmonisering av regelsettene, i den forstand at det innfortolkes et tilsvarende unntak for «*særlige grunner*» i vphl. § 6-22 (3) nr. 2 som formulert ovenfor.

¹¹¹ Se kapittel 2.2 og 4.3.2.

¹¹² NOU 2005:17 s.64; Se kapittel 6.5.

9 Forståelsen av «særlige grunner tilsier en annen pris» i vphl. § 6-22 (2)

9.1 Ordlyd

Vilkåret «*særlige grunner tilsier en annen pris*» er et skjønsmessig vilkår, som legger opp til en konkret helhetsvurdering. Begrepet «*særlige grunner*» er å regne som en rettslig standard. Hensikten med å lovfeste slike skjønsmessige vilkår er å fange opp samfunnsutviklinger, samt gi rettsanvenderen større handlingsrom basert på de faktiske forholdene i saken.

Ordlyden i «*særlige*» oppstiller en høy terskel for å fravike tilbudsprisen, men gir lite veiledning vedrørende hvor tungtveiende grunner som må foreligge. Videre antyder ordlyden at det må foreligge faktiske hendelser eller omstendigheter som gjør det nødvendig å fravike presumsjonsregelen. En naturlig forståelse kan også antyde at bestemmelsen sikter til mer «spesielle» eller «særegne» forhold, eller omstendigheter som avviker fra det som anses som normaltillfeller. Det innebærer eksempelvis at et selskaps alminnelig driftsrisiko, eller fremleggelse av kvartals- eller årsrapporter ikke omfattes av ordlyden. Det ene utelukker ikke nødvendigvis det andre, i den forstand at hvis det foreligger slike «spesielle» eller «særegne» forhold, kan dette nå opp til den høye terskelen ordlyden i «*særlige grunner*» oppstiller.

Ordlyden i «*tilsier en annen pris*» er relativt klar. Bestemmelsen kan ikke tolkes slik at det stilles krav til at aksjonæren må påberope en spesifikk pris. Det er tilstrekkelig med en innsigelse om at det har inntrådt prispåvirkende omstendigheter som ikke har vært hensyntatt. Noe annet ville vært i strid med minoritetsvernet, ettersom minoritetsaksjonærene ofte er private småsparere som ikke har mulighet til å gjennomføre omfattende verdsettelsesprosesser.

En kontekstuell tolkning av «*særlige grunner*» bidrar til å klarlegge vilkårets innhold nærmere. Tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 er siste fase i en lang tilbudsprosess, særlig der det er fremmet både frivillig og pliktig tilbud. Både tilbudsreglene og markedskreftene har som utgangspunkt bidratt til å skape en rettferdig fastsettelse av aksjens verdi.¹¹³ Hensynet til

¹¹³ Se kapittel 5 og kapittel 10.6 om børskurs.

minoritetsaksjonærene er som oftest ivaretatt i tilbudsprosessen.¹¹⁴ Disse aspektene må tas i betraktning og understøtter at det må foreligge tungtveiende grunner for å gjøre unntak fra presumsjonsregelen.

9.2 Forarbeider

Delkapittelet vil redegjøre for forarbeidenes uttalelser vedrørende forståelsen av «*særlige grunner*». Det avgrenses mot en inngående redegjørelse, da forarbeidsuttalelsene vil bli nærmere drøftet ved vurderingen av de enkelte typetilfellene i kapittel 10.

Overordnet oppstiller forarbeidene to alternativer for når «*særlige grunner tilsier en annen pris*». For det første, kan det foreligge «*særlige grunner*» hvis det har skjedd «*vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført til tvungen innløsning ble erklært*».¹¹⁵ Ved bruken av «*vesentlig*» avgrenser alternativet mot bagatellmessige endringer, noe som er i tråd med ordlyden i «*særlige grunner*».¹¹⁶ Videre peiler alternativet seg inn på endringer i perioden etter gjennomført tilbud.

Forarbeidsuttalelsen kan ikke tas på ordet i forbindelse med frivillige tilbud.

Verdipapirhandelloven regulerer ikke oppgjørstidspunktet ved frivillige tilbud, se kapittel 5.3.4. Det kan dermed forekomme store endringer i perioden mellom endt tilbudsperiode og gjennomført tilbud. Denne perioden også relevant ved vurderingen av om «*særlige grunner tilsier en annen pris*» etter vphl. § 6-22 (2), noe avhandlingen drøfter nærmere i kapittel 10.5.

For det andre, kan det foreligge «*særlige grunner*» dersom overtakelsestilbudet ikke anses som en «*reell «take-over»-situasjon*».¹¹⁷ Utvalget eksemplifiserer alternativet med følgende tilfeller: «*de fleste aksjeeiere som aksepterte tilbudet var nærstående av tilbyder*» og «*overtakelsestilbudet ikke utgjorde kontrollskifte fordi tilbudsgrensen var passert tidligere på en måte som ikke utløste tilbudsplikt ved passering av tilbudspliktgrensen, men først ved etterfølgende erverv, jf. verdipapirhandelloven § 4-6.*»¹¹⁸

¹¹⁴ Se kapittel 9.2, jf. kapittel 5.

¹¹⁵ NOU 2005:17 s.63.

¹¹⁶ Se kapittel 9.1.

¹¹⁷ NOU 2005:17 s.63.

¹¹⁸ NOU 2005:17 s.63.

Både forarbeider og Høyesterett skiller mellom «takeover» og det som omtales som en «squeeze-out». Med «squeeze-out» siktes det til de mer alminnelige tvangsinnløsningstilfellene hvor en fra før dominerende aksjeeier kjøper seg gradvis opp i selskapet. Dette skiller seg fra en typisk «takeover»-situasjon, hvor en ikke-dominerende aksjeeier kjøper opp store deler av selskapets aksjer over kort tid.¹¹⁹

Hva som ligger i utsagnet «*reell takeover*» er derimot ikke helt klart. Takeover-situasjonen er regulert slik at samspillet mellom tilbuds- og tvangsinnløsningsreglene i utgangspunktet sikrer både hensynet til likebehandling og minoritetsvernet.¹²⁰ Lovgivningen omfatter derimot ikke alle mulige typetilfeller, og det vil forekomme situasjoner tilbudsreglene ikke klarer å ivareta minoritetsvernet på en optimal måte. Det er nettopp slike tilfeller uttrykket «*reell takeover*» peiler seg inn på. Dette har en side mot hvorvidt tilbudsprisen danner et godt grunnlag for fastsettelse av innløsningssummen.¹²¹ Vurderingstemaet «*reell takeover*» vil bli drøftet ytterligere i kapittel 10.2 og 10.3 om utsatt tilbudsplikt og nærstående transaksjoner.

De ovennevnte alternativene er ikke uttømmende, i den forstand at drøftelsen alltid må ta utgangspunkt i en konkret helhetsvurdering, jf. ordlyden i «*særlige grunner*». Det innebærer at «*særlige grunner*» også kan foreligge ut over de alternativene forarbeidene oppstiller.

9.3 Rettspraksis

9.3.1 Innledning

Høyesterett har ikke behandlet innholdet i vphl. § 6-22, herunder forståelsen av «*særlige grunner tilsier en annen pris*».¹²² Spørsmålet er blitt behandlet to ganger i underrettspraksis, henholdsvis LF-2015-14655 og LB-2019-89366. Avgjørelsene er relevante for klarleggingen av innholdet i «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2).

¹¹⁹ Se RT-2003-713; TOSLO-2007-6824.

¹²⁰ Se kapittel 5.

¹²¹ Se kapittel 7.1.

¹²² Anke i LB-2019-89366 ble nektet fremmet, jf. HR-2021-1976-U.

9.3.2 LF-2015-14655 – Austevoll Seafood sitt oppkjøp av Norway Pelagic

Gjennom fusjon hadde Austevoll Seafood ASA (Austevoll) opparbeidet seg en eierandel på 43,3% i Norway Pelagic ASA (Norway Pelagic), men unngått tilbudsplikt grunnet unntaksregelen for fusjoner i vphl. § 6-2. Austevoll økte deretter sin eierandel i Norway Pelagic til 77,84%, og utløste tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv i vphl. § 6-6 (2). Austevoll fremmet deretter et pliktig tilbud til alle gjenværende aksjonærer. Etter endt tilbudsperiode hadde Austevoll opparbeidet seg 90,1% eierandel i Norway Pelagic. Med hjemmel i vphl. § 6-22, jf. asal. § 4-25, fattet Austevoll vedtak om tvungen overføring av øvrige aksjer i Norway Pelagic. Minoritetsaksjonærene anførte at innløsningssummen var for lav.

Saken oppstilte to spørsmål for lagmannsretten. Det første spørsmålet var om et avvik mellom tilbudspris og beregnet avkastningsverdi eller bokført verdi per aksje oppfylte vilkåret «*særlige grunner*». Det andre spørsmålet omhandlet hvorvidt situasjonen var å anse som en «*reell takeover*».

Lagmannsretten stilte seg kritisk til at et avvik mellom tilbudspris og beregnet avkastningsverdi eller bokført verdi per aksje oppfylte vilkåret «*særlige grunner*», og uttalte at et slikt avvik «*i høyden*» kan bidra til å belyse hvordan øvrige omstendigheter har påvirket prisdannelsen. Dersom et slikt avvik er tilstrekkelig for å fravike tilbudsprisen ville det innebære en «*ren priskontroll*», noe som ligger utenfor rammen av «*særlige grunner*» i vphl. § 6-22 (2). I så fall ville presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2) miste sin praktiske betydning og åpne for skjønn i langt større utstrekning enn forutsatt av lovgiver.¹²³ Spørsmålet blir drøftet nærmere i kapittel 10.6 og 10.7.

Videre vurderte lagmannsretten hvorvidt den utsatte tilbudsplikten innebar at det ikke forelå en «*reell takeover*». Minoritetsaksjonærene anførte at situasjonen var å anse som en «*squeeze out*».¹²⁴ Lagmannsretten uttalte at det er avgjørende hvorvidt det foreligger «*omstendigheter som i vesentlig grad påvirker prisdannelsen og svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien*».¹²⁵ Dette er i tråd med ordlydstolkningen av «*særlige grunner*», i den forstand at det kreves «*særegne*» eller «*spesielle*» omstendigheter for å

¹²³ NOU 2005:17 s.63; LF-2015-14655.

¹²⁴ Se kapittel 9.2 om «*squeeze out*».

¹²⁵ LF-2015-14655.

fravike tilbudsprisen.¹²⁶ Fokuset må dermed rettes mot de aktuelle omstendighetene som foreligger, og hvordan disse har påvirket fastsettelsen av tilbudsprisen. Lagmannsrettens uttalelser er svært sentrale, og vil gjennomgående bli drøftet nærmere i kapittel 10.

9.3.3 LB-2019-89366 – BW LPG Limited sitt oppkjøp av Aurora LPG Holding

BW LPG Limited («BW») fremmet et frivillig tilbud om kjøpt av samtlige aksjer i Aurora LPG Holding ASA («Aurora») den 31. oktober 2016. Forut for tilbudet hadde BW opparbeidet seg en eierandel i Aurora på 32,79% av det totale antallet stemmeberettigede aksjer i selskapet. Gjennom tilbudet mottok BW aksept for ytterligere 60% av det totale antallet stemmeberettigede aksjer, og selskapets totale eierandel på dette tidspunktet var rundt 93%. BW vedtok deretter tvangsinnløsning av gjenværende aksjer i Aurora tilsvarende prisen i det frivillige tilbudet.

Saksøkerne anførte at det forelå *«særlige grunner»*, ettersom BW hadde en de facto negativ kontroll over Aurora i tilbudsperioden. Lagmannsretten viste til uttalelsene i LF-2015-14655, og understreket at det avgjørende er hvorvidt det foreligger *«omstendigheter som påvirker prisdannelsen og som svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien»*, samt at et avvik mellom tilbudspris og beregnet avkastningsverdi eller bokført verdi per aksje *«[ikke] i seg selv kan gi grunnlag for å fravike presumsjonsregelen»*. Dette styrker vekten av de vurderingstemaer LF-2015-14655 oppstiller.

Spørsmålet om hvorvidt en de facto negativ kontroll kan danne grunnlag for å fravike tilbudsprisen er drøftet mer inngående i kapittel 10.4. Det avgrenses i denne omgang mot nærmere redegjørelse over avgjørelsens innhold.

¹²⁶ Se kapittel 9.1.

10 Typetilfeller

10.1 Innledning

Kapittelet vil ta for seg den konkrete anvendelsen av unntaksvilkåret «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2). Vurderingen vil ta utgangspunkt i diverse praktiske typetilfeller. Formålet med en slik fremstillingsmåte er å illustrere de innholdsmessige sidene ved unntaksregelen på en hensiktsmessig og forståelig måte.

10.2 Utsatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv

Utsatt tilbudsplikt er fremhevet som et eksempel på tilfeller der oppkjøpet ikke nødvendigvis er å anse som en «*reell takeover*».¹²⁷ Utsatt tilbudsplikt innebærer at det har blitt gjennomført et kontrollskifte i selskapet, men at tilbudsplikten ikke utløses før det foretas et etterfølgende erverv, se kapittel 5.3.2. Spørsmålet ble behandlet i Austevoll Seafood ASA sitt oppkjøp av Norway Pelagic ASA.¹²⁸ Minoritetsaksjonærene anførte i LF-2015-14655 at den utsatte tilbudsplikten medførte at situasjonen ikke var å anse som en «*reell takeover*», men snarere en «squeeze-out» med negativ innvirkning på børskursen. Lagmannsretten konkluderte med at det ikke forelå «*særlige grunner*» som tilsa fravikelse av tilbudsprisen. Se kapittel 9.3.2 for en redegjørelse over avgjørelsens faktiske side.

Begrunnelsen for at utsatt tilbudsplikt kan danne grunnlag for «*særlige grunner*» er tilknyttet kontrollterskelen og kontrollpremien. For det første, kan utsatt tilbudsplikt medføre at minoritetsaksjonærene ikke vil få betalt den kontrollpremie oppkjøper ville ha betalt ved et normalt kontrollskifte. For det andre, fratrar utsatt tilbudsplikt minoritetsaksjonærene den exitmuligheten et pliktig tilbud ville gitt dem, og medfører at de må benytte seg av annenhåndsmarkedet dersom de ønsker å selge aksjene sine. Derimot er det ikke sikkert at omsetning i annenhåndsmarkedet vil ivareta hensynet til aksjeminoriteten på tilsvarende måte som tilbudsplikten gjør. Børskursen kan eksempelvis reagere negativt på nyheten om det aktuelle kontrollskiftet. Minoritetsaksjonærene havner her i en skvis. De vil ikke få betalt den

¹²⁷ NOU 2005:17 s.63.

¹²⁸ LF-2015-14655.

eventuelle kontrollpremie, tilbudsreglene vil ikke gi dem en exit-mulighet og annenhåndsmarkedet vil ikke nødvendigvis gjenspeile det aksjeminoriteten anser som en rettferdig pris.¹²⁹ I en slik situasjon kan oppkjøper foreta etterfølgende erverv til en lavere pris enn før kontrollskiftet, og vil deretter ha mulighet til å fremme et pliktig tilbud basert på den lavere aksjeprisen i det etterfølgende ervervet.¹³⁰ Foreligger det tilstrekkelig oppslutning i det pliktige tilbudet, vil tilbudet danne grunnlag for fastsettelse av innløsningssummen, jf. vphl. § 6-22 (2).

Likevel vil ikke utsatt tilbudsplikt umiddelbart medføre at «*særlige grunner tilsier en annen pris*», jf. vphl. § 6-22 (2). En slik løsning undergraver den praktiske betydningen av presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2), og medfører at bestemmelsen er overflødig ved tilfeller av utsatt tilbudsplikt. Dette vil åpne for bruk av skjønn i større utstrekning enn forutsatt av lovgiver.¹³¹ Som lagmannsretten uttaler i LF-2015-14655, er ikke tilfeller av utsatt tilbudsplikt nødvendigvis ensbetydende med at etterfølgende erverv ikke bygger på markedsmessige vurderinger, i den forstand at også etterfølgende erverv kan gi et godt uttrykk for «*fair price*».

Det avgjørende ved vurderingen av «*særlige grunner*» er om det foreligger omstendigheter ved den utsatte tilbudsplikten som i «*vesentlig grad påvirker prisdannelsen og svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien*». ¹³² Hvis kontrollskiftet medfører en negativ utvikling i aksjekursen og tilbudsprisen i det pliktige tilbudet fastsettes i henhold til denne kursen, vil det være et godt argument i retning av at «*særlige grunner tilsier en annen pris*», jf. vphl. § 6-22 (2). Likevel, må det påvises at den utsatte tilbudsplikten har påvirket prisdannelsen i «*vesentlig grad*», samtidig som enhver bagatellmessig påvirkning faller utenfor. En slik forståelse av uttalelsene i LF-2015-14655 er i tråd med den høye terskelen ordlyden i «*særlige grunner*» oppstiller.¹³³

Det må også vurderes om den utsatte tilbudsplikten «*svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien*». ¹³⁴ Vurderingen omhandler prosessen rundt fastsettelse av

¹²⁹ Se kapittel 5.3.2 om aksjeeierens forutsetninger ved å eie aksjen.

¹³⁰ Jf. vphl. § 6-10 (4). Dette forutsetter at aksjeervervet som utløste kontrollskifte ikke ble ervervet til en høyere pris, jf. vphl. § 6-10 (4). I et slik tilfelle kan oppkjøper vente ut 6-måneders fristen før det etterfølgende ervervet gjennomføres.

¹³¹ NOU 2005:17 s.63; LF-2015-14655.

¹³² LF-2015-14655.

¹³³ Se kapittel 9.1.

¹³⁴ LF-2015-14655.

tilbudsprisen, og om denne prosessen skaper et tilstrekkelig godt grunnlag som uttrykk for «*fair price*». Forarbeidene oppstiller et godt eksempel. I NOU 2005:17 side 84 uttales det at

«I unntakstilfeller kan for eksempel tilbudsplikt etter § 4-6 annet ledd utløses på et høyt nivå (for eksempel etter arv), noe som dermed medfører at det skal relativt liten oppslutning til for å passere 90 prosent. I en slik situasjon kan det tenkes at tilbudsprisen ikke gir uttrykk for «fair price», men her antar utvalget at det vil kunne være grunnlag for å fravike presumsjonen av «særlige grunner»».

Tilbudsprisens verdi som grunnlag for fastsettelse av innløsningssummen er tilknyttet tilbudets oppslutning blant aksjonærfellesskapet. Som vist i kapittel 7.2, kreves det en akseptgrad på 90% for at frivillige tilbud skal presumeres å gi uttrykk for «*fair price*». Der tilbudspliktgrensen på en tredjedel så vidt passerer, må det pliktige tilbudet som utgangspunkt også ha stor oppslutning for at tilbyder skal erverve «*ni tideler eller mer*» av aksjene, jf. vphl. § 6-22 (1). I tillegg vil en eventuell kontrollpremie være innbakt i tilbudsprisen. Dette skaper et godt grunnlag for tilbudsprisen som presumsjon for «*fair price*». Der tilbudsplikten utløses på et høyt nivå, vil derimot tilbudets verdi svekkes betraktelig som følge av at tilbudets oppslutning utelukkende beror på en begrenset aksjonærkrets sitt syn på aksjens verdi.

Det kan også åpne for potensielle misbruksmuligheter hvis noen få gjenværende aksjonærers aksepter er tilstrekkelig for at tilbyder skal kunne beslutte tvangsinnløsning. Et slikt tilfelle kan oppstå hvis noen av de gjenværende aksjonærene er nærstående til tilbyder, og går med på å akseptere en tilbudspris langt under «*fair price*», se kapittel 10.3. Tilbudsreglene vil ikke verne minoritetsaksjonærene i et slikt tilfelle.

Utsatt tilbudsplikt ligger i kjernen av de tilfeller hvor minoritetsvernet trer inn med styrke. Reglene om utsatt tilbudsplikt er i all hovedsak et regelsett i favør majoritetsaksjonæren. Tilbudsreglene oppstiller en tilbudsprosess som i utgangspunktet skal ivareta minoritetsvernet.¹³⁵ Ettersom utsatt tilbudsplikt avviker fra dette utgangspunktet, aktualiseres minoritetsvernet i større grad i slike tilfeller. Hensynet til minoritetsaksjonærene taler dermed for at terskelen for hva som anses som «*særlige grunner*» senkes noe ved tilfeller av utsatt tilbudsplikt.

¹³⁵ Se kapittel 5.

10.3 Nærstående transaksjoner

Utvalget trekker frem at nærstående transaksjoner kan danne grunnlag for å fravike presumsjonsregelen som følge av at det ikke foreligger en «*reell takeover*».¹³⁶ I Oslo Energi Holding AS sitt oppkjøp av Hafslund ASA¹³⁷ ble tilbudsprisen fraveket på bakgrunn av en nærstående transaksjon. Avgjørelsen fremstår som et skoleeksempel på når nærstående transaksjoner medfører at oppkjøpet ikke anses som en «*reell takeover*», og derigjennom oppfyllelse av vilkåret «*særlige grunner tilsier en annen pris*» i vphl. § 6-22 (2)..

Oslo Kommune og Fortum Oyj («Fortum») ønsket å omorganisere eierskapet i Hafslund ASA. Partene eide til sammen 91,29% av de stemmeberettigede A-aksjene i selskapet. Omorganiseringen skjedde ved at partene opprettet et nytt selskap, Oslo Energi Holding AS («OEH»), som fremmet et frivillig tilbud til aksjonærene i Hafslund ASA. OEH var heleid av Oslo kommune. Både Oslo Kommune og Fortum hadde inngått forhåndsaksepter for deres totale beholdning av 91,29% av de stemmeberettigede aksjene. Grunnet forhåndsakseptenes størrelse kunne OEH tvangsinnløse de øvrige aksjene uavhengig av oppslutning i det frivillige tilbudet.

I lagmannsretten var partene enige om at «*særlige grunner*» tilsa en annen pris, og at innløsningssummen skulle fastsettes ved skjønn etter asal. § 4-25 (2). Oslo kommune eide 58,5% av de stemmeberettigede aksjene i Hafslund, og kunne dermed akseptere tilbudet på vegne av en stor del av aksjekapitalen. Som morselskap til OEH hadde Oslo kommune sterke eierinteresser i det aktuelle tilbudet. Tilbudsprisen ble fastsatt på bakgrunn av en transaksjonsavtale mellom Oslo Kommune og Fortum, og tok ikke hensyn til de øvrige minoritetsaksjonærenes eierinteresser. I en slik situasjon, hvor tilbudsprisen er fastsatt under forutsetning av at bare to aksepterte er tilstrekkelig for å beslutte tvungen overføring av de øvrige aksjene, avviker tilfellet betydelig fra grunntanken bak presumsjonsregelen.¹³⁸ Med det menes at jo flere aksjonærer som har akseptert den aktuelle tilbudsprisen, desto sterkere stiller tilbudsprisen seg som presumsjon for «*fair price*». Dette har klare likhetstrekk til spørsmålet drøftet i kapittel 7.2. Nærstående transaksjoner hvor det kreves få aksepterte åpner opp for manipulering av tilbudsprisen. Dette er LB-2019-79052 et godt eksempel på.

¹³⁶ NOU 2005:17 s.63; Se kapittel 9.2.

¹³⁷ LB-2019-79052.

¹³⁸ Se kapittel 4, samt kapittel 5 og 7.1.

I likhet med tilfeller av utsatt tilbudsplikt, kan det ikke konkluderes med at nærstående-transaksjoner på generelt grunnlag oppfylder vilkåret «*særlige grunner*». Hvorvidt vilkåret er oppfylt skal bero på en konkret helhetsvurdering. Det må påvises at nærstående-transaksjonen «*i vesentlig grad påvirker prisdannelsen og svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien*».¹³⁹ Transaksjonen må følgelig være av en viss kvalifisert art, slik at den påvirker prisdannelsen i tilstrekkelig grad til å nå opp til den høye terskelen som følger av ordlyden i «*særlige grunner*».¹⁴⁰

Ved uttalelsen om at «*de fleste aksjeeiere som aksepterte tilbudet var nærstående av tilbyder*»,¹⁴¹ trekker forarbeidene i tilsvarende retning. Passusen «*de fleste aksjeeiere*» viser at utvalget så for seg at nærstående-transaksjonen må være av en viss størrelse. Mindre nærstående-transaksjoner faller dermed utenfor de tilfeller utvalget har sett for seg. Slike transaksjoner vil vanskelig kunne påvirke prisdannelsen i så stor grad at hensynet til minoritetsaksjonærene taler for at tilbudsprisen bør fravikes. Unntak kan tenkes dersom det foreligger en situasjon som beskrevet i kapittel 10.2, hvor tilbudsplikten utløses på et høyt nivå, og de gjenværende aksjonærene er nærstående.

Oppsummert oppfylder ikke nærstående-transaksjoner umiddelbart vilkåret «*særlige grunner*». Transaksjonen må ha påvirket prisdannelsen i det aktuelle tilbudet. Dette kan skje ved aktivt samarbeid i forbindelse med utforming tilbudsprisen som i LB-2019-79052, eller ved at nærstående parter aksepterer en tilbudspris som er vesentlig lavere enn hva øvrige aksjonærer ville akseptert.

10.4 De facto negativ kontroll

Spørsmålet om hvorvidt de facto negativ kontroll er tilstrekkelig til å fravike tilbudsprisen tatt opp i saken om BW LPG Limited sitt oppkjøp av Aurora LPG Holding ASA.¹⁴² Med de facto negativ kontroll menes at det ikke har skjedd et formelt kontrollskifte, men at selskaps sammensetningen innebærer at det foreligger et faktisk kontrollskifte hvor oppkjøper har negativ kontroll over selskapsavgjørelser.¹⁴³ Ved fremsettelse av tilbudet hadde BW en

¹³⁹ LF-2015-14655.

¹⁴⁰ Se kapittel 9.1.

¹⁴¹ NOU 2005:17 s.63.

¹⁴² LB-2019-89366; Se kapittel 9.3.3.

¹⁴³ Se kapittel 5.3.1.

eierandel på 31,79% av aksjene, som i seg ikke er tilstrekkelig for negativ kontroll. Likevel, oppnådde BW en de facto negativ kontroll som følge av at Aurora eide 3,49% egne aksjer. Disse aksjene kan ikke stemmes for, jf. allmennaksjeloven § 5-4, og medførte at BW i realiteten hadde 33,97% av stemmene som kunne avgis på generalforsamling i Aurora. Spørsmålet blir da om en slik de facto negativ kontroll før fremsettelse av tilbudet er tilstrekkelig til å fravike tilbudsprisen.

Problemstillingen har en del likhetstrekk med tilfeller av utsatt tilbudsplikt. Det har skjedd et faktisk kontrollskifte uten at oppkjøper har måtte betale den kontrollpremie som oppkjøper normalt er villig til å betale og minoritetsaksjonærene er ikke gitt en exit-mulighet.¹⁴⁴ En de facto negativ kontroll kan få børskursen til å falle ved at markedet ser negativt på kontrollskiftet, og i den forlengelse påvirke hvilken pris minoritetsaksjonærene kan få ved å omsette aksjene sine i annenhåndsmarkedet. Det kan også påvirke fastsettelse av tilbudsprisen ved at oppkjøper tar utgangspunkt i børskursen ved beregning av oppkjøpspremien vedkommende ønsker å tilby.¹⁴⁵ En slik situasjon er klart skadelig for minoritetsaksjonærenes eierinteresser. Spørsmålet blir om det er tilstrekkelig til å fravike tilbudsprisen.

I LB-2019-89366 stilte lagmannsretten seg avvisende til at en de facto negativ kontroll kunne danne grunnlag for å fravike tilbudsprisen. Retten begrunnet dette med at det ikke var bevist at

«markedet for prisingen av aksjene i Aurora ikke fungerte tilfredsstillende da BW annonserte og fremsatte sitt frivillige pliktige tilbud», og at de facto negativ kontroll «ikke en uvanlig situasjon, verken der det fremmes et pliktig tilbud fordi en tilbyder har kjøpt mer enn en tredel av stemmene i selskapet eller der det fremmes et ordinært frivillig tilbud.»¹⁴⁶

Jeg er enig med lagmannsretten. At det foreligger de facto negativ kontroll er ikke i seg selv tilstrekkelig til å oppfylle vilkåret «*særlige grunner*», jf. vphl. § 6-22 (2). Det kreves at den de facto negative kontrollen «*i vesentlig grad påvirker prisdannelsen og svekker verdien av*

¹⁴⁴ LB-2019-89366.

¹⁴⁵ Se kapittel 5.3.4.

¹⁴⁶ LB-2019-89366.

pristilbudet som presumsjon for markedsverdien».¹⁴⁷ Dette er i tråd med presumsjonsregelens grunntanke om å skape en raskere og mer forutberegnelig innløsningsprosess.¹⁴⁸

Det kan reises spørsmål ved hvorvidt en de facto negativ kontroll i det hele tatt kan anses som en «*særlig*» grunn, jf. vphl. § 6-22 (2). Som vist i kapittel 5, har lovgiver foretatt et overveid valg ved fastsettelsen av tilbudspliktterskelen.¹⁴⁹ Minoritetsaksjonærene skal ikke gis en «exit-mulighet» før de formelle kontrollgrensene er overskredet, samt at det som utgangspunkt ikke skal betales noen kontrollpremie for formelt sett ikke-kontrollerende aksjeposter. Dette taler for at de facto negativ kontroll ikke har betydning ved vurderingen av om tilbudsprisen skal fravikes.

I den forlengelse hører det til sjeldenhetene at samtlige aksjonærer møter på generalforsamling.¹⁵⁰ Det innebærer, slik lagmannsretten bemerker i LB-2019-89366, at det slett ikke er uvanlig at en aksjonær med eierandel under en tredjedel av aksjene kan utøve negativ kontroll på generalforsamlingen. Selv om aksjonæren verken innehar en formell eller de facto negativ kontroll i slike tilfeller, skiller ikke disse situasjonene seg nevneverdig fra tilfellet i LB-2019-89366. Aksjeeiere vil dermed ofte kunne utøve negativ kontroll i selskaper uten at det utløser tilbudsplikt.

Hvorvidt en de facto negativ kontroll oppfyller vilkåret «*særlige grunner*» må dermed knyttes opp mot hvordan oppkjøper har utnyttet den de facto negativ kontrollen, og ikke nødvendigvis den de facto negative kontrollen som sådan. Med dette menes at dersom oppkjøper har utøvd negativ kontroll med hensikt om å eksempelvis redusere selskapets markedsverdi, for deretter å fremme et overtakelsestilbud basert på denne verdien, trer minoritetsvernet inn med stor styrke. Dette gjelder også i de tilfeller hvor oppkjøper argumenterer for at utøvelsen av den negative kontrollen er en del av et kommersielt rasjonale. I slike tilfeller vil trolig «*særlige grunner*» tilsi en fravikelse av tilbudsprisen, jf. vphl. § 6-22 (2).

¹⁴⁷ LF-2015-14655.

¹⁴⁸ NOU 2005:17 s.63; Se kapittel 7.1.

¹⁴⁹ NOU 2005:17 s.34.

¹⁵⁰ Eksempelvis var fremmøteprosenten 60% på alle ordinære generalforsamlinger Folketrygdfondet har vært representert, jf. Folketrygdfondet, 2022, s.93.

10.5 Ny vesentlig informasjon

Problemstillingen i dette delkapittelet er om offentliggjøring av ny vesentlig informasjon i tidsrommet mellom avsluttet tilbudsperiode og gjennomføring av tvangsinnløsning kan gi grunnlag for å fravike tilbudsprisen. I prinsippet kan man ikke utelukke muligheten for at målselskapets utsikter og underliggende verdi forbedrer seg betydelig på bakgrunn av den nye informasjonen.¹⁵¹ Delkapittelet vil først kontekstualisere spørsmålet ved å oppstille et eksempel, for deretter å vurdere problemstillingen opp mot det konkrete eksempelet, samt i et større perspektiv.

Vi kan oppstille følgende eksempel: Det blir fremmet et frivillig tilbud på alle aksjene i et legemiddelselskap. Selskapet har som formål å utvikle en kur mot Alzheimer. Hvis selskapet lykkes i sitt forskningsprosjekt, er det mulig at børsrettslige regler tvinger dem til å offentliggjøre disse nyhetene. Offentliggjøres slike nyheter i perioden mellom avsluttet tilbudsperiode og beslutning om tvangsinnløsning, vil dette kunne påvirke markedets syn på selskapets verdi, herunder både aksepterende aksjonærer og gjenværende minoritetsaksjonær sitt syn på aksjen. Sannsynligvis ville noen av de aksepterende aksjonærene ha ombestemt seg hvis den nye informasjonen hadde blitt publisert i løpet av tilbudsperioden. Kan man i et slikt tilfelle si at «*særlige grunner tilsier en annen pris*»?

Det forutsettes at oppkjøper ved fremsettelse av tilbudet ikke hadde innsideinformasjon om forskningsprosjektet. Ettersom det forelå aksept for ni tideler eller mer av aksjene omfattet av tilbudet, ga tilbudsprisen uttrykk for «*fair price*» basert på all offentlig tilgjengelig informasjon på det tidspunkt tilbudsperioden avsluttes.¹⁵² Hvis det offentliggjøres informasjon om det vellykkede forskningsprosjektet etter utløpet av tilbudsperioden, vil dette være ny vesentlig informasjon som ikke gjenspeiles i tilbudsprisen. Tilbudsprisen baserer seg dermed på en utdatert verdsettelse.

Det kan argumenteres for at foreliggende tilfelle faller inn under ordlyden i «*vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført til tvungen innløsning ble erklært*»,¹⁵³ og at det oppfyller vilkåret om at det «*foreligger omstendigheter som i vesentlig grad påvirker*

¹⁵¹ Kaisanlahti, 2007, s.512; Novo Nordisk økte markedsverdien med 500 milliarder ved publisering av studieresultater, jf. Hermansen (2023).

¹⁵² Overtakelsesdirektivet artikkel 15 (5).

¹⁵³ NOU 2005:17 s.63.

prisdannelsen og svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien», jf. LF-2015-14655 og LB-2019-89366.

Likevel skiller et slikt tilfelle seg fra de typetilfeller opplistet i forarbeidene, samt hvilke tilfeller som er behandlet i lagmannsretten. Forarbeidene setter søkelys på de tilfeller hvor kontrollpremien ikke gjenspeiles i tilbudsprisen, enten på grunn av nærstående transaksjoner eller utsatt tilbudsplikt.¹⁵⁴ Foreliggende tilfelle berører ikke denne tematikken. Typetilfellene peiler seg også inn på situasjonen før eller under fremsettelse av tilbudet, i motsetning til foreliggende eksempel hvor fokuset rettes mot perioden etter avsluttet tilbudsperioden. I perioden før eller under fremsettelse av tilbudet har tilbyder mulighet til å påvirke tilbudsprisen i lys av ny informasjon. En slik mulighet bortfaller som utgangspunkt etter tilbudsperiodens utløp.

Både foreliggende eksempel og typetilfellene i forarbeidene har en klar side til likebehandlingshensynet, men med litt forskjellige vinklinger. I de tilfellene forarbeidene opplister, taler likebehandlingshensynet de gjenværende minoritetsaksjonærens sak, i den forstand at minoritetsaksjonærene skal kunne nyte godt av eventuelle kontrollpremier som tidligere er betalt til øvrige aksjonærer. Derimot, i foreliggende eksempel, taler likebehandlingshensynet mot at tilbudsprisen skal justeres for de gjenværende minoritetsaksjonærene, ettersom de da vil få bedre betalt enn de aksepterende aksjonærene. Likevel kan det argumenteres for at den finansielle situasjonen i selskapet har forandret seg, slik at hensynet til likebehandling aksjonærene imellom ikke bør ilegges like stor vekt som i kontrollpremie-tilfellene.

Eiendomsretten trekker i retning av å fravike tilbudsprisen i foreliggende eksempel. Minoritetsaksjonærenes aksjer er vernet av EMK P1-1,¹⁵⁵ og verdien av deres aksjer øker parallelt med selskaps markedsverdi. Jo større verdimesig differanse det er på tidspunktet for fastsettelse av tilbudsprisen og tvangsinnløsningen, desto større vil inngrepet i minoritetsaksjonærenes eiendomsrett være. Den enkelte aksjonær kan ha valgt å ikke selge aksjene til tilbudspris som følge av en overbevisning om at selskapet vil lykkes i deres forskningsprosjekt. I kraft av eiendomsretten er dette beskyttelsesverdige forventninger, som må ilegges vekt ved vurderingen av om «*særlige grunner*» foreligger.

¹⁵⁴ NOU 2005:17 s.63

¹⁵⁵ Se kapittel 4.4.

I foreliggende eksempel er det klart at selskapets underliggende verdier vil endre seg vesentlig, og usikkerheten rundt verdsettelsen vil ikke omhandle hvorvidt det foreligger en endring, men heller størrelsen på endringen. Som vist i kapittel 9.3.2, trakk lagmannsretten i LF-2015-14655 frem at det ikke skulle foretas en «*ren priskontroll*». Dette ble blant annet begrunnet i aksjeverdsettelsens skjønnsmessige karakter. Uttalelsen kan ikke ilegges særlig vekt i foreliggende eksempel. Begrunnelsen er at uttalelsen peiler seg inn på de tilfeller hvor det ikke foreligger «*vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført til tvungen innløsning ble erklært*». Foreligger det derimot slike vesentlige endringer eller omstendigheter, må retten nødvendigvis være mer åpen til å foreta en viss priskontroll ved vurderingen av om de nevnte endringer eller omstendigheter «*i vesentlig grad påvirker prisdannelsen*».¹⁵⁶ Noe annet ville sterkt innskrenket minoritetsaksjonærenes rett til å få prøvet hvorvidt tilbudsprisen danner et godt grunnlag for innløsningssummen.

Det er uansett klart at hvis det skal være aktuelt å justere innløsningssummen i henhold til den nye informasjonen, må informasjonen være vesentlig. Den alminnelige publiseringen av årsregnskap eller andre periodiske rapporter, som er tilbakeskuende av natur, kan vanskelig sies å ha en tilstrekkelig effekt til å berettige en fravikelse av presumsjonsregelen.¹⁵⁷ En slik forståelse er i tråd med ordlyden i «*særlige grunner*», i den forstand at det kreves «spesielle» eller «særegne» forhold for å fravike presumsjonsregelen.¹⁵⁸

Som drøftet ovenfor, vil det i et slikt tilfelle som beskrevet innledningsvis foreligge gode argumenter for at «*særlige grunner tilsier en annen pris*», jf. vphl. § 6-22 (2). Foreliggende eksempel er å anse som et ekstremt tilfelle av ny informasjon, men får frem de forskjellige aspektene ved drøftelsen av «*særlige grunner*». Som følge av at det konkrete typetilfellet ikke er behandlet av autoritative rettskilder, må løsningen anses usikker.

10.6 Negativ kursutvikling før fremsettelse av tilbud

Det kan forekomme at selskapets børskurs faller kraftig i perioden før fremsettelse av tilbud. Dette kan påvirke tilbudsprisen ved at tilbyder tar utgangspunkt i børskursen. Spørsmålet i

¹⁵⁶ LF-2015-14655; Se kapittel 9.3.2.

¹⁵⁷ Kaisanlahti, 2007, s.512.

¹⁵⁸ Se kapittel 9.1.

delkapittelet er om en slik endring kan innebære at «*særlige grunner tilsier en annen pris*», jf. vphl. § 6-22 (2).

Som vist til i kapittel 9.3.2, stiller lagmannsretten seg skeptisk til at et «*avvik mellom tilbudspris og beregnet avkastningsverdi eller bokført verdi pr. aksje i seg selv [kan] gi grunnlag for å fravike presumsjonsregelen*». ¹⁵⁹ Dette begrunnes blant annet i de skjønsmessige aspektene ved den enkelte aksjeverdsettelsen. Isolert sett trekker dette i retning av at negativ kursutvikling før fremsettelse av tilbud ikke bør ilegges nevneverdig vekt ved vurderingen av «*særlige grunner*». Derimot kan det spørres om et avvik mellom tilbudspris og børskurs stiller seg annerledes enn beregnet avkastningsverdi eller bokført verdi per aksje.

Børskurs blir ilagt stor vekt som uttrykk for «*fair price*» etter både norsk rett og overtakelsesdirektivet. I Norway Seafoods-dommen uttaler førstvoterende i et obiter dictum at «*I en «take-over»-situasjon vil nok børskursen ofte være representativ for verdien.*» ¹⁶⁰ Tilsvarende følger av LF-2015-14655, hvor det uttales at

«Hva som er selskapets virkelige verdi er derfor i utpreget grad et skjønn der markedets egen vurdering av aksjenes verdi bør stå sentralt. Dette er bakgrunnen for at priser oppnådd ved frivillig omsetning av aksjer forut for tvangsinnløsningen er tillagt betydelig vekt av lovgiver.»

Selskapets markedsverdi, herunder børskursen, bestemmes på bakgrunn av tilbud og etterspørsel. Investorene handler med grunnlag i hva de anser som aksjens underliggende verdi. I teorien betyr dette at børskursen ved børsslutt indikerer at det ikke finnes noen investorer som anser aksjen verken overpriset eller underpriset. ¹⁶¹ Kursen reflekterer dermed utallige profesjonelle investorer sin vurdering av den offentlig tilgjengelige informasjonen. ¹⁶²

På dette punkt skiller børskursen seg vesentlig fra den type verdsettelse av «*aksjens virkelige verdi*» som lagmannsretten uttaler seg om i LF-2015-14655. Børskursen vil i større grad utelukke de individuelle skjønsmessige vurderingene ved verdsettelse av aksjen, og vil dermed fungere som et rimelig utgangspunkt for «*fair price*». ¹⁶³ Dette skaper en sikrere

¹⁵⁹ LF-2015-14655.

¹⁶⁰ RT-2003-713.

¹⁶¹ Kaisanlahti, 2007, s.504.

¹⁶² Kaisanlahti, 2007, s.504.

¹⁶³ Se kapittel 7.1.

verdsettelse av aksjen, og faller dermed delvis utenfor det lagmannsretten karakteriserer som en «*ren priskontroll*».¹⁶⁴ For minoritetsaksjonærene innebærer dette at avvik mellom tilbudspris og børskurs vil kunne ilegges større vekt i vurderingen av «*særlige grunner*», enn det et avvik mellom beregnet avkastningsverdi eller bokført verdi per aksje blir. Selv om børskurs kan ilegges større vekt, er det likevel klart at et avvik mellom tilbudspris og børskurs i seg selv ikke er tilstrekkelig til å fravike tilbudsprisen. Det vil være å føre en «*ren priskontroll*» som faller utenfor rammen av «*særlige grunner*».¹⁶⁵

Lagmannsretten stiller seg kritisk til at negativ kursutvikling før fremsettelse av tilbudet kan danne grunnlag for å fravike presumsjonsregelen. I LB-2019-89366 uttaler lagmannsretten at «*Det kan [...] ikke ha betydning at aksjekursen hadde falt betydelig i månedene før tilbudet ble fremsatt.*»¹⁶⁶ Basert på det ovennevnte avsnittet om avvik mellom tilbudspris og børskurs, er det klart at negativ kursutvikling alene ikke er tilstrekkelig til å fravike tilbudsprisen.

Derimot er jeg uenig med lagmannsretten i at en slik kursutvikling ikke har «*betydning*». Minoritetsvernshensyn taler for å tolke lagmannsrettens uttalelse dithen at den ikke kan brukes som et argument for å ignorere en slik negativ kursutvikling, men heller tolke uttalelsen som *ratio decidendi* for den konkrete saken. Dersom den negative kursutviklingen kan kobles opp mot tilbyders handlinger, eksempelvis ved en særegen utøvelse av de facto negativ kontroll som drøftet i kapittel 10.4, kan saken stille seg annerledes. Hensynet til å hindre at det finner sted verdioverføring fra minoritetsaksjonærene til majoritetsaksjonæren, muliggjort på grunn av misbruk fra majoritetsaksjonærens side, trer i et slikt tilfelle inn med styrke i favør av å fravike tilbudsprisen. I et slikt tilfelle er det de øvrige omstendighetene i samspill med den negative kursutviklingen som begrunner å fravike tilbudsprisen. Kursutviklingen vil fungere som et slags bevis på at prisdannelsen er påvirket, og kan ilegges vekt i helhetsvurderingen ordlyden i «*særlige grunner*» oppstiller.

10.7 Endring i markedsverdi på sektornivå

Dette delkapittelet vil i stor grad bygge på ovenstående kapittel 10.6 om endringer i børskurs, men med en annen vinkling. Problemstillingen peiler seg inn på de tilfeller hvor det foreligger

¹⁶⁴ LF-2015-14655.

¹⁶⁵ LF-2015-14655; Kapittel 9.1.

¹⁶⁶ LB-2019-89366.

endringer i børskurs på sektornivå, men hvor børskursen i målselskapet ikke endrer seg tilsvarende som følge av en pågående oppkjøpsprosess. Vi kan se for oss følgende eksempel:

Det er fremmet et frivillig tilbud på alle utestående aksjer i et bankselskap, med forbehold om tillatelse fra konkurransemyndighetene som følge av at oppkjøper er en konkurrerende bank. I praksis ta det forbehold om at aksjene til de aksepterende aksjonærene låses frem til tilbudet er gjennomført. Tilbudsfristen utløper, og tilbyder mottar tilstrekkelig aksepter til å tvangsinnløse øvrige minoritetsaksjonærer etter vphl. § 6-22 (3), jf. § 6-22 (1). På dette tidspunkt må oppkjøpet behandles av konkurransemyndighetene. Det forutsettes at det tar flere måneder å behandle saken, med de følger av det totalt tar ett år fra fremsettelse av tilbud til tilbudet blir gjennomført og tvangsinnløsning besluttet. Parallelt med konkurransemyndighetenes saksbehandling foregår det en kraftig endring i banksektorens markedsverdi, hvor de øvrige bankaksjenes børskurs øker betraktelig. Grunnet blant annet lav likviditet i aksjen som følge av de fleste aksjene ble låst i tilbudet, samt at tilbudsprisen setter en naturlig øvre børskurs ettersom innløsningssummen fastsettes med utgangspunkt i tilbudsprisen,¹⁶⁷ vil ikke markedet for prising av aksjen fungere optimalt i denne perioden for de gjenværende ikke-aksepterende minoritetsaksjonærene. Aksjen vil dermed ikke følge den øvrige oppgangen i banksektoren. Det oppstår da spørsmål om en slik endring i markedsverdi på sektornivå kan danne grunnlag for å fravike tilbudsprisen som følge av at «*særlige grunner tilsier en annen pris*», jf. vphl. § 6-22 (2).

I likhet med kapittel 10.6 ovenfor, vil ikke avvik mellom tilbudspris og beregnet avkastningsverdi eller endring i børskurs i seg selv danne et tilstrekkelig grunnlag for å fravike tilbudsprisen.¹⁶⁸ Det kreves «noe mer», i den forstand at det må foreligge omstendigheter ved tilbudsprosessen som «*i vesentlig grad påvirker prisdannelsen og svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien*», jf. LF-2015-14655 og LB-2019-89366. I foreliggende eksempel vil tidsaspektet kunne være en slik omstendighet. Det hører til sjeldenheten at det tar opp mot ett år å gjennomføre et overtakelsestilbud med etterfølgende tvangsinnløsning.¹⁶⁹

I tråd med ordlyden i «*særlige grunner*» må det foretas en helhetsvurdering hvor endring i børskurs på sektornivå er et relevant moment, men etter lagmannsrettens uttalelser vil det

¹⁶⁷ Vphl. § 6-22 (2).

¹⁶⁸ LF-2015-14655; LB-2019-89366.

¹⁶⁹ BÅHR, 2023, s.56.

være et moment som ikke kan ilegges særlig vekt. Fokuset må rettes mot tidsaspektet ved det frivillige tilbud, og hvordan dette har påvirket verdien av tilbudsprisen som grunnlag for innløsningssummen. I foreliggende eksempel vil tidsaspektet, sett i lys av hva som anses som normal gjennomføringstid, være en «særegen» og «spesiell» omstendighet.

Minoritetsaksjonærene havner i en skvis hvor de verken i markedet eller ved den forestående tvangsinnløsningen kan oppnå det de selv anser som en rettferdig pris. Aksjene kan fritt omsettes, men blir de facto «låst» som følge av at det ikke er mulig å få bedre betalt i markedet.¹⁷⁰

Min vurdering er at det ovennevnte rettskildemessige grunnlaget trekker i retning av at endring i markedsverdi på sektornivå som utgangspunkt ikke er tilstrekkelig til å fravike tilbudsprisen. Det betyr ikke at momentet er uten betydning, men at det må foreligge ytterligere omstendigheter før «*særlige grunner tilsier en annen pris*», jf. vphl. § 6-22 (2). Det foreligger ingen praksis vedørende spørsmålet, og løsningen må anses usikker.

10.8 Sammenfatning

Unntaksregelen for «*særlige grunner*» i vphl. § 6-22 (2) er en sikkerhetsventil som skal verne om minoritetsaksjonærenes økonomiske interesser. Vilkåret oppstiller en høy terskel, i den forstand at det må foreligge vektige argumenter for å fravike presumsjonsregelen.¹⁷¹ Nøyaktig hvor tungtveiende grunner som må foreligge før tilbudsprisen kan fravikes er vanskelig å stadfeste og må nødvendigvis vurderes konkret fra sak til sak. Den konkrete plassering av terskelen beror på en avveining mellom overtakelsesdirektivets formål om å forenkle oppkjøp av børsnoterte selskaper og hensynet til minoritetsaksjonærene som har valgt å ikke akseptere overtakelsestilbudet.

En effektiv anvendelse av vphl. § 6-22 forutsetter at rettsanvenderen hensyntar flere faktorer ved vurderingen av om «*særlige grunner tilsier en annen pris*». Det må tas i betraktning at tilbudsprosessen som utgangspunkt har ivaretatt minoritetsvernet, samt at tilbudsprisen som hovedregel gir uttrykk for «*fair price*» der vilkårene i vphl. § 6-22 (2) og (3) er oppfylt. Disse

¹⁷⁰ Unntak kan tenkes dersom aksjemarkedet spekulerer i et feilet tilbud.

¹⁷¹ Se kapittel 9.1.

faktorene utgjør grunnlaget for presumsjonsregelen i vphl. § 6-22 (2), og er avgjørende for å fremme overtakelsesdirektivets formål.

Kjernen i vurderingen av om «*særlige grunner tilsier en annen pris*» er forhold eller omstendigheter som medfører at tilbudsprisen ikke reflekterer «*fair price*». ¹⁷² Forarbeidene oppstiller to alternative vurderingstemaer for når «*særlige grunner*» kan foreligge. For det første, kan det ha skjedd «*vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført til tvungen innløsning ble erklært*». For det andre, kan det hende at overtakelsestilbudet ikke anses som en «*reell takeover-situasjon*». ¹⁷³

Lagmannsretten har ytterligere presisert forarbeidenes uttalelser. Hvorvidt «*særlige grunner tilsier en annen pris*» beror på en vurdering av om «*det foreligger omstendigheter som i vesentlig grad påvirker prisdannelsen og svekker verdien av pristilbudet som presumsjon for markedsverdien*». ¹⁷⁴ Vurderingen peiler seg inn på hvordan og i hvilken grad eventuelle omstendigheter har påvirket prisdannelsen, og hvorvidt disse omstendighetene svekker det grunnlaget tilbudsprisen baserer seg på.

Alminnelige hendelser som fremleggelse av kvartals- og årsrapporter, eller andre bagatellmessige omstendigheter faller utenfor ordlyden i «*særlige grunner*». ¹⁷⁵

Lagmannsretten har avvist at et avvik mellom tilbudspris og beregnet avkastningsverdi eller bokført verdi per aksje i seg selv er tilstrekkelig til å fravike tilbudsprisen, som følge av at unntaksregelen ikke åpner for at det foretas en «*ren priskontroll*». ¹⁷⁶ Tilsvarende må gjelde ved avvik mellom tilbudspris og børskurs. ¹⁷⁷

Prispåvirkende omstendigheter kan oppstå på forskjellige måter. Blant typetilfellene drøftet i kapittel 10, har de omstendigheter forarbeidene og lagmannsretten trekker frem oppstått som følge av oppkjøpers handlinger. ¹⁷⁸ Likevel kan det oppstå omstendigheter etter avsluttet tilbudsperiode som ikke stammer fra handlinger på oppkjøpers hånd. ¹⁷⁹ Unntaksregelen for «*særlige grunner*» i vphl. § 6-22 (2) retter seg hovedsakelig mot tilfeller der

¹⁷² LF-2015-14655; LB-2019-89366.

¹⁷³ NOU 2005:17 s.63.

¹⁷⁴ LF-2015-14655; LB-2019-89366.

¹⁷⁵ Se kapittel 9.1 og 10.5.

¹⁷⁶ LF-2015-14655.

¹⁷⁷ Se kapittel 10.6.

¹⁷⁸ Se kapittel 10.2, 10.3 og 10.4.

¹⁷⁹ Se kapittel 10.5, 10.6 og 10.7.

innløsningssummen ikke inkluderer eventuelle kontroll- eller oppkjøpspremier, eller tilfeller der oppkjøperen har utnyttet sin posisjon til å påvirke prisdannelsen i strid med likhetsprinsippet eller minoritetsvernet.

Overtakelsesdirektivet innskrenker minoritetsaksjonærenes rett til å få fastsatt innløsningssummen ved skjønn. Unntaksregelen er konstruert for å bøte på dette, og er avgjørende for å sikre ivaretagelsen av minoritetsvernet ved oppkjøp av børsnoterte selskaper. Imidlertid kan man, ved en for liberal anvendelse av unntaket, risikere å undergrave overtakelsesdirektivets formål om å forenkle slike oppkjøp. Rettsanvenderen står dermed overfor oppgaven med å veie hensynene mot hverandre, i et forsøk på å finne den optimale balansen.

11 Litteraturliste

Lover

Grunnloven	Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov
Aksjeloven	Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44
Allmennaksjeselskapsloven	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45
Verdipapirhandelloven av 1997	Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79
Verdipapirhandelloven	Lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75

Forarbeider

NUT 1970:1	Innstilling til lov om aksjeselskaper
NOU 1996:2	Utredning om verdipapirhandel
NOU 2005:17	Om overtakelsestilbud (tilbudspålagt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)
NOU 2019:1	Overtakelsestilbud (frivillig og pålagt tilbud). Endringer i verdipapirhandelloven
Ot.prp.nr.34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Prop.97 L (2010–2011)	Endringer i allmennaksjeloven og aksjeloven mv. (gjennomføring av direktiv 2009/109/EF)

Prop.68 L (2019–2020)

Endringer i verdipapirhandelloven (forskriftshjemmel om tilbudsprisen ved pliktig tilbud)

Forskrifter

Verdipapirhandelforskriften

Forskrift av 29. juni nr. 876 til verdipapirhandelloven

Rettsavgjørelser

Rt-1995-259 (Tromsø Kjøtt)

RT-2000-1811 (Finanger I)

RT-2003-713 (Norway Seafoods)

RT-2007-1392 (Flesberg)

HR-2016-1439-A (Bergshav Holding)

HR-2021-1976-U

LF-2015-14655 (Norway Pelagic)

LB-2019-79052 (Hafslund)

LB-2019-89366 (Aurora Holding)

TOSLO-2007-6824

Shesti Mai Engineering OOD et al. mot Bulgaria, no. 17854/04, 20. september 2011

Sovatransavto Holding mot Ukraine, no. 48553/99, 25. juli 2002

EFTA-domstolen 3. oktober 2007 (E-1/07)

Konvensjoner

EMK P1-1 Den europeiske menneskerettskonvensjonen 1.
tilleggsprotokoll artikkel 1

Direktiver

Overtakelsesdirektivet Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21.
april 2004 om overtakelsestilbud

Direktiv 2009/109/EF Europaparlaments- og rådsdirektiv 2009/109/EF av 16.
september 2009 om endring av rådsdirektiv 77/91/EØF,
78/855/EØF og 82/891/EØF samt direktiv 2005/56/EF

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser

Oslo Børs (1999) Oslo Børs. (1999). *Børssirkulærer, vedtak og uttalelser*.
<https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>

Oslo Børs (2000) Oslo Børs. (2000). *Børssirkulærer, vedtak og uttalelser*.
<https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>

Oslo Børs (2019) Oslo Børs. (2019). *Børssirkulærer, vedtak og uttalelser*.
<https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>

Svenske rettskilder

Aktiebolagslagen Aktiebolagslagen 2005-06-16, SFS nr: 2005:551

Prop. 2005/06:140

Offentliga oppköpserbudanden på aktiemarknaden

SOU 2005:58

Ny reglering av offentliga oppköpserbudanden

Litteratur

Bøker

Aabø-Evensen (2011)

Aabø-Evensen, O. K. (2011). *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet*. Universitetsforlaget.

Aarbakke et al. (2017)

Aarbakke, M., Aarbakke, A., Knudsen, G., Ofstad, T. & Skåre, J. (2017). *Aksjeloven og allmennaksjeloven, Lovkommentar (4. utg)*. Universitetsforlaget.

Andenæs (2016)

Andenæs, M. H. (2016). *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper (3. utg,)*. Andenæs/Calax forlag.

Bergo (2021)

Bergo, K. (2021). *Børs- og verdipapirrett (5. utg.)*. Cappelen Damm Akademisk.

Gullifer & Payne (2011)

Gullifer, L. & Payne, J. (2011) *Corporate Finance Law - Principles and Policy*. Hart Publishing Ltd.

Høgberg & Sunde (2019)

Høgberg, A. P. & Sunde, J. Ø. (2019). *Juridisk metode og tenkemåte*. Universitetsforlaget.

Kaldestad & Møller (2016)

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering (2.utg)*. Fabokforlaget.

Myklebust (2011)

Myklebust, T. (2011). *Innføring i finansmarkedsrett*. Fagbokforlaget

- Nygaard (2004) Nygaard, N. (2004). *Rettsgrunnlag og standpunkt (2. utg)*. Universitetsforlaget.
- Schaumburg-Müller & Werlauff (2012) Schaumburg-Müller, P. & Werlauff, E. (2012). *Børs- og kapitalmarkedsret (5. utg.)*. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.
- Sejersted et al. (2011) Sejersted, F., Arnesen, F., Rognstad, O., Kolstad, O., (2011). *EØS rett (3 utg.)*. Universitetsforlaget.
- Tjaum (2014) Tjaum, A. (2014). *Tilbudspålykt ved oppkjøp*. Universitetsforlaget.
- Woxholth (2012) Woxholth, G. (2012). *Selskapsrett (4. utg.)*. Gyldendal Norsk Forlag.

Artikler og rapporter

- Anker-Sørensen & Sjøfjell (2014) Anker-Sørensen, L. & Sjøfjell, Beate. (2014). Vår europeisk selskapsrett. *Selskapsrettstidsskriftet*, 49-52.
- BAHR (2023) Bahr. (2023). Norwegian Public Takeover Deal Study 2023 edition. <https://bahr.no/publication/norwegian-public-takeover-deal-study-2023-edition>
- Bugge (2011) Bugge, A. F. (2011). Oppkjøp av selskap notert på regulert marked - en oversikt. *Tidsskrift for forretningsjus*, Vol. 17, Utg. 4, 221–254. <https://doi.org/10.18261/ISSN0809-9510-2011-04-01>
- Folketrygdfondet (2022) Folketrygdfondet. (2022). Årsrapport og eierrapport 2022.

https://www.folketrygdfondet.no/sites/default/files/2023-02/Årsrapport_2022_WEB_ENDELIG_2.pdf

- Hagmansen (2023) Hagmansen, J. (2023, 8. august). Novo Nordisk: Børsverdien økte med nær 500 milliarder etter slanke-nytt. VG. <https://e24.no/boers-og-finans/i/GMgJJ/novo-nordisk-boersverdien-oekte-med-naer-500-milliarder-etter-slanke-nytt>
- Kaisanlahti (2007) Kaisanlahti, T. (2007) When Is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out? *European Business Organization Law Review* 8, 497-519.
- Krohn (2000) Krohn, M. (2000) Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall. *Tidsskrift for Forretningsjus, Vol. 1*.
- Krohn (2003) Krohn, M. (2003) Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights. *Tidsskrift for forretningsjus 2003, Vol.9, Utg.4*, 392–418. <https://doi.org/10.18261/ISSN0809-9510-2003-04-02>
- Larsson (2021) Larsson, A. P. (2021). *I korsningen mellom aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt: När bör särskilda skäl enligt särregeln anses föreligga?* [Mastergradsavhandling] Juridiska institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.
- Truyen (2004) Truyen, F. (2004). Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper. *Jussens Venner, Vol. 36, Utg. 5-6*, 305-328. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-3126-2004-05-06-03>

Winter (2002)

Winter, J., Schans Christensen, J., Garrido Garcia, J. M., Hopt, K. J., Rickford, J., Rossi, G., & Simon, J. (2002). *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union*. ssrn.com/abstract=315322

Woxholth (2019)

Woxholth, A. (2019). Aksjens virkelige verdi. *Jussens Venner*, Vol. 54, Utg. 2-3, 77-130. <https://doi.org/10.18261/issn.1504-3126-2019-02-03-01>