



**Universitetet i Bergen**

## **Analyse av verdipapirhandellogen § 2-5 nr. 5**



### **Masteroppgave i rettsvitenskap**

Kandidatnummer: 168312

Leveringsfrist: 2. juni 2009

Hovedveileder: Filip Truyen

Antall ord: 13704

30.05.2009

## Oppgavetekst

Børs- og verdipapirmarkedet er et dynamisk rettsområde der det til enhver tid er viktig med et oppdatert lovverk. Det kommer stadig nye finansielle instrumenter på markedet og bruken av disse må lovreguleres slik at man får et forutsigbart marked for aktørene. Samtidig har Norge en plikt til å sørge for at formålet til aktuelle EØS-direktiv blir ivaretatt gjennom norsk lovgivning. Dette er noen av momentene som resulterte i en ny verdipapirhandellov i 2007.

Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 regulerer konsolidering både ved tilbudsplikt og flaggeplikt, den har således et generelt preg. Det at paragrafen regulerer to vidt forskjellige aksjonærplikter i en felles konsolideringsbestemmelse er gjenstand for betenkeligheter i teorien og kan skape visse problemer i praksis.

I denne oppgaven skal studenten gjøre en analyse av verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5. Denne analysen skal redegjøre for om man burde ha en slik generell konsolideringsbestemmelse i verdipapirhandelloven. Herunder om bestemmelsen i dagens verdipapirmarked utgjør en hensiktsmessig og god regel. Studenten skal foreta en juridisk utredning av de ulike vilkårene i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5, og deretter vurdere om disse burde opprettholdes eller endres for at konsolidering skal bli regulert på best mulig måte.

Oppgaven gitt: 12. januar 2009

Hovedveileder: Filip Truyen, Universitetet i Bergen

## Forord

Denne analysen utgjør resultatet av min masteroppgave innen børs- og verdipapirrett i 10. og siste semester av min mastergrad i rettsvitenskap. Arbeidet med oppgaven er gjennomført i perioden januar 2009 til juni 2009.

I november 2008 kontaktet jeg Oslo Børs med en forespørsel om en aktuell problemstilling som kunne være gjenstand for nærmere utgreiing innen børs- og verdipapirretten. Jeg ble deretter tildelt en oppgave fra juridisk direktør ved Oslo Børs, Atle Degré.

Min stigende interesse og nysgjerrighet for verdipapirmarkedet gjorde at jeg anså masteroppgaven som en gyllen mulighet til å lære mer om dette rettsområdet. Arbeidet med masteroppgaven har dermed vært både et spennende og lærerikt halvår. Kunnskapen jeg har opparbeidet meg ved å skrive denne oppgaven vil forhåpentligvis komme meg til nytte senere i arbeidslivet.

Jeg vil gjerne takke min hovedveileder professor dr.juris Filip Truyen, for gode råd underveis i skriveprosessen.

I tillegg er det enkelte personer som fortjener en særlig takk for sin hjelpsomhet og bidrag med relevant informasjon til oppgaven. Herunder vil jeg takke juridisk direktør ved Oslo Børs, Atle Degré, for en interessant oppgave å arbeide med. Degré har vært tilgjengelig for e-post korrespondanse gjennom hele oppgaveskrivingen.

En annen person som jeg er takk skyldig er rådgiver i Kredittilsynet, Caroline Lium-Valmot. Gjennom hele skriveprosessen har hun bidratt med viktige innspill og besvart spørsmål vedrørende reglene om flaggeplikt.



Head of Compliance i First Securities ASA, Bjørn Haakon Steive har vært en innsiktsfull diskusjonspartner dette halvåret. Han har også foretatt en gjennomlesing av oppgaven og kommet med svært konstruktive kommentarer.

Bidraget fra overnevnte personer har vært nyttig og lærerikt. Jeg er særdeles takknemlig for deres oppmerksomhet.

Jeg håper besvarelsen vil komme til nytte. Alle tilbakemeldinger mottas med takk.

Oslo, 2. juni 2009

Randi Marie Omdal

# Innholdsfortegnelse

<b>Oppgavetekst .....</b>	<b>ii</b>
<b>Forord.....</b>	<b>iii</b>
<b>Innholdsfortegnelse .....</b>	<b>v</b>
<b>1 Innledning .....</b>	<b>1</b>
1.1 Tema.....	1
1.1.1 Problemstilling .....	1
1.1.2 Hensyn bak konsolidering.....	3
1.2 Metode og kildebruk .....	3
1.3 Organisering av den videre fremstilling.....	4
<b>2 Grunnleggende utgangspunkter ved tilbudsplikten.....</b>	<b>6</b>
2.1 Generelt .....	6
2.2 Hensyn.....	7
2.2.1 Beskyttelse av minoritetsaksjonærene .....	7
2.2.2 Likebehandling av aksjonærer .....	7
2.3 Konsolidering .....	8
<b>3 Grunnleggende utgangspunkter ved flaggeplikten .....</b>	<b>9</b>
3.1 Generelt .....	9
3.2 Hensyn.....	10
3.3 Konsolidering .....	10
<b>4 Når foreligger et ”forpliktende samarbeid” etter vphl. § 2-5 nr. 5?.....</b>	<b>12</b>
4.1 Ved tilbudsplikt.....	12
4.1.1 Generelt .....	12
4.1.2 Ordlyd.....	13
4.1.3 Forarbeid .....	14
4.1.4 Anvendelse av rettsvilkåret i praksis.....	14
4.1.5 Hensyn.....	17
4.1.6 Juridisk teori .....	18
4.1.7 Definisjonen av ”people acting in concert” i EØS-direktivene.....	19
4.1.8 Harmonisering av rettskildefaktorene .....	21
4.1.9 Nærmere om gjeldende rett .....	22
4.2 Ved flaggeplikt.....	25
4.2.1 Generelt .....	25
4.2.2 Gjeldende rett .....	26
<b>5 Hva er gjenstand for samarbeidet? .....</b>	<b>27</b>
5.1 Hvilke eierrettigheter er tilknyttet det finansielle instrumentet?.....	27
5.2 Vilkåret ”finansielt instrument” .....	28
5.2.1 Det generelle vilkåret ”finansielt instrument”.....	28
5.2.2 Instrument som kan utlyse flaggeplikt .....	28



5.2.3	Instrument som kan utløse tilbudsplikt .....	31
<b>6</b>	<b>Presiseringen ”... samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres”.....</b>	<b>33</b>
6.1	Implementeringen og hensikten bak presiseringen .....	33
6.2	Takeover-direktivets første oppkjøpstilfelle .....	34
6.3	Takeover-direktivets andre oppkjøpstilfelle.....	35
6.4	Er det tilstrekkelig med hensikt etter norsk rett?.....	36
6.5	Er plasseringen av tillegget en retts teknisk god løsning? .....	36
<b>7</b>	<b>Sanksjoner og beviskrav .....</b>	<b>38</b>
7.1	Sanksjoner ved brudd på flaggeplikten og tilbudsplikten .....	38
7.2	Beviskravet i vphl. § 2-5 nr. 5 .....	38
<b>8</b>	<b>Er vphl. § 2-5 nr. 5 i strid med EØS-retten?.....</b>	<b>42</b>
<b>9</b>	<b>En rettspolitisk vurdering .....</b>	<b>44</b>
9.1	Burde man opprettholde konsolideringsvilkåret ”forpliktende samarbeid” i vphl. § 2-5 nr. 5? .....	44
9.2	Burde man ha en felles definisjon av ”forpliktende samarbeid” for flaggeplikt og tilbudsplikt i norsk rett?.....	45
9.2.1	Pro-argumenter .....	45
9.2.2	Contra-argumenter .....	45
9.2.3	Vurdering .....	46
9.3	Behovet for en klargjøring av hvilke instrumenter som kan være gjenstand for samarbeid .....	47
9.4	Plasseringen av tillegget ”... samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres”. .....	48
9.5	Beviskravet reiser visse problemstillinger .....	48
<b>10</b>	<b>Avslutning .....</b>	<b>50</b>
<b>11</b>	<b>Litteraturliste.....</b>	<b>51</b>
11.1	Lover .....	51
11.2	Forarbeid .....	51
11.3	Forskrifter.....	51
11.4	Direktiver .....	52
11.5	Praksis .....	52
11.6	Bøker .....	53
11.7	Artikler .....	53
11.8	Diverse elektroniske kilder.....	53

# 1 Innledning

## 1.1 Tema

### 1.1.1 Problemstilling

Målet med denne oppgaven er å gjøre en analyse av verdipapirhandelloven<sup>1</sup> § 2-5 nr. 5. Analysen skal redegjøre for om man burde ha en generell konsolideringsbestemmelse<sup>2</sup> for tilbudsplikt og flaggeplikt. Hensikten med oppgaven er å finne frem til hvordan tilbudsplikten og flaggeplikten på konsolidert grunnlag kan reguleres på en best mulig måte.

Hensyn bak aksjonærpliktene er momenter i vurderingen av konsolideringsbestemmelsens hensiktsmessighet. Formålet med verdipapirhandelloven er å skape sikker, ordnet og effektiv handel for aktørene i markedet, jfr. § 1-1. Hensyn bak tilbudsplikten<sup>3</sup> og flaggeplikten<sup>4</sup>, herunder likebehandling av minoritetsaksjonærene samt lik/samtidig informasjon til verdipapirmarkedet, er elementer som inngår i denne formålsbestemmelsen. Blir disse hensyn oppfylt vil dette resultere i at formålsbestemmelsen blir ivaretatt, noe som vil bidra til rettssikkerhet og forutberegnelighet i verdipapirmarkedet.

Legalitetsprinsippet er et viktig rettskildeprinsipp ved tolkningen og vurderingen av konsolideringsbestemmelsen. Kravet om lovhjemmel for myndighetene til å foreta inngrep overfor borgerne gjør seg særlig gjeldende når ordlyden er gjenstand for utvidende tolkning. Dette gjelder spesielt på strafferettens område, men kan også gjelde sivilrettslige forhold dersom inngrepet er av særdeles inngripende art. Konsolideringsvilkåret ”forpliktende samarbeid” i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 blir i dag tolket utvidende for å samsvare med gjeldende rett. Det at flaggeplikten er straffesanksjonert medfører at legalitetsprinsippet taler

---

<sup>1</sup> Lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75 (heretter vphl.).

<sup>2</sup> Med konsolidering skal man i denne sammenheng forstå at to eller flere aksjonærer skal vurderes under ett i henhold til enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven.

<sup>3</sup> Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) side 360

<sup>4</sup> Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) side 316

imot en slik utvidende tolkning av ordlyden. Tilbudsplikten er ikke straffesanksjonert. Likevel vil konsekvensene av å bli pålagt et pliktig tilbud kunne være særlig inngripende. Legalitetsprinsippet kan dermed tale imot en utvidende tolkning av vilkåret ”forpliktende samarbeid”.

Besvarelsen vil også ta stilling til EØS-rettens forståelse av dette temaet. Direktiv 2004/25 EF om overtakelsestilbud<sup>5</sup> og direktiv 2004/109 om rapportering til finansielle markeder<sup>6</sup> er aktuelle EØS-direktiv som vil bli behandlet. Den nye verdipapirhandelloven av 2007 er en følge av blant annet implementeringen av disse to direktivene. Direktivene har dermed stor betydning for tolkningen og forståelsen av dagens konsolideringsbestemmelse i verdipapirhandelloven.

Vphl. § 2-5 består av fem ulike konsolideringsalternativ. Felles for de fem alternativene er at alle presenterer særlige bånd mellom aktørene<sup>7</sup>. Det følger av nr. 1 at ektefeller skal anses som nærstående i forhold til verdipapirhandellovens bestemmelser. Mindreårige barn til vedkommende aktør eller person som nevnt i nr. 1 skal også konsolideres, jfr. § 2-5 nr. 2. De to første konsolideringsalternativer viser at enkelte personlige nærstående til erververen skal identifiseres også uavhengig av om de handler i forståelse med hverandre. Slike familiære bånd er dermed i seg selv tilstrekkelig for å utløse konsolidering. Etter alternativ nr. 3 skal man konsolidere selskap innen samme konsern som eies av vedkommende aktør. Etter konsolideringsalternativ nr. 4 skal man identifisere selskap hvor vedkommende selv, eller noen som nevnt i nr.1, 2 eller 5 har en slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 andre ledd, allmennaksjeloven § 1-3 andre ledd eller selskapsloven § 1-2 andre ledd. Alternativ nr. 3 og nr. 4 hjemler dermed konsolidering av organisatorisk nærstående. Det femte og siste konsolideringsalternativet hjemler identifikasjon mellom aktører som har et ”forpliktende samarbeid”. Oppgaven omhandler konsolidering av aksjeeiere, men besvarelsen avgrenses mot de øvrige identifikasjonsbestemmelser i vphl. § 2-5 nr. 1-4. Besvarelsen vil kun ta for seg konsolidering på grunnlag av aksjonærsamarbeid i vphl. § 2-5 nr. 5.

---

<sup>5</sup> Heretter takeover-direktivet.

<sup>6</sup> Heretter transparency-direktivet.

<sup>7</sup> Ot.prp.nr 53 (1988-89) s. 24



### 1.1.2 Hensyn bak konsolidering

Det vil bli vist under oppgavens kapittel 2.2 og 3.2, at man har spesielle hensyn bak henholdsvis tilbudsplikten og flaggeplikten. Derimot har man også spesifikke hensyn bak den generelle konsolideringsbestemmelsen i verdipapirhandelloven. Grunnen til å regulere slike interessefellesskap er å ramme skjulte oppkjøp blant aktørene i markedet<sup>8</sup>. Uten en konsolideringsbestemmelse ville partene hatt mulighet til å spre sine kontrollerende deler på forskjellige aktører, og dermed oppnå en skjult kontroll i selskapet. Et viktig hensyn med å regulere konsolidering på verdipapirmarkedet er dermed å hindre omgåelse av regelverket. I tilfeller der aktørene ikke har til hensikt å omgå regelverket, vil konsolidering derimot kunne effektivisere regelverket. Konsolideringsbestemmelsen er også med på å oppfylle lovens formål om en ”... sikker, ordnet og effektiv handel ...” i markedet, jfr. § 1-1.

## 1.2 Metode og kildebruk

Ved gjennomføringen av direktivene og dets prinsipper var det nødvendig med enkelte endringer i norsk rett, noe som resulterte i den nye verdipapirhandellov av 2007<sup>9</sup>. På tross av visse endringer i verdipapirhandelloven bygger dagens § 2-5 nr. 5 likevel noe på tidligere lovverk og forarbeider.

Vphl. av 1985 § 5A<sup>10</sup> var forløperen til § 1-4 nr. 5 i vphl. av 1997<sup>11</sup>, og lød som følger: ”... noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med”. Forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 la til grunn en videreføring av § 5A som på den tiden var gjeldende rett<sup>12</sup>. Dette på tross av at ordlyden ble forandret til ”forpliktende samarbeid”. Bakgrunnen for at man endret ordlyden var for å få et mer presist vilkår, samtidig som man hadde ønske om å vedta en likelydende bestemmelse om konsolidering som man hadde i finansieringsvirksomhetsloven og ervervsloven<sup>13</sup>. Forarbeidene til gjeldende verdipapirhandellov definerer ikke ”forpliktende samarbeid” på en utfyllende måte. Ordlyden er blitt ytterligere presisert i bestemmelsen med tillegget, ”... herunder der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres”. Det fremkommer likevel av forarbeidene at tillegget ikke skal

---

<sup>8</sup> Ot.prp.nr. 72 (1984-1985) side 7

Ot.prp.nr. 53 (1988-1989), pkt 5.11

<sup>9</sup> Verdipapirhandelloven av 2007 trådte i kraft 1. januar 2008.

<sup>10</sup> Verdipapirhandelloven fra 14.6.1985 nr. 61.

<sup>11</sup> Lov om verdipapirhandel fra 19.6.1997 nr. 79.

<sup>12</sup> Ot.prp.nr. 29 (1996-97) punkt 9.2.6

<sup>13</sup> NOU 1996:2 punkt 9.3.7

føre til noen realitetsendring av gjeldende rett<sup>14</sup>. Rent metodemessig må man derfor se tilbake på en rekke forarbeider til tidligere verdipapirhandellover for å finne lovgivers vilje med bestemmelsen. Store deler av kildebruken underveis i skriveprosessen har dermed bestått av forarbeider og praksis fra tidligere lover.

Det finnes imidlertid lite praksis og juridisk teori som kun omhandler konsolidering på grunnlag av aksjonærsamarbeid. Det har dermed vært en utfordring å skaffe tilstrekkelige kilder for og imot mine vurderinger av konsolideringsbestemmelsen hensiktsmessighet. Et spesielt rettskildeproblem er mangelen av praksis når det gjelder flaggeplikt grunnet aksjonærsamarbeid. Dette skaper usikkerhet til hvordan rettsspørsmål i vphl. § 2-5 nr. 5 vil bli tolket og anvendt i forhold til flaggeplikten.

EØS-direktivene har også omfattet store deler av kildematerialet underveis i arbeidet med oppgaven. Siden transparency- og takeover-direktivet kun har et minimumsharmoniseringskrav medførte dette enkelte utfordringer underveis i oppgaveskrivingen. Ulik regulering av konsolidering i Norge og EØS gav kildemessige spørsmål, som for eksempel hvilken relevans og vekt direktivene skulle tillegges. Rent metodisk har jeg i den rettsdogmatiske delen av oppgaven valgt å bruke direktivene som et tolkningsmoment ved kartleggingen av den norske konsolideringsbestemmelsens rekkevidde. I oppgavens kapittel 8 tar jeg stilling til om det foreligger motstrid mellom den norske konsolideringsbestemmelsen og direktivene, når det kun stilles krav om minimumsharmonisering. Hva en eventuell strid har å si for den norske regelen blir også behandlet.

### **1.3 Organisering av den videre fremstilling**

Besvarelsen starter med å beskrive generelle betraktninger ved tilbudsplikten og flaggeplikten, for å presentere hvilke aksjonærplikter som blir rammet av vphl. § 2-5 nr. 5.

Deretter har oppgaven en rettsdogmatisk del der rettvilkårene blir tolket på bakgrunn av ulike rettskilder. Det foretas en harmonisering av rettskildene for å kartlegge gjeldende rett.

---

<sup>14</sup> Ot.prp.nr 34 (2006-2007) s. 368



Videre går oppgaven over i en rettspolitisk del, der hovedspørsmålet er om vphl. § 2-5 nr. 5 er en hensiktsmessig bestemmelse. Spørsmålet om bestemmelsens hensiktsmessighet gjelder både de materielle vilkårene og den tekniske utformingen av regelen.

## 2 Grunnleggende utgangspunkter ved tilbudsplikten

### 2.1 Generelt

Hovedregelen om tilbudsplikt kommer til uttrykk i vphl. § 6-1 første ledd;

*”Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jfr. § 6-9”.*

Kapittel 6 i verdipapirhandelloven regulerer tilbudsplikten for aksjonærer som blir eiere av en nærmere fastsatt andel i norsk selskap notert på et norsk regulert marked<sup>15</sup>. Dette er en rettslig plikt for erververen til å gi resterende aksjonærer et tilbud på de øvrige aksjene i selskapet.

Tilbudspliktgrensen er i dag fastsatt til 1/3 av stemmene i et norsk selskap, jfr. vphl. § 6-1 første ledd. Dagens tilbudspliktgrense er senket i forhold til grensen i tidligere verdipapirhandellov av 1997<sup>16</sup>. På hvilket tidspunkt en aktør kan få kontroll over et selskap vil være forskjellig hvorvidt man taler om en rettslig eller en faktisk kontroll over selskapet. En rettslig kontroll over ett selskap vil man først ha når man er eier av over 50 % av stemmene. Tilbudspliktgrensen er begrunnet med at man ved å eie 1/3 av stemmene i et selskap vil kunne utøve faktisk kontroll<sup>17</sup>. Ved en slik eierandel vil man kunne blokkere viktige selskapsavgjørelser. For at man skal kunne oppnå faktisk kontroll på et slikt lavt nivå som 1/3 av stemmene kan avgjørende faktorer være aksjonærstrukturen og hvor mange aksjonærer som møter på generalforsamlingen for å anvende sin stemmerett.

---

<sup>15</sup> Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 definerer ”regulert marked” som tilfellet der et foretak har fått tillatelse til og beslutter notering av finansielle instrumenter til markedet, jfr § 3.

<sup>16</sup> Det følger av § 4-1 i verdipapirhandelloven av 1997 at tilbudspliktgrensen på den tiden var 40 %.

<sup>17</sup> NOU 2005:17 pkt 6.4.2

Tilbudet må ikke ha en lavere pris enn det høyeste vederlaget som aksjen er solgt for i løpet av de siste 6 månedene, jfr. vphl. § 6-10 fjerde ledd. Tilbudsplikten kan således ha store konsekvenser for oppkjøper, da han må ha tilstrekkelig likviditet til å finansiere slike tilbud. Det må imidlertid presiseres at oppkjøperen kan foreta nedsalg dersom kontroll ikke er ønskelig, jfr. vphl. § 6-9.

## 2.2 Hensyn

### 2.2.1 Beskyttelse av minoritetsaksjonærene

Hensyn som begrunner tilbudsplikten beror på en interesseavveining mellom oppkjøperne og minoritetsaksjonærene. Det er særlig to hensyn<sup>18</sup> som begrunner tilbudspliktreglene. Hovedhensynet er beskyttelse av minoritetsaksjonærene. En oppkjøper har gjerne til hensikt å få kontroll over det aktuelle selskapet. Dersom skifte av ledelsen medfører negative konsekvenser for minoritetsaksjonærene er det naturlig at de ønsker å selge seg ut av selskapet. For å hindre at minoritetsaksjonærene skal bli ”fastlåst” i selskaper pga. oppkjøpere, skal de gis en mulighet for å selge sine aksjer til oppkjøper for en akseptabel pris. Ved et kontrollskifte vil minoritetsaksjonærene dermed ha mulighet til å selge sine aksjer for en pris som sikrer dem en del av kontrollpremien<sup>19</sup>.

Hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjonærene tilsier at de ikke skal lide et økonomisk tap som følge av et slikt kontrollskifte. Dette medfører at minoritetsaksjonærene kan forutberegne sine investeringer, samtidig som det vil hindre spekulative selskapsovertagelser og fremme verdipapirhandellovens formålsbestemmelse i § 1-1.

### 2.2.2 Likebehandling av aksjonærer

Aksjeeiere som velger å selge sine aksjer til en overpris, får ta del i kontrollpremien. De som selger aksjene sine vil dermed få en fordel som de andre aksjeeierne ikke får. Hensynet til likebehandling tilsier at de øvrige aksjonærene bør ha rett til å bli løst ut for en tilsvarende premie<sup>20</sup>. Dette vil medføre at samtlige aksjeeiere som velger å selge sine aksjer får en lik del av kontrollpremien. Prinsippet om likebehandling kommer til uttrykk i vphl. § 6-10 niende

---

<sup>18</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) side 360

<sup>19</sup> En kontrollpremie er den ekstra prisen en aksjonær må betale for å få kontroll i et selskap. Den oppstår fordi en betydelig eller en viktig del av aksjene generelt har en høyere pris.

<sup>20</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) side 360

ledd. Ved å behandle minoritetsaksjonærene likt legger man til rette for at formålet i vphl. § 1-1 blir ivaretatt.

Hensynet til likebehandling av minoritetsaksjonærene kan avgrenses mot et annet likhetsprinsipp som kommer til uttrykk i vphl. § 5-14. Dette prinsippet fastsetter at aksjeeiere skal likebehandles når det gjelder informasjon og offentliggjøring av informasjon fra utstedere.

## **2.3 Konsolidering**

I vurderingen av om en aksjonær har nådd tilbudspliktgrensen skal man også medregne hans nærstående eierposisjoner og transaksjoner, jfr ordlyden ”like med” i vphl. § 6-5 første ledd.

*”I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5”.*

Hensikten med å regulere konsolidering i verdipapirmarkedet er beskrevet under oppgavens kapittel 1.1.2. Mer generelt vedrørende tilbudsplikt på konsolidert basis vil bli presentert i oppgavens kapittel 4.1.

## 3 Grunnleggende utgangspunkter ved flaggeplikten

### 3.1 Generelt

Hovedregelen om flaggeplikten kommer til uttrykk i vphl. § 4-2 andre ledd;

*”Hvis en aksjeeiers eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under 5 prosent, 10 prosent, 15 prosent, 20 prosent, 25 prosent, 1/3, 50 prosent, 2/3, og 90 prosent av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene som følge av erverv, avhendelse eller annen omstendighet, skal vedkommende gi melding til utstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker”.*

Plikten utløses ved forandringer i innflytelsesstrukturen i selskapet eller ved endringer i posisjoner som gir en slik mulig innflytelse<sup>21</sup>. Investorer må derfor melde fra til der instrumentet er notert<sup>22</sup> for eksempel ved erverv og avhendelse av nærmere fastsatte aksjeandeler og rettigheter til aksjer<sup>23</sup>. Denne meldeplikten er definert som flaggeplikt.

Nytt er at vphl. § 4-2 tredje ledd legger til grunn at stemmerettigheter<sup>24</sup> til aksjer er flaggepliktige ”like med” aksjer og rettigheter til aksjer<sup>25</sup>. Det følger av forskriften til verdipapirhandelloven at vilkåret ”annen omstendighet” i § 4-2 andre ledd rammer ”... inngåelse eller opphør av avtale om overføring av stemmerettigheter ...”, og medfører dermed at disse er flaggepliktige<sup>26</sup>.

---

<sup>21</sup> Kredittilsynets rundskriv 3/2008, punkt 3.1.

<sup>22</sup> Det finnes flere regulerte markeder i Norge der finansielle instrumenter blir notert. Når aksjer skal noteres på regulerte markeder skjer dette på Oslo Børs.

<sup>23</sup> Nytt fra verdipapirhandelloven 2007 er at også avhendelse av rettigheter til aksjer er flaggepliktig, jfr Kredittilsynets rundskriv 3/2008, punkt 4.1.

<sup>24</sup> En stemmerettighet er en rettighet som følger med det å eie en aksje. En aksje utgjør ofte en stemme på generalforsamlingen.

<sup>25</sup> Kredittilsynets rundskriv 3/2008, punkt 2.

<sup>26</sup> FOR 2007-06-27 nr. 876 § 4-3, bokstav g) (heretter verdipapirforskriften).

Flaggeplikten er i motsetning til tilbudsplikten straffesanksjonert. Dersom en aksjonær unnlater å flagge, vil dette kunne medføre bøter, jfr. vphl. § 17-3 tredje ledd.

### 3.2 Hensyn

Hovedhensynet bak flaggeplikten er å gi markedet informasjon, slik at investorer kan foreta velfunderte investeringer<sup>27</sup>. Informasjon om forandring i eierstrukturen til selskaper kan ha betydning for aksjekursen og er derfor viktig informasjon til aksjonærer<sup>28</sup>. Ved at det flagges får aksjonærene både lik og samtidig informasjon. Hensynet til lik og samtidig informasjon er viktig for investorers tillit til det norske markedet, noe som igjen fører til flere investeringer. Hensynet bidrar dermed til en ordnet handel mellom aktører på markedet, jfr. vphl. § 1-1.

På den annen side kan flaggeplikten virke som en byrde for oppkjøperen. Hans eierandel må offentliggjøres på et tidlig tidspunkt og dette kan medføre en tidlig kursoppgang. Dette vil kunne fordyre og vanskeliggjøre et oppkjøp<sup>29</sup>.

### 3.3 Konsolidering

Hovedreglen om flaggeplikt ved konsolidering kommer til uttrykk i vphl. § 4-2 sjette ledd;

*”Like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter som nevnt i tredje ledd, regnes:*

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

---

<sup>27</sup> Ot.prp.nr 34 (2006-2007) side 308

<sup>28</sup> Tor Bechman [m.fl]. *Verdipapirhandelloven, kommentarutgave*. Oslo 2006. Side 221.

<sup>29</sup> Tidsskrift for forretningsjus, Nr 3/ 1999 årgang 5, ”Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper”, Atle Degrè, side 217.





Hensikten med å regulere konsolidering i verdipapirhandelloven er beskrevet under oppgavens kapittel 1.1.2. Mer generelt vedrørende flaggeplikt på konsolidert basis blir presentert under oppgavens kapittel 4.2.

## 4 Når foreligger et "forpliktende samarbeid" etter vphl. § 2-5 nr. 5?

### 4.1 Ved tilbudsplikt

#### 4.1.1 Generelt

Den spesielle konsolideringsbestemmelsen som utløser tilbudsplikt er hjemlet i vphl. § 6-5, jfr kapittel 2.3 i oppgaven.

Det er tilbudsmyndigheten, Oslo Børs, som skal avgjøre om personer i en gruppe oppfyller vilkårene til konsolidering, jfr. vphl. § 6-5 andre ledd.

Det følger av lovens ordlyd et krav om "ervert" for at tilbudsplikten skal utløses, jfr. § 6-1 første ledd. Det fremkommer av forarbeidene<sup>30</sup> at konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikten, siden aktørene ikke foretar konkrete ervert<sup>31</sup>.

Dersom man konsoliderer aktør A som eier av 30 % av stemmene med aktør B som også eier 30 % av stemmene i selskapet, vil dette resultere med et felles eierskap på 60 % av selskapet. Dersom disse partene ikke foretar flere ervert, vil de da som en konsolidert gruppe ha både rettslig og faktisk kontroll over selskapet, uten at dette medfører tilbudsplikt. Et slikt tilfelle vil fjerne muligheten for minoritetsaksjonærene til å ta del i en kontrollpremie. Dersom lovens formål skal ivaretas kan dette tilsi at konsolidering burde være tilstrekkelig for å utløse tilbudsplikten. Dette tyder på at det er et spenningsforhold mellom lovens krav til "ervert" og lovens formål. Reelle hensyn kan dermed tale for at konsolidering alene burde utløse tilbudsplikt.

---

<sup>30</sup> NOU 1996:2 s. 14 og 117/Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) pkt 26.5.1

<sup>31</sup> Tilsvarende synspunkt har Bergho, "Børs og verdipapirrett", utgave 2008, side 242.

På den annen side taler både ordlyden og forarbeidene for at konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikten, og man må dermed legge til grunn at dette er gjeldende rett. Det presiseres at det må gis tilbud til minoritetsaksjonærene ved første etterfølgende erverv, og dette uten betydning av ervervets omfang, jfr. § 6-6 andre ledd.

Plikten til å fremsette tilbud pålegges den av partene i gruppen som foretar det utløsende ervervet, jfr. ordlyden ”... *den som gjennom ervervet ...*” i § 6-1 første ledd. Dette følger også av forarbeidene<sup>32</sup>. Årsaken er at minoritetsinteressene blir ivaretatt ved at kun en av aktørene fremsetter et pliktig tilbud.

Strukturen er derimot slik at § 6-5 henviser til den generelle paragrafen om ”nærstående” i § 2-5 når man skal fastsette om det foreligger en identifikasjon. Denne besvarelsen omhandler kun konsolideringsalternativet i § 2-5 nr. 5, og denne er som følger:

*”Som noens nærstående menes ... noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres”.*

En parallell kan trekkes til aksjelovens<sup>33</sup> § 1-5 som også er en generell konsolideringsbestemmelse. Praksis fra denne bestemmelsen kan være noe relevant for tolkningen av konsolideringsbestemmelsen i § 2-5. På den annen side kan anvendelsen være ulik da forskjellige særhensyn kan gjøre seg gjeldende. I tillegg har man ikke i asl. ett konsolideringsalternativ som rammer forpliktende samarbeid mellom aktører.

#### **4.1.2 Ordlyd**

En naturlig språklig forståelse av ordet ”samarbeid” tilsier at man arbeider i et fellesskap.

En naturlig språklig forståelse av ordet ”forpliktende” tilsier at samarbeidet må være bindende. Dette taler for at kun rettslig bindende avtaler omfattes av ordlyden.

---

<sup>32</sup> NOU 1996:2 pkt 9.3.8.5  
Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 73

<sup>33</sup> Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44 (heretter asl.).

### 4.1.3 Forarbeid

Ordlyden ”forpliktende samarbeid” i dagens verdipapirhandellov er blitt forandret betraktelig i forhold til konsolideringsvilkåret i verdipapirhandelloven av 1985. På tross av dette følger det av forarbeidene at dagens ordlyd skal ha samme anvendelsesområde som § 5A i vphl. av 1985, se kapittel 1.2 i besvarelsen.

Den tidligere ordlyden i § 5A krevde ikke noen juridisk forpliktende avtale, jfr. ordlyden ”... *opptrer i forståelse med ...*”. Når det gjelder forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 er de noe uklare angående spørsmålet om det kreves en bindende avtale<sup>34</sup>. Det legges først til grunn at det må foreligge en stilltiende avtale. Dette kan tale for at det må foreligge en juridisk bindende avtale. På den annen side presiseres det deretter at det ikke kreves sanksjonsadgang ved brudd på avtalen. Forarbeidene kan dermed tale for at det ikke oppstilles et krav om en rettslig bindende avtale mellom partene.

Det følger av forarbeidene<sup>35</sup> at ”... *samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke er nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid*”. Det er i utgangspunktet kun langsiktig samarbeid som omfattes av bestemmelsen<sup>36</sup>. Det presiseres likevel at et kortvarig samarbeid vedrørende viktige beslutninger unntaksvis vil være tilstrekkelig, dersom hensyn bak tilbudsplikten gjør seg gjeldende.

### 4.1.4 Anvendelse av rettsvilkåret i praksis

#### 4.1.4.1 Rettspraksis

Det finnes kun en dom i rettspraksis som omhandler tilbudsplikt på konsolidert grunnlag og den ble avsagt i 2009 i lagmannsretten<sup>37</sup>. Det må presiseres at dommen er anket til Høyesterett, noe som medfører at avgjørelsen ikke er rettskraftig. Sakens bakgrunn var at John Fredriksen med sitt selskap Seadrill hadde kjøpt seg aksjer i Eastern Drilling rett under tilbudspliktgrensen. Et annet selskap, Ocean Rig, begynte å kjøpe seg opp i Eastern. Dette

---

<sup>34</sup> NOU 1996:2 s.121

<sup>35</sup> Ot.prp.nr 29 (1996-1997) side 73, jfr NOU 1996:2 pkt. 9.3.7

<sup>36</sup> NOU 1996:2 side 115

<sup>37</sup> Borgarting lagmannsrett saksnr. 08-027119ASI-BORG/03.

medførte at Carnegie kjøpte aksjer i Eastern Drilling, og inngikk såkalte TRS-avtaler med Seadrill<sup>38</sup>. Slike avtaler innebærer at Seadrill betaler Carnegie mellomlegget dersom aksjene faller i verdi og får gevinsten dersom aksjene stiger i forhold til en avtalt kurs. Seadrill anførte at TRS-avtalene kun var finansielt motivert. Oslo Børs mente derimot at avtalene hadde helt andre motiver og at en konsolidering foregikk bak kulissene. Spørsmålet i denne saken var dermed om Seadrill handlet alene, eller om det forelå et ”forpliktende samarbeid” med Carnegie som var tilstrekkelig for å utløse tilbudsplikten. Retten tok utgangspunkt i forarbeidene og konkluderte med at det måtte foreligge en koordinert opptreden basert på avtale og samarbeidet måtte relatere seg til kontrollen over selskapet. At partenes opptreden må være avtalt, betyr at de må ha blitt enige om å koordinere sine handlinger. Retten uttalte at det ikke krevdes at avtalen var juridisk bindende, samtidig som det var uten betydning om avtalen var inngått skriftlig, muntlig eller stilltiende. Partenes intensjoner med samarbeidet var å hindre Ocean Rig i å få en kontrollerende del i Eastern Drilling. På tross av at samarbeidet i dette tilfellet var kortvarig, var det av en slik art at hensynet til tilbudsplikten gjorde seg gjeldende. Retten kom til at det forelå et ”forpliktende samarbeid” mellom Seadrill og Carnegie.

#### **4.1.4.2 Vedtak fra Børsklagenemnda**

Børsklagenemnda er kontrollmyndighetens klageorgan. Dens kompetanse til å fatte vedtak fremgår av børsloven<sup>39</sup> § 41 og børsforskriften<sup>40</sup> § 35.

I Frontier Drilling saken<sup>41</sup> var det spørsmål om man skulle konsolidere CSFB og Riverstone, da partene hadde hatt et parallelt handlingsmønster i aksjemarkedet. Partene hadde ikke inngått en juridisk bindende avtale, det var kun en gjensidig forståelse dem imellom om deres atferd i markedet. Børsklagenemnda tok utgangspunkt i forarbeidene og uttalte at det ikke var nødvendig med sanksjoner for at et samarbeid skulle karakteriseres som ”forpliktende”.

---

<sup>38</sup> Total return swap-avtaler (også kalt TRS-avtaler) er en derivatkontrakt knyttet til kursutviklingen på aksjer. Partene fordeler risikoen for svingninger i kursen mellom seg. Nærmere bestemt påtar tilbyderer seg risikoen for kursstigning og må betale den annen part den positive kursutviklingen. Den andre parten i kontraktforholdet må betale tilbyderer kursdifferansen ved en synkende aksjekurs, samt rentebetalinger. TRS-avtaler blir ofte kalt veddemålsavtaler. Disse avtalene kan både ha et finansielt og et fysisk oppgjør.

<sup>39</sup> Lov om regulerte markeder av 29.juni 2007 nr. 74.

<sup>40</sup> FOR 2007-06-29 nr. 875.

<sup>41</sup> Frontier Drilling saken, fra Børsklagenemnda sak 3/2002.

Året etter var det i Elkem-saken spørsmål om Orkla ASA og Nordstjernen AS skulle konsolideres pga. ”forpliktende samarbeid” ved eiendeler i selskapet Elkem ASA<sup>42</sup>. Med utgangspunkt i ordlyden fra verdipapirhandelloven av 1985, forarbeid og formålet bak konsolidering la børsklagenemnda til grunn at det ikke var krav om en rettslig bindende avtale, men at også løsere samarbeidsformer kunne omfattes. Som vist nedenfor tar dermed nemnda et standpunkt til de noe motstridende uttalelsene som fremkommer i forarbeidene.

*”Vektige momenter taler imidlertid for at vphl. § 1-4 nr. 5 har et bredere virkeområde enn de formaliserte avtalesituasjonene. I forarbeidene brukes uttrykket ”stilltiende avtale”. Når det samtidig presiseres at det ikke forutsettes sanksjonsadgang, legger nemnden til grunn at man ikke har ment å kreve en avtale i streng juridisk forstand. Følgelig medfører ikke kravet om ”forpliktende samarbeid” at det må foreligge en rettslig forpliktelse”.*

*”Dette synspunktet må ikke minst ha vekt på bakgrunn av at den gjeldende bestemmelsen om konsolidering ble ansett av lovgiver å være en direkte videreføring av bestemmelsen i § 5A, andre ledd i verdipapirloven av 1985”.*

Nemnden konkluderte med at det forelå et tilstrekkelig samarbeid for å konsolidere aktørene. Årsaken til dette var en rekke momenter som samlet talte for at det forelå en langsiktig og gjensidig forståelse mellom aktørene. Noen av de sentrale momentene var:

- Orkla hadde en stor eierposisjon i Nordstjernen.
- Investeringssjefen i Orkla fungerte også som daglig leder i Nordstjernen.
- To av styremedlemmene i Nordstjernen ble utpekt av Orkla.
- DnB utpekte Jens P. Heyerdahl som styremedlem i Nordstjernen, en person som hadde sittet som konsernsjef i Orkla i 21 år.
- Styret i Nordstjernen gav DnB fullmakt til å stemme over Nordstjernens aksjer i Elkem. Det at Orkla gikk med å gi en slik vid fullmakt til en aktør som hadde lavest eierandel blant partene, kan tyde på at det forelå en forståelse mellom Nordstjernen og Orkla.

---

<sup>42</sup> Elkem saken, fra Børsklagenemnda sak 1/2003.

Oslo Børs kom med en uttalelse 26.april 2007 om disposisjoner foretatt av Kaupthing ASA, Schibsted ASA og Montrica medførte tilbudsplikt i Stavanger Aftenblad ASA. I denne uttalelsen oppsummerte børsstyret en rekke saker og kom frem til viktige momenter i vurderingen av hva et ”forpliktende” samarbeid egentlig innebærer<sup>43</sup>. Oslo Børs la til grunn at det må foreligge en gjensidig forståelse mellom partene, forståelsen må omhandle bruk av aksjonærrettigheter og samarbeidet skal i utgangspunktet være langsiktig. Dersom det foreligger en kortsiktig gjensidig forståelse mellom partene, må det foretas en konkret vurdering på om partene skal konsolideres.

#### 4.1.5 Hensyn

Ordlyden i § 2-5 nr. 5 gir uttrykk for at det må foreligge en rettslig avtale, mens forarbeidene og praksis taler for at en slik juridisk bindende avtale ikke er nødvendig. Dette kan bety at man må foreta en utvidende tolkning av ordlyden basert på forarbeider og praksis. Legalitetsprinsippet som tolkningsprinsipp kan sette skranke for hvor langt man kan strekke ordlyden. Brudd på tilbudsplikten er ikke straffesanksjonert, noe som kan tale for at hensynet til legalitetsprinsippet svekkes, se oppgavens kapittel 1.1.1. Der inngrepet mot borgerne er av særdeles inngripende art kan legalitetsprinsippet likevel gjøre seg gjeldende også utenfor strafferettens område. I Eastern Drilling-saken resulterte konsolideringen med at John Fredriksen som eier av selskapet Seadrill, måtte fremme et pliktig tilbud som sammenlagt med dagbøtene utgjorde 850 millioner kr. Det å pålegge en konsolidert gruppe tilbudsplikt kan således ha svært store konsekvenser for aksjonærene. Inngrepets art kan dermed tale for at hensynet til legalitetsprinsippet likevel har betydning. Legalitetsprinsippet kan dermed tale imot at løsere samarbeidsformer skal omfattes av konsolideringsvilkåret.

En utvidende tolkning vil også svekke hensynet til aksjonærers forutberegnelighet og dermed skape usikkerhet i verdipapirmarkedet. Aksjonærer kan bli i tvil om samarbeidet de har inngått er tilstrekkelig nært for at de er å anse som en identifisert gruppe.

Til tider kan det likevel være behov for utvidende tolkning, da tilfellet man står ovenfor ikke er lovregulert. Løsere samarbeidsformer blir ikke regulert i andre paragrafer i verdipapirhandelloven, noe som kan tale for at det burde bli dekket av ordlyden ”forpliktende samarbeid”. Hensynet med bestemmelsen er blant annet å fange opp tilfeller der aksjonærer

---

<sup>43</sup> Stavanger Aftenblad saken, uttalelse fra Oslo Børs 26.april 2007.

prøver å omgå det fastsatte regelverket om tilbudspålyt og flaggepålyt. Dersom kun rettslige avtaler skal anses tilstrekkelig, vil hensynet til å unngå omgåelse av regelverket bli betydelig redusert. Hensyn bak konsolideringsbestemmelsen kan tale for en utvidende tolkning.

Telefonsjikanedommen<sup>44</sup> uttrykker at rettferdighets- og rimelighetshensyn i utgangspunktet ikke er tilstrekkelig for å begrunne utvidende tolkning på legalitetsprinsippets område, fordi hensynet til borgernes forutberegnelighet veier tyngre.

I Passbåtdommen<sup>45</sup> blir det derimot illustrert at utvidende tolkning kan tenkes dersom det totale rettskildetilsier at lovteksten ikke står like sentralt som rettskildetfaktor som vanlig. Dette kan være tilfellet der forarbeider, rettspraksis og hensyn trekker klart i en annen retning. I dette tilfellet trekker lovteksten i retning av at kun samarbeid av rettslig karakter er omfattet av bestemmelsen, mens forarbeider og rettspraksis trekker bestemt i retning av at også løsere samarbeidsformer omfattes. Dette kan tale for at løsere samarbeidsformer skal omfattes av ordlyden.

Dersom formålet med samarbeidet er å få kontroll over et selskap, vil det oppstå en kontrollpremie. Dersom løsere samarbeidsformer ikke skal omfattes av ordlyden kan dette medføre at minoritetsaksjonærene ikke får ta del i kontrollpremien i slike situasjoner. Dette taler for at man burde foreta en utvidende tolkning.

#### **4.1.6 Juridisk teori**

Ramsland mener at ”forpliktende samarbeid” også burde ramme samarbeid som ikke er rettslig regulert<sup>46</sup>. Ramsland begrunner sitt standpunkt ut fra forarbeidene, en rekke saker fra børsklagenemnda og hensynet til å beskytte de øvrige aksjonærene.

Bergo mener derimot det er en forskjell mellom et forpliktende samarbeid og en felles forståelse mellom to parter. Han mener at ved innføringen av den nye lovteksten, gav myndighetene fra seg muligheten til å gripe inn i løsere samarbeidsformer. Bergo legger vekt

---

<sup>44</sup> Rt-1991-1463

<sup>45</sup> Rt-1973-433

<sup>46</sup> Ramsland, Per Kristian; ”Konsolidering ved forpliktende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5”. Utgitt i Tidsskrift for forretningsjus Nr. 3/ 2005, side 435.



på at dersom løserer samarbeidsformer er tilstrekkelig vil dette kunne lede til vanskelige fakta- og bevissspørsmål<sup>47</sup>.

Det er dermed motstrid i den juridiske teori om hva "forpliktende samarbeid" burde omfatte.

#### **4.1.7 Definisjonen av "people acting in concert" i EØS-direktivene**

##### **4.1.7.1 Hva er ESME-gruppen?**

"The European Securities Markets Expert Group" ble opprettet av EU-kommisjonen. Gruppen består av 20 eksperter med utdannelse og praktisk erfaring innen verdipapirmarkedet. ESME-gruppens oppgave er å gi kommisjonen økonomiske og lovgivende råd om anvendelsen av verdipapirmarkedsreguleringen innen EU<sup>48</sup>. Rådene er ikke bindende for kommisjonen, men vil kunne bidra til å effektivisere og lette kommisjonens arbeid. ESME-gruppens arbeid vil blant annet innebære en evaluering av EU-direktivene som er gjeldende for verdipapirmarkedet.

##### **4.1.7.2 Vilkåret "people acting in concert" i transparency- og takeover-direktivet, samt ESME-gruppens forståelse av konsolideringsvilkårene**

Hva omfattes av definisjonen "people acting in concert" i transparency- og takeover-direktivet? Ordlydene er som vist nedenfor noe forskjellig.

De relevante vilkårene i transparency-direktivet art 10 (a) er som følger;

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

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

---

<sup>47</sup> Bergo, "Børs og verdipapirrett", utgave 2008, side 71.

<sup>48</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm) "European Securities Markets Expert Group (ESME): Terms of reference", side 1.

Det må altså foreligge en avtale mellom partene der de forplikter seg til en felles politikk med hensyn til forvaltningen av den aktuelle utsteder. Dette samarbeidet må være langsiktig. Gjenstand for samarbeidet er stemmerettigheter og man må nå flaggeterskelen for at bestemmelsen skal komme til anvendelse. Transparency-direktivet setter krav til hvilke opplysninger eiere av omsettelige verdipapirer som er notert på regulert marked, må gi til markedet<sup>49</sup>.

De relevante vilkårene i takeover-direktivet er som følger:

*”natural or legal person who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid”.*

Det må foreligge et samarbeid som bygger på en avtale, der formålet er å få kontroll over selskapet eller hindre andres tilbud. I tillegg må man ha nådd den fastsatte tilbudsterskelen. Direktivets formål er å fremme integrering av de europeiske markedene, ved hjelp av støtte i felles regler for overtakelsestilbud. Direktivet inneholder regler for oppkjøp av selskaper med aksjer notert på et regulert marked i en EØS-stat.

ESME-gruppen kom 17.12.2008 med en uttalelse vedrørende definisjonen av ”people acting in concert” i henholdsvis transparency- og takeover-direktivet<sup>50</sup>. Det må presiseres at uttalelsen kun er en innledende analyse, en endelig rapport skal publiseres i løpet av 2009.

ESME-gruppen mener et hovedproblem er den vide tolkningen av definisjonene som er blitt gjennomført i enkelte land, dette gjelder særlig definisjonen i takeover-direktivet. Direktivet har kun et minimums harmoniseringskrav<sup>51</sup>, noe som kan medføre svært ulike krav til når vilkåret ”people acting in concert” er oppfylt i de forskjellige medlemslandene. For aksjonærer som handler over landegrenser vil forskjellig implementeringer svekke deres forutberegnelighet, dersom avvikende tolkninger blir anvendt i medlemslandene på viktige

---

<sup>49</sup> Direktiv 2004/109/EF, artikkel 1 (1).

<sup>50</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm) Preliminary views on The definition of "acting in concert" between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive.

<sup>51</sup> Både transparency- og takeover-direktivets bestemmelser har et minimums harmoniseringskrav. Dette medfører at medlemslandene kan innføre strengere lovgivning enn den som fremkommer av direktivene. Kravet er imidlertid at direktivenes målsetning er bindende for medlemslandene. Denne målsetningen må fremkomme gjennom den nasjonale lovgivningen.

vilkår som for eksempel ”people acting in concert”. ESME-gruppen mener at implementering burde ha et absolutt harmoniseringskrav. Aktører som handler over landegrensene ville da lettere kunne forutberegne sin rettsstilling. På denne måten ville man også fått et klart skille mellom en aksjonærs aktivitet og når det foreligger et forpliktende samarbeid mellom aktører<sup>52</sup>.

ESME-gruppens uttalelse taler for at det norske konsolideringsvilkåret er tillagt et videre anvendelsesområde enn det som følger av direktivene.

#### 4.1.8 Harmonisering av rettskildefaktorene

Ved å harmonisere rettskilder og rettskildefaktorer kommer man frem til en rettsregel som regulerer gjeldende rett. Det foreligger som vist ovenfor en forskjell mellom lovens ordlyd og lovens forarbeider. Spørsmålet blir dermed hvilken rettskilde som skal ha forrang.

På tross av uklarheter i forarbeidene er de blitt tolket likt både i rettspraksis og i børsklagenemndas praksis. Lagmannsrettdommen legger til grunn at også løsere forpliktelse mellom partene kan være tilstrekkelig. Dette er den eneste dommen vedrørende dette tema, og den vil dermed ha stor vekt som rettskilde. Når det gjelder børsnemndas avgjørelser er disse å anse som forvaltningspraksis<sup>53</sup>. Slik praksis har klart mindre vekt enn rettspraksis. På den annen side er den foreliggende praksis fra nemnda ensartet og varig gjennom flere år, noe som taler for å tillegge den vekt. Dette taler for at det foreligger en ensidig forståelse i praksis vedrørende tolkningen av ”forpliktende samarbeid”.

En utvidende tolkning av ordlyden vil derimot svekke aksjonærens forutberegnelighet samtidig som en konsolidering kan medføre store inngrep. Legalitetsprinsippet taler dermed imot en utvidende tolkning. På den annen side vil hensynet til å hindre omgåelse av regelverket bli best ivarett ved en slik utvidet tolkning.

---

<sup>52</sup> <http://www.sivil.no/magma/2007/04/0105.html>

”Institusjonelle -investorer – fra -passiv porteføljeforvaltning til aktivt eierskap”, av Hege Sjo.

Med en ”shareholders activism” menes aktiviteter som blir gjennomført for å sikre/ maksimere den langsiktige verdiskapningen. Dette kan være selskapsanalyser, stemmegivning, regelmessig dialog med selskapets ledelse og styre, eller dialog med relevante myndigheter og samarbeid med andre eiere.

<sup>53</sup> Oslo Børs er privateid. Dette tilsier at uttalelser fra børsstyret kun vil være veiledende. Vekten av disse vil variere alt etter om det finnes andre aktuelle rettskilder. Dersom det ikke finnes noen rettskilder på området, vil uttalelsene ha noe mer vekt. Ensartet og langvarig praksis vil også tillegges mer vekt.

Ved tolkningen av norske lovbestemmelser må man ta hensyn til de EØS-rettslige forpliktelsene som fremkommer av direktivene. Det fremkommer av ordlyden i transparency-direktivet art 10 (a) at det må foreligge en avtale, men det stilles ikke nærmere krav til hvordan denne avtalen må være inngått. Det følger også av ordlyden i takeover-direktivet at det må foreligge en avtale mellom partene, jfr. "... basis of an agreement...". Bestemmelsen nevner ikke eksplisitt at avtaler uten sanksjonsadgang omfattes. På den annen side fremgår det av teksten at det vil foreligge en avtale selv om den er inngått "... either express or tacit, either oral or written...". Dette viser at også mer formløse avtaler omfattes av direktivets ordlyd, reservasjonene kan dermed tale for at også sanksjonsfrie avtaler omfattes av ordlyden. Det følger av forarbeidene at definisjonen "forpliktende samarbeid" er i overensstemmelse med direktivet<sup>54</sup>. Dette kan tale for at også sanksjonsfrie avtaler omfattes av direktivet.

På den annen side mener ESME-gruppen at enkelte medlemsland har gitt konsolideringsordlyden et for vidt anvendelsesområde, se kapittel 4.1.7.2. Det må derimot påpekes at direktivet foreløpig bare har et minimumsharmoniseringskrav. Formålene med direktivene må da anses ivaretatt ved en utvidende tolkning, da dette medfører et skjerpet krav til omgåelse av regelverket.

Etter en konkret helhetsvurdering taler de beste grunner for at løsere samarbeidsformer omfattes av ordlyden "forpliktende samarbeid".

#### **4.1.9 Nærmere om gjeldende rett**

Etter en harmonisering av rettskildene og rettskildefaktorene taler de beste grunner for at vilkåret "forpliktende samarbeid" skal ha følgende innhold:

- Det må foreligge en gjensidig forståelse mellom partene. Partene må ha en koordinert opptreden, men denne trenger ikke være rettslig regulert.
- Samarbeidet må gjelde bruk av aksjonærrettigheter. Samarbeidet må gjelde utnyttelse av eierposisjonen, herunder utnyttelse med sikte på kontroll over selskapet. Dette gjelder både oppnåelse av egen kontroll i selskapet, og samarbeid som vanskeliggjør/hindrer andre sine forsøk på å oppnå kontroll over målselskapet.

---

<sup>54</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-07) punkt 25.3.2

- Den gjensidige forståelsen skal i utgangspunktet være langsiktig. Innholdet i samarbeidet er det avgjørende og dette medfører at også en kortsiktig forståelse mellom partene kan være tilstrekkelig. Et eksempel på et slikt tilfelle er når aksjonærer inngår avtaler for å vanskeliggjøre eller hindre en tredje aksjonær i å erverve en kontrollerende del i selskapet. I slike tilfeller har samarbeidet kun vært kortsiktig, men resultatet av samarbeidet blir langsiktig.

Parter som er langsiktig bundet gjennom formaliserte avtaler vil klart oppfylle konsolideringsvilkåret ”forpliktende samarbeid”.

Det andre scenarioet er når det kun foreligger en gjensidig forståelse mellom partene i et begrenset tidsrom. I slike tilfeller må man foreta en konkret helhetsvurdering på om det for det første foreligger et ”samarbeid” og for det andre om dette er ”forpliktende” for partene<sup>55</sup>. Børsklagenemnda har i Elkem-saken uttalt følgende om helhetsvurderingen.

*”Kontrollinstansen stilles ikke fritt i sin vurdering – det dreier seg om et lovbundet skjønn der det første spørsmålet vil være å fastslå de forholdene som kan tillegges relevans. Dernest må det tas stilling til om de relevante momentene enkeltvis eller samlet skaper en situasjon som i lovens forstand kan karakteriseres som et ”forpliktende samarbeid”.*

Det er flere momenter som kan inngå i denne helhetsvurderingen og til sammen danne grunnlag for konsolidering<sup>56</sup>. Dersom det foreligger et låneforhold mellom aktørene kan dette være et relevant moment. Hvor viktig dette momentet er kommer blant annet an på lånets størrelse og prisen på ervervet av aksjer.

Et annet moment som kan være relevant er krysseierskap mellom aksjonærer. I Elkem-saken var eierskapet et moment som talte for konsolidering, da børsklagenemnden la til grunn:

*”... en så vidt stor eierposisjon i et selskap i seg selv er et moment av relevans ved vurderingen av om et forpliktende samarbeid kan sies å foreligge mellom to selskaper”.*

---

<sup>55</sup> Ramsland, Per Kristian; ”Konsolidering ved forpliktende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5”. Utgitt i Tidsskrift for forretningsjus Nr. 3/ 2005, side 435.

<sup>56</sup> Ramsland, Per Kristian; ”Konsolidering ved forpliktende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5”. Utgitt i Tidsskrift for forretningsjus Nr. 3/ 2005, side 439.

Også styremedlemskap kan gi mulighet til innflytelse i aksjonærens bruk av rettigheter som eier av aksjer. I Elkem-saken, som vist under kapittel 4.1.4.2, var to av styremedlemmene hos Nordstjernen utpekt av Orkla.

Dersom det foreligger opsjoner<sup>57</sup> mellom aktørene kan dette tale for å konsolidere partene. En opsjon er kun en rettighet til å kjøpe aksjene til en bestemt pris i fremtiden og er i seg selv ikke et ”erverv” som utløser tilbudsplikt<sup>58</sup>. Opsjoner kan derimot bidra til å samordne partenes bruk av stemmerettighetene i selskapet, og dermed være et moment som taler for konsolidering.

Tidligere ansettelsesforhold kan også ha betydning ved helhetsvurderingen av om det foreligger tilstrekkelig samarbeid. I Elkem-saken var styremedlemmet til DnB en person som hadde vært ansatt i Orkla i 21 år. Børsklagenemnda la til grunn at det var sannsynlig at dette styremedlemmet i sine vurderinger ville ta hensyn til også Orkla sine interesser i Nordstjernen.

Graden av samkoordinasjon kan tale for at det foreligger et samarbeid mellom aktørene. I Elkem-saken ble Nordstjernen og Orklas tidligere stemmeavgivning lagt til grunn som et moment, da aktørene aldri hadde stemt ulikt på generalforsamlingene.

Dersom det foreligger en finansiell eksponering sammen med en felles forståelse mellom aktørene, er også dette relevante momenter i konsolideringsvurderingen.

---

<sup>57</sup> En opsjon er en rett og ikke en plikt for til å kjøpe eller selge en aksje i løpet av en bestemt tidsperiode til en forhåndsbestemt pris. Det finnes både kjøps- og salgsopsjoner.

<sup>58</sup> Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) pkt. 25.3.1

## 4.2 Ved flaggeplikt

### 4.2.1 Generelt

Den spesielle bestemmelsen som utløser flaggeplikt på konsolidert grunnlag er hjemlet i vphl. § 4-2 sjette ledd, jfr. kapittel 3.3 i oppgaven.

I motsetning til tilbudsplikten kan konsolidering alene utløse flaggeplikt, jfr ordlyden ”annen omstendighet” i vphl. § 4-2 andre ledd<sup>59</sup>. Man skiller mellom ensidig<sup>60</sup> og gjensidig<sup>61</sup> konsolidering, da dette i henhold til flaggeplikten har betydning for hvem i den konsoliderte gruppen som er pliktig til å foreta flagging<sup>62</sup>. Ved ensidig konsolidering må aksjonæren flagge dersom grensen passeres på grunn av den nærståendes handel. Ved gjensidig konsolidering påhviler flaggeplikten den som har foretatt ervervet<sup>63</sup>.

Det følger av ordlyden, ”... skal vedkommende gi melding ...” at det er partenes ansvar å vurdere om det er grunnlag for konsolidering, jfr. § 4-2 andre ledd. Konsolideringsspørsmål kan være vanskelig å ta stilling til. Det må imidlertid presiseres at straffesanksjoner for brudd på flaggeplikten krever forsett eller grov uaktsomhet. Dette medfører at en gruppe som verken vet eller burde vite at konsolidering foreligger ikke vil bli pålagt straffesanksjoner.

Strukturen er derimot slik at bestemmelsen henviser til den generelle paragrafen om ”nærstående” i § 2-5 når man skal fastsette om det foreligger tilstrekkelig tilknytning for å konsolidere partene.

---

<sup>59</sup> Verdipapirforskriften § 4-3 bokstav e).

<sup>60</sup> Ensidig konsolidering betyr at partene bare skal konsolideres en vei. Et eksempel på dette er konsolidering med mindreårige barn etter § 2-5 nr 2. Dersom datter på 12 år sitter på 3 % av aksjene i et selskap og faren på 3 % av samme aksje, så skal faren konsolidere med datter og flagge en beholdning på over 5 %. Datteren skal derimot ikke konsolideres med farens beholdning.

<sup>61</sup> Gjensidig konsolidering betyr at partene skal konsolideres begge veier. Eksempler på dette kan være ektefeller, parter som har forpliktende samarbeid eller selskaper innen samme konsern. I slike tilfeller skal begge legge til hverandres beholdning.

<sup>62</sup> Tor Bechmann [m.fl], *Verdipapirloven, kommentarutgaven*, utgitt Oslo 2002, side 236.

<sup>63</sup> Tidsskrift for forretningsjus, Nr 3/ 1999 årgang 5, ”Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper”, Atle Degrè, side 245.

### 4.2.2 Gjeldende rett

Det finnes ikke praksis vedrørende flaggeplikt når det foreligger ”forpliktende samarbeid”. Det følger imidlertid av forarbeidene at man har funnet det hensiktsmessig å knytte vurderingen til om det foreligger konsolidering til regelsettet om tilbudsplikt<sup>64</sup>. Selv om flaggeplikten er straffesanksjonert blir likevel tilbudsplikten sett på som en av de mest tyngende pliktene i verdipapirhandelloven. Dette er fordi konsekvensen av å bli pålagt tilbudsplikt kan være særdeles inngripende for en aksjonær da man må ha tilstrekkelige midler for å kunne fremsette slike tilbud.

Dette tilsier at vilkåret får samme innhold og anvendelse etter gjeldende rett ved tilbudsplikten, slik det fremkommer under kapittel 4.1 i oppgaven. Om dette er en hensiktsmessig anvendelse av vilkåret behandles under oppgavens kapittel 9.2.

---

<sup>64</sup> Ot.prp.nr 34 (2006-2007), pkt 3.2.3.2



## 5 Hva er gjenstand for samarbeidet?

### 5.1 Hvilke eierrettigheter er tilknyttet det finansielle instrumentet?

Ordlyden ”..bruk av rettigheter som eier...” i vphl. § 2-5 nr. 5, kan tale for at alle rettigheter man har ved å eie et finansielt instrument er omfattet. En naturlig språklig forståelse av ordlyden tilsier kun at det må dreie seg om eierposisjonen, den favner således vidt. Man kan dele slike eierrettigheter inn i to grupper, de organisatoriske og de økonomiske<sup>65</sup>. En aksjeeiers organisatoriske rettigheter er blant annet stemmerettigheten, som aksjeeieren kan avgi på generalforsamlingen. Rettigheter som oppstår ved stemmerettssamarbeid, slik som samarbeid om å få egen kontroll eller hindre andre i å få kontroll over et selskap omfattes også av de organisatoriske rettighetene. Av de økonomiske rettighetene omfattes hovedsakelig retten til utbytte, tilbakebetaling ved kapitalnedsettelse, fortrinnsrett til å tegne nye aksjer ved emisjon og forkjøpsrett på aksjer som skifter eier.

Finnes det noen begrensning på hvilke eierrettigheter som er tilknyttet det finansielle instrumentet etter vphl. § 2-5 nr. 5?

Hensynet bak konsolideringsbestemmelsen er å ramme tilfeller hvor det foreligger en felles kontroll mellom aksjonærer. Kontroll over selskaper får man hovedsaklig når man har tilstrekkelige stemmerettigheter. Dette kan tale for at det kun er de organisatoriske rettighetene som omfattes.

I Eastern Drilling-saken<sup>66</sup> som omhandlet tilbudsplikt la tingretten til grunn at:

---

<sup>65</sup> Tore Bråten, ”Oversikt over selskapsretten”, utgitt Oslo 1997, side 58.

Geir Woxholth, ”Selskapsrett”, utgitt Oslo 2007, side 51.

<sup>66</sup> Tingrettsdom, Eastern Drilling, TOSLO-2007-39572.

”... § 1-4 nr 5 gir grunnlag for konsolidering enten det aktuelle samarbeidet gjelder utøvelse av organisatoriske-, eller økonomiske rettigheter knyttet til aksjeeie. Både samarbeid med sikte på befeste egen kontroll eller oppnå egen kontroll i målselskapet, og samarbeid som hindrer eller vanskeliggjør andres forsøk på å erverve en kontrollerende aksjepost omfattes”.

I lagmannsretten<sup>67</sup> anførte Seadrill at ordlyden ”.. bruk av rettighetene som eier...” kun tok sikte på stemmerettigheter. Lagmannsretten var imidlertid enig med tingrettens tidligere avgjørelse i at ordlyden dekker flere tilfeller enn bare stemmerettigheter til aksjer.

På bakgrunn av rettspraksis må det legges til grunn at ordlyden ”rettigheter” i vphl. § 2-5 nr. 5 omfatter både organisatoriske og økonomiske rettigheter. En aktør som har obligatoriske rettigheter vil vanligvis også kunne utøve de økonomiske rettigheter. Det finnes imidlertid tilfeller der man har økonomiske rettigheter, uten å være eier av de obligatoriske rettighetene, se Elkem-saken under oppgavens kapittel 6.3.

## 5.2 Vilkåret ”finansielt instrument”

### 5.2.1 Det generelle vilkåret ”finansielt instrument”

Ordlyden ”... som eier av et finansielt instrument ...” setter krav til gjenstanden for samarbeidet mellom partene som kan identifiseres, og medfører at ikke alt samarbeid er gjenstand for konsolidering, jfr. vphl. § 2-2. Vphl. § 2-5 nr. 5 er derimot generelt utformet, det vil si at når den får anvendelse på et spesielt område i loven gjelder de respektive reglene for dette området. Det kan således være forskjeller på hvilke ”finansielle instrumenter” som utløser henholdsvis flaggeplikt og tilbudsplikt.

### 5.2.2 Instrument som kan utlyse flaggeplikt

Dersom en konsolidert gruppe skal bli flaggepliktig må gjenstanden for samarbeidet være;

- 1) Aksjer, jfr. § 4-2 andre ledd
- 2) Rettigheter til aksjer, jfr. § 4-2 femte ledd
- 3) Stemmerettigheter, jfr. § 4-2 tredje ledd
- 4) Grunnfondsbevis, jfr. § 4-2 åttende ledd

---

<sup>67</sup> Borgerting lagmannsrett dom 08-027119ASI-BORG/03.

For det første må en aksjonær flagge for sin aksjebeholdning. Aksjene må være opptatt på et regulert marked, med Norge som hjemstat.

For det andre må en aksjonær flagge for de rettighetene til aksjer som han har. Dette er ” ... lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter”, jfr. § 4-2 femte ledd. Rettigheter til aksjer er ikke flaggepliktige etter transparency-direktivet, man har dermed strengere flaggepliktregler i Norge<sup>68</sup>. Hensikten med dette er å gi markedet informasjon om aksjonærers reelle eller mulige innflytelse i et selskap. Med ”tilsvarende rettigheter” siktes det til de tre kategoriene som er nevnt i bestemmelsen, tegningsretter, lån med tegningsretter og opsjoner<sup>69</sup>. Det må presiseres at kun kjøps- og ikke salgsoptjoner omfattes av flaggeplikten, jfr ordlyden ”opsjoner på kjøp av aksjer”.

Oslo Børs utgav i 2003 et sirkulær<sup>70</sup> om hvorvidt finansielle derivater kan være gjenstand for samarbeid og dermed utløse tilbudsplikt, flaggeplikt eller meldeplikt. Finansielle derivater kjennetegnes ved at de har et finansielt oppgjør, i motsetning til fysiske derivater som har et fysisk oppgjør ved at man leverer aksjene tilbake. Finansielle derivater gir ikke rett til den underliggende aksjen, kun et finansielt oppgjør ved avtalens opphør. Sirkulæret uttaler derfor klart at ”... slike kontrakter omfattes etter Oslo Børs vurdering derfor ikke av flaggeplikten i vphl. ...”. Derimot vil finansielle derivater som har et fysisk oppgjør gi en rettighet til den underliggende aksje, og de beste grunner taler dermed for at man skal flagge for slike poster.

Nytt av verdipapirhandelloven av 2007 er at aksjonærer må medregne ”... stemmerettigheter som kan utøves med grunnlag i ...” i sin flaggepliktige beholdning, jfr. § 4-2 tredje ledd. Formålet med dette er at man skal kunne se hvem som egentlig har ”makten” i et selskap. Det er de aksjonærene med flest stemmerettigheter på generalforsamlingen som har slik makt, og som kan få gjennomslag for sine ønsker. ”Erverv” av stemmerettigheter kan således skje ved vanlig erverv av aksjer, men det kan også skje gjennom ”annen omstendighet”, jfr. § 4-2 andre ledd. Vphl. § 4-2 tredje ledd stiller opp i hvilke tre tilfeller stemmerettigheter kan utløse flaggeplikten.

---

<sup>68</sup> Ot.prp.nr 34 (2006-07) pkt 16.1.5

<sup>69</sup> Atle Degré, ”Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper” side 223.

<sup>70</sup> Børssirkulære 1/ 2003, ”Meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater”, Atle Degré.

Det første tilfellet der stemmerettigheter kan være gjenstand for flaggeplikten er dersom de har grunnlag i avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse<sup>71</sup>.

Stemmerettigheter kan også være gjenstand for flaggeplikten når dette har grunnlag i fullmakt. Denne fullmakten må imidlertid gis uten instruks. Så lenge fullmaktsforholdet varer betyr dette at fullmakts giver må medregne aksjene i sin andel, mens fullmektigen må medregne stemmerettighetene i sin flaggepliktige beholdning<sup>72</sup>.

Stemmerettigheter kan også utløse flaggeplikten dersom de utøves med grunnlag i avtale etter allmennaksjeloven § 4-2. Bestemmelsen regulerer når erververen kan utøve de organisatoriske rettighetene som følger med en aksje. Utgangspunktet er at en erverver først kan stemme for disse aksjene når disse er registrert i aksjeregisteret<sup>73</sup>. I Polarisdommen<sup>74</sup> ble det fastsatt at der partene hadde inngått en salgavtale der risikoen for aksjene var gått over på erverver, ville ikke avhenderen lenger kunne utøve de organisatoriske rettighetene over aksjene. Konsekvensen av høyesterettsdommen var at avtaler mellom to parter om overføring av eiendomsretten på aksjer på et fremtidig tidsrom resulterte i mellomperioder der verken avhenderen eller erververen kunne utøve de organisatoriske rettighetene. Denne mellomperioden var fra avtalen ble inngått til aksjene var registrert i aksjeregisteret. Det følger av forarbeidene<sup>75</sup> til asal at prinsippene fra Polarisdommen ble videreført ved innføringen av § 4-2 andre ledd. Bestemmelsen trådte i kraft 1.1.2007 og regulerer tilfellet der avhender og erverver inngår en avtale om at avhenderen kan bruke stemmerettighetene til disse går over på erververen. Resultatet av en slik avtale er at avhenderen må regne stemmerettighetene som en del av sin flaggepliktige beholdning, mens erververen må beregne aksjene til sin beholdning i samme periode.

Det følger av verdipapirforskriften at stemmerettigheter utstedt av utenlandske utstedere med Norge som hjemstat også skal anses som en del av aksjonærers flaggepliktige beholdning i et selskap. Dette er likevel kun ved stemmerettighetsoverføringer som ikke er nevnt i vphl. § 4-2 tredje ledd.

---

<sup>71</sup> Lov om finansiell sikkerhetsstillelse av 26.mars 2004 nr. 17.

<sup>72</sup> Kredittilsynets rundskriv 3/ 2008, punkt 3.2.2.

<sup>73</sup> Allmennaksjeloven § 4-2, 1 ledd (heretter asal).

<sup>74</sup> Rt-1966-1120

<sup>75</sup> Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) pkt. 8.4

Den siste gruppen med finansielle instrumenter som kan medføre flaggeplikt er grunnfondsbevis. Grunnfondsbevis omfattes ikke av transparency-direktivet, og bidrar dermed til at man i Norge har strengere regelverk knyttet til flaggeplikten.

### 5.2.3 Instrument som kan utløse tilbudsplikt

For at en konsolidert gruppe skal bli tilbudspliktig må gjenstanden for samarbeidet mellom aksjonærene være:

- 1) Aksjer, jfr. § 6-1 første ledd
- 2) Rettigheter til aksjer, jfr. § 6-1 fjerde ledd
- 3) Interesser i aksjer, jfr. § 6-1, fjerde ledd

Det første instrumentet som kan utløse tilbudsplikt er aksjer. Det følger av § 6-1 at aksjene må tilhøre norske selskap som er notert på norsk børs.

I hvilke tilfeller rettigheter eller interesser i aksjer skal være tilbudspliktige har ikke tidligere vært lovregulert. Dette har medført at en rekke spørsmål både i teorien og i rettspraksis. I sirkulæret<sup>76</sup> utgitt av Oslo Børs legges det til grunn at det avgjørende for om et finansielt derivat kan utløse tilbudsplikt, er om det gir erververen en rettighet til aksjen. Sirkulæret fra Børsen gir uttrykk for at slike avtaler ikke *normalt* skal medføre tilbudsplikt, da et finansielt derivat ikke gir rettigheter til den underliggende aksje. Dette tyder på at utgangspunktet er at slike finansielle instrumenter ikke omfattes, men at det kan tenkes unntak.

I Eastern Drilling-saken ble det vurdert om man skulle konsolidere to aktører som begge hadde kjøpt aksjer i samme selskap. Det ble inngått såkalte TRS-avtaler mellom aktørene, som diskutert under oppgavens kapittel 4.1.4.1. Det følger av tingrettens vurdering at utgangspunktet er at TRS-avtaler ikke medfører tilbudsplikt, men at det finnes unntak for denne hovedregelen. Lagmannsretten mente at intensjonen med TRS-avtalene var å oppnå finansiell eksponering. Partenes motiver for å inngå avtalen, samt deres felles forståelse for at avtalene ville gi dem kontroll over Eastern var også viktige momenter som Lagmannsretten vektla. Et annet viktig moment var at avtalene ville hindre Ocean Rig i å erverve flere aksjer

---

<sup>76</sup> Børssirkulære 1/ 2003, ”Meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater”, Atle Degré.

og dermed hindre dem i å få kontroll over Eastern. Lagmannsretten mente at disse momentene medførte at hensyn bak tilbudsplikten gjorde seg gjeldende. Selv om aktørene hadde inngått TRS-avtaler som i utgangspunktet er finansielle derivater, var samarbeidet mellom partene tilstrekkelig for å konsolidere partene.

Det følger av vphl. § 6-1 fjerde ledd at departementet har lovhjemmel til å utarbeide forskriftregler om hva rettigheter og interesser i aksjer nærmere innebærer. Børsen har utarbeidet et høringsforslag<sup>77</sup>. Det følger av høringsnotatet at rettigheter og interesser til aksjer ikke bare er finansielle instrumenter. Det er tilstrekkelig at aksjonærene har en avtale som gir positivt utfall ved kursstigning.

Forskriftutkastet har fått negativ tilbakemelding fra Kredittilsynet. Utkastet er nå til vurdering i Finansdepartementet. Det er usikkert når det kommer en avgjørelse på om forskriften skal vedtas. En forskrift på dette rettsområdet er imidlertid nødvendig. Rettigheter og interesser til aksjer vil kunne medføre at aksjonærer får kontroll over selskaper. Hensynet bak tilbudsplikten vil således gjøre seg gjeldende<sup>78</sup>. Et regelverk vil gi aksjonærene større forutberegnelighet enn tidligere.

---

<sup>77</sup> Link til Oslo Børs høringsforslag:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2007/Horing--forslag-til-forskriftsbestemmels/-2/Utkast-til-forskrifter-utarbeidet-av-Osl.html?id=480883>

<sup>78</sup> Ot.prp.nr 34 (2006-2007), side 426

## 6 Presiseringen ”... samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres”.

### 6.1 Implementeringen og hensikten bak presiseringen

Ved verdipapirhandelloven av 2007 ble denne presiseringen lagt til § 2-5 nr. 5;

”... noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument, *herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres*”.

Hensikten med endringen var å klargjøre bestemmelsens rekkevidde<sup>79</sup>. Det var nødvendig med en endring i norsk rett da takeover-direktivet inneholdt en mer omfattende konsolideringsregel for tilbudsplikten, da direktivets ordlyd er som følger<sup>80</sup>;

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

Man kan stille seg spørrende til om presiseringen er en god regel og om departementet har vedtatt en naturlig plassering av tillegget. Det følger av forarbeidene<sup>81</sup> at definisjonen ikke er en presis gjengivelse av takeover-direktivet art. 5.1 sin ordlyd. Direktivet opererer med to forskjellige oppkjøpstilfeller, mens man etter norsk rett kun har ett slikt oppkjøpstilfelle. Departementet uttaler i forarbeidene at det ikke er nødvendig å innføre direktivet ordrett, og at presiseringen etter norsk rett anses å være dekkende for verdipapirhandellovens del. Bergo

---

<sup>79</sup> Ot.prp. Nr. 34 (2006-07), side 368

<sup>80</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21. april 2004 on takeover bids art 2 (d).

<sup>81</sup> Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) punkt 25.3.2

mener at ingen av direktivets oppkjøpstilfeller er tilstrekkelig dekket av den norske bestemmelsen<sup>82</sup>.

## 6.2 Takeover-direktivets første oppkjøpstilfelle

Det første oppkjøpstilfellet er der hensikten med samarbeidet er å erverve kontroll i et selskap, jfr ordlyden ”... *acquiring control of the offeree company* ...”. Dette oppkjøpstilfellet er ikke eksplisitt lovfestet i den norske konsolideringsbestemmelsen.

Det fremkommer ikke eksplisitt i direktivet at enkeltstående erverv faller utenfor denne ordlyden. Dersom to aksjonærer har avtalt å erverve en kontrollerende aksjepost, stiller ikke takeover-direktivet eksplisitte krav om at avtalen dermed må dreie seg om et fremtidig samarbeid.

Forarbeidene<sup>83</sup> til den norske lovbestemmelsen legger imidlertid til grunn at enkeltstående erverv hovedsakelig faller utenfor vphl. § 2-5 nr. 5. Man har i praksis videreført forståelsen om at enkeltstående handlinger hovedsakelig faller utenfor bestemmelsens ordlyd. I Stavanger Aftenblad-saken uttaler også børsstyret følgende;

*”Det må her være klart at Schibsted og Kaupthings gjensidige forståelse omfattet noe mer enn selve aksjeerhvervet ettersom det var forutsatt og ble avtalt at selgerne skulle stemme for styrets forslag om fusjon”.*

Siden rettsoppfatningen er at enkeltstående erverv ikke hovedsaklig omfattes av vphl. § 2-5 nr. 5, blir spørsmålet om bestemmelsen da har et krav om at samarbeidet må omfatte fremtidig utøvelse av rettigheter?

Man stiller som hovedregel krav om et langsiktig samarbeid fordi det ved slike tilfeller foreligger en permanent risiko for samordning mellom aksjonærene. Det fremkommer ikke av forarbeidene eller praksis at samarbeidet må være fremtidig, kun at bestemmelsen som hovedregel krever noe mer enn et enkelt erverv. Dekker ikke samarbeidet fremtidige erverv

---

<sup>82</sup> Knut Bergo; ”Børs og verdipapirrett”, utgave 2008, side 69.

<sup>83</sup> NOU 1996:2, side 114 og 115



vil ikke samarbeidet kunne karakteriseres som langsiktig. Dette kan tilsi at samarbeidet må gjelde bruken av fremtidige aksjonærrettigheter.

Dersom § 2-5 nr. 5 ikke omfatter enkeltstående erverv, kan direktivets anvendelsesområde være videre enn den norske lovtekst. Norge har anledning til å innføre strengere lovgivning enn det som fremkommer av direktivet, på grunn av minimumsharmoniseringskravet. På den annen side har man ikke anledning til å innføre et snevrere anvendelsesområde enn hva som måtte fremgå av direktivet. Hvilke følger dette kan få for norsk rett diskuteres i kapittel 8.

### 6.3 Takeover-direktivets andre oppkjøpstilfelle

Det andre oppkjøpsalternativet som kommer til uttrykk i direktivet er hensikten om å motarbeide andres oppkjøp, jfr ordlyden ”... *aimed ... at frustrating the successful outcome of a bid*”.

Etter presiseringen i norsk rett må samarbeidet vanskeliggjøre eller hindre en annen aksjonærs tilbud. Umiddelbart kan det virke som at ordlyden i norsk rett samsvarer godt med direktivets tekst.

På den annen side kan det stilles spørsmål ved om den norske teksten samsvarer med direktivets ordlyd. Dette fordi man i norsk rett ved ordet ”herunder” har gjort en kobling mellom hindringen av et tilbud og aksjonærrettighetene. Dette medfører at hindringen av et tilbud må sees i sammenheng med at man har inngått en avtale om samarbeid av aksjonærrettigheter. Må det være et fremtidig samarbeid, og omfattes kun aksjonærrettigheter som å etablere kontroll i et selskap eller hindre en persons tilbud, altså organisatoriske rettigheter?

I Elkem-saken er det uttalt om følgende problem;

*”... bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 etter forholdene også omfatter det å gjøre bruk av rettigheter knyttet til kjøp og salg av aksjene i et selskap... I den foreliggende sak foreligger imidlertid etter det nemnden kan se et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem”.*

Dette betyr at samarbeidet ikke kun må dreie seg om organisatoriske-, men også økonomiske aksjonærrettigheter, se også kapittel 5.1.

Uttalelsen i Elkem-saken om at samarbeidet må være langsiktig, kan tale for at bruken av aksjonærrettighetene må inngå i et fremtidig samarbeid. Det følger av juridisk litteratur ved Bergo at dersom man i forarbeidsprosessen hadde vært mer kritiske til om Elkem-saken og Seadrill-saken var innenfor loven, ville større klarhet og forståelse vært oppnådd med tanke på dette spørsmålet<sup>84</sup>. Da man i disse dommene ikke tok direkte stilling til om bruken av aksjonærrettighetene måtte inngå i et fremtidig samarbeid, vil dette fortsatt være en uklarhet ved lovteksten.

## 6.4 Er det tilstrekkelig med hensikt etter norsk rett?

I forarbeidene<sup>85</sup> blir det lagt til grunn at direktivet må være en viktig faktor for hvordan den norske konsolideringsbestemmelsen skal forstås. Utsagnet fra forarbeidene taler for at det kan være et underliggende krav om hensikt etter norsk rett, da direktivet skal legges til grunn ved tolkningen av den norske lovbestemmelsen.

I Stavanger Aftenblad-saken<sup>86</sup> la børsstyret til grunn det motsatte:

*”Det er ikke et vilkår for konsolidering at partene hadde til hensikt å oppnå en virkning. Etter omstendighetene kan det være tilstrekkelig at partene måtte forstå virkningen av deres disposisjoner”.*

Det må dermed legges til grunn at den norske bestemmelsen er videre enn direktivets tekst.

## 6.5 Er plasseringen av tillegget en retts teknisk god løsning?

I forarbeidene<sup>87</sup> blir det reist spørsmål om hvordan tillegget mest hensiktsmessig bør presenteres i lovteksten. Et av alternativene som blir nevnt er å plassere tillegget i konsolideringsbestemmelsen i lovens kapittel om tilbudsplikt.

---

<sup>84</sup> Knut Bergo, Børs og verdipapirrett, utgave 2008, side 69.

<sup>85</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-07) punkt 25.3.2

<sup>86</sup> Avgjørelse fra Oslo Børs 26. april 2007.

<sup>87</sup> Ot.prp.nr 34 (2006-07), side 25.3.2

Dette kunne vært en rettsikkerhetsmessig god løsning for aksjonærer, da det ville bli enklere å skille hvilke konsolideringsvilkår som gjaldt for hvilken aksjonærplikt.

Departementet uttaler imidlertid videre at kapittelet om tilbudsplikt ikke inneholder resten av vilkårene for når flere aktørers andeler skal konsolideres. Departementet mener man dermed unngår gjentakelse av konsolideringsvilkårene ved å plassere tillegget i vphl. § 2-5 nr. 5.

At man unngår gjentakelser kan effektivisere utarbeidelsen av lovverket. Om dette er et tilstrekkelig moment for å velge departementets løsning er derimot usikkert.

Departementet innrømmer avslutningsvis at plasseringen kan være uheldig, men konkluderer med at dette ikke burde være en vesentlig innvending, da ordet ”tilbud” bør gjøre det klart at presiseringen kun skal gjelde for tilbudsplikten. På den andre siden vil nok presiseringen også bidra til rettsforvirring. Presiseringen viser til både vilkåret ”forpliktende samarbeid” og hva som er gjenstand for samarbeid. Utgangspunktet er at ”forpliktende samarbeid” skal forstås likt ved tilbudsplikt og flaggeplikt, se oppgavens kapittel 4.2. Presiseringen medfører imidlertid at vilkåret ”forpliktende samarbeid” blir noe strengere ved tilbudsplikt.

Bergo<sup>88</sup> mener at tillegget er uheldig og at departementet har gjennomført en ”... *opportunistisk lovgivningsteknikk som bidro til å skjule den reelle utvidelsen av konsolideringsrommet som fant sted*”.

Det som kjennetegner generelle lovbestemmelser er at alle rettsvilkårene skal komme til anvendelse for de tilfeller som rammes av paragrafen. Plasseringen av tillegget medfører at konsolideringsbestemmelsen ikke lenger regulerer like vilkår for både tilbudsplikten og flaggeplikten. Siden paragrafens generelle preg ble svekket ved tillegget, taler dette for at plasseringen ikke er en retsteknisk god løsning.

---

<sup>88</sup> Knut Bergo; ”Børs og verdipapirrett”, utgave 2008, side 66.

## **7 Sanksjoner og beviskrav**

### **7.1 Sanksjoner ved brudd på flaggeplikten og tilbudsplikten**

Brudd på flaggeplikten medfører at Kredittilsynet kan gi overtredelsesgebyr. Dette er kun et administrativt gebyr, jfr. vphl. § 17-4 første ledd. Dersom bruddet derimot er grovt eller inntrer gjentatte ganger forsettelig eller uaktsomt, kan påtalemyndigheten gi bøter, jfr. 17-3 tredje ledd. Flaggeplikten er dermed straffesaksjonert.

Dersom en aksjonær ikke fremsetter et pliktig tilbud vil han først bli pålagt dagmulkt. Dersom dette ikke gir resultater, vil man kunne tvangsselge aksjene etter § 6-21. Tilbudsplikten er altså ikke straffesaksjonert, jfr. vphl. § 17-1. Det må derimot poengteres at hensynet til minoritetsaksjonærene blir ivaretatt gjennom reglene om dagmulkt og tvangssalg.

Likevel er det grunn til å spørre seg hvorfor tilbudsplikten ikke er straffesaksjonert. Hensyn bak tilbudsplikten må anses vel så viktige som hensyn bak flaggeplikten. Dagmulkt ville nok ikke vært en tilstrekkelig og effektiv sanksjon for flaggeplikten, da resultatet av å holde tilbake viktig informasjon vil skade markedet kontinuerlig. Det er på den annen side ingen betenkeligheter ved å straffesaksjonere tilbudsplikten. Dette er tross alt en plikt som er lovregulert for å ivareta grunnleggende verdier i verdipapirmarkedet.

### **7.2 Beviskravet i vphl. § 2-5 nr. 5**

Man kan stille seg spørrende til om det er hensiktsmessig at et sivilrettslig og et strafferettslig forhold blir bedømt etter samme beviskrav.

Dersom det ”må antas” at noen har et forpliktende samarbeid, skal gruppen konsolideres, jfr vphl. § 2-5 nr. 5. Det er uklart etter lovteksten hvilket konkret beviskrav som egentlig stilles.

Det følger av forarbeidene<sup>89</sup> at det ”... må foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeidet som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas”. Forarbeidene kan tilsie at rene indisier ikke er nok og kun bevis vil være tilstrekkelig.

Det følger av juridisk teori<sup>90</sup> at det finnes lite praksis om tolkningen av beviskravet i konsolideringsbestemmelsen. Det finnes kun en sak der brudd på flaggeplikten har resultert i overtredelsesgebyr<sup>91</sup>. Denne saken gjaldt ikke en konsolidert gruppe, og skal derfor ikke behandles nærmere.

Brudd på tilbudplikten har derimot vært gjenstand for flere saker, som for eksempel Elkem-saken. Børsklagenemnda sa seg enig i børsstyrets vedtak om å konsolidere Orkla ASA med Nordstjernen Holding AS. Vedrørende beviskravet viser børsklagenemnda<sup>92</sup> til børsstyrets vedtak fra 18. desember 2002. Det legges til grunn at beviskravet hjemler konsolidering selv ved stor grad av tvil. Det uttales at det må foreligge objektive omstendigheter, samt at indisier kan omfattes. I tilbudssituasjoner, der sakene er av sivilrettslig art, er det dermed tilstrekkelig at det foreligger vanlig sannsynlighetsovervekt for at man skal foreta en konsolidering<sup>93</sup>.

Hvordan skal man da anvende beviskravet ved flaggeplikten som er straffesanksjonert? Det generelle beviskravet i strafferetten er at enhver rimelig tvil skal komme tiltalte til gode. I tillegg legger uskyldspresumsjonen til grunn at enhver skal anses uskyldig inntil det motsatte er bevist. Strafferettens strenge krav til bevisets styrke tilsier at rene indisier sjelden er nok. Elkem-saken ble derimot avgjort på bakgrunn av en rekke indisier. Elkem-saken er av sivilrettslig art, men siden man anvendte et beviskrav som også gjaldt på strafferettens område kan dette tale for at man burde tolket beviskravet noe strengere, slik at rene indisier ikke var tilstrekkelig for ileggelse av sanksjoner. Dette kan tale for at beviskravet i bestemmelsen ikke burde vært avdempet, slik det blir tolket i Elkem-saken.

Det fremkommer av en ny høyesterettsdom<sup>94</sup> at straff gitt med grunnlag i forvaltningspraksis på grunnlag av simpel sannsynlighetsovervekt kan være i strid med EMK. I dommen blir et

---

<sup>89</sup> NOU 1996:2, pkt 9.3.7, jfr Ot.prp.nr. 29 (1996-1997).

<sup>90</sup> Tor Bechmann [m.fl.] ”Kommentarutgaven, Verdipapirhandelloven”, utgitt Oslo 2002, side 66.

<sup>91</sup> Kredittilsynets sak 08/6703-14.

<sup>92</sup> Elkem-saken, Børsklagenemndas sak 1/2003 side 12.

<sup>93</sup> Vanlig sannsynlighetsovervekt er oppfylt ved forholdstallet 51/49.

<sup>94</sup> Rt-2007-1217.

fiskeribåtrederi anklaget av Fiskeridepartementet for å ha overtrådt fiskerilovgivningen. I lagmannsretten ble det lagt til grunn at det forelå klar sannsynlighet for at overtredelsen var skjedd. Da saken kom for Høyesterett var det spørsmål om uskyldspresumsjonen i EMK art 6 (2) var oppfylt. Høyesterett kom med følgende konklusjon:

*”Avhengig av hvor inngripende en forvaltningssanksjon er, vil kvalifisert sannsynlighetsovervekt etter omstendighetene kunne tilfredsstillende kravet om at rimelig tvil skal komme tiltalte til gode”.*

Dette tilsier at det vanskelig kan tenkes at simpel sannsynlighet vil være akseptabelt i forhold til EMK. På den annen side er ikke flaggeplikten sanksjonert av forvaltningsmyndigheten men av påtalemyndigheten, og omfattes dermed av den tradisjonelle strafferett. Dommen kan derimot illustrere at dersom et tilfelle er å anse som straff etter EMK, vil sjelden et simpelt sannsynlighetskrav være et tilstrekkelig beviskrav. Dette taler for at sanksjoner etter verdipapirhandelloven som er å anse som straff heller ikke kan ilegges ved simpel sannsynlighetsvekt, uavhengig av om sanksjonen pålegges av Kredittilsynet eller påtalemyndigheten.

Effektivitetshensynet kan tale for å ha et felles beviskrav for flaggeplikten og tilbudsplikten. Et strengere beviskrav vil kunne vanskeliggjøre håndhevelsen av loven. Dersom løsere samarbeidsformer er tilstrekkelig for at aksjonærer konsolideres, kan dette tilsi at man behøver et simpelt beviskrav, da slikt samarbeid kan være vanskelig å bevise.

Behovet for en effektiv håndheving av verdipapirhandelloven må derimot holdes opp mot hensynet til aksjonærers rettssikkerhet. Straff er en alvorlig rettsvirkning, og for at man skal ha en betryggende rettergang må man ha særdeles strenge krav til beviskravet. Ved å lempe beviskravet til simpel sannsynlighetsovervekt vil faren for å straffe uskyldige aksjonærer øke, og hensynet bak strafferettens strenge beviskrav vil dermed svekkes ytterligere.

Hvordan påtalemyndigheten har tenkt å gjennomføre beviskravet ved flaggeplikten gjenstår å se, da en slik sak enda ikke har forekommet. Dersom man velger å anvende beviskravet likt vil dette medføre et avdempet beviskrav i strafferettslig sammenheng. Dersom man derimot

---

velger å anvende et strengere beviskrav for flaggeplikten, medfører dette at man må foreta en utvidende tolking av ordlyden ”må antas”. Denne fremgangsmåten vil igjen stride mot legalitetsprinsippet da man befinner seg på strafferettens område. Beviskravet ”må antas” er ikke generelt i sin utforming. Dersom hensikten var å innføre et beviskrav som skulle anvendes annerledes ved flaggeplikt og tilbudsplikt burde man ha innført en generelt beviskrav. Dersom påtalemyndighetene velger å anvende beviskravet strengere ved flaggeplikt, må vilkåret tillegges en betydning som klart ikke fremkommer av dagens ordlyd.

## 8 Er vphl. § 2-5 nr. 5 i strid med EØS-retten?

Det følger av EØS-loven § 2 at EØS-retten skal ha forrang ved motstrid med nasjonal rett<sup>95</sup>. Denne lovbestemmelsen må imidlertid tolkes i lys av prinsippene som fremkommer av Finanger-dommen<sup>96</sup>. På tross av EØS-loven, legger prinsippene fra Finanger-dommen til grunn at norsk rett har forrang i tilfeller der det er klar motstrid som ikke kan tolkes bort.

Oppgavens rettsdogmatiske del har belyst at det finnes en rekke ulikheter mellom den norske konsolideringsbestemmelsen og EØS-direktivene. Kan man derimot si at det foreligger en motstrid når direktivene kun krever minimumsharmonisering?

Ved minimumsharmonisering har medlemslandene adgang til å innføre strengere lovgivning så lenge dette ikke strider mot direktivenes formål og hensyn. Hvordan Norge velger å gjennomføre konsolideringsbestemmelsene er dermed irrelevant, så lenge hensynet til direktivene blir ivaretatt. Hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjonærene og lik/samtidig informasjon til aktørene må sies ivaretatt ved vphl. § 2-5 nr. 5. Medlemslandene har ikke adgang til å innføre snevrere anvendelsesområde enn det som måtte fremgå av direktivene, se oppgavens kapittel 6.2. En nasjonal lovgivning om konsolidering som er snevrere enn direktivene, kan komme i strid med prinsippet om fri flyt av kapital.

Foreløpig har ikke ulikhetene mellom norsk rett og direktivene store konsekvenser, nettopp pga. minimumsharmoniseringskravet. Ved tvil om hvordan man skal anvende den norske konsolideringsbestemmelsen medfører presumsjonsprinsippet at man skal tolke bestemmelsen som om den er i samsvar med EØS-retten. Noen ytterligere konsekvens foreligger ikke så lenge hensyn bak direktivene og prinsippet om fri flyt av kapital fortsettes ivaretatt. Man kan dermed ikke si at det foreligger en strid mellom norsk rett og EØS-retten.

---

<sup>95</sup> Lov 1992 av 27. november nr. 109.

<sup>96</sup> I Rt-2000-1811 presiserer høyesterett presumsjonsprinsippet, som uttrykker at norsk rett skal forutsettes å være i overensstemmelse med Norges folkerettslige forpliktelser dersom bestemmelsen kan forstås på flere måter.



En for vid anvendelse av konsolideringsbestemmelsen kan imidlertid stride mot det grunnleggende prinsippet om fri flyt av kapital, noe som kan tilsi et brudd på direktivets minstenorm, se oppgavens kapittel 4.1.7.2. Hvorvidt Norge har brutt direktivenes minstenorm ved at også løsere samarbeidsformer rammes av konsolideringsvilkåret er vanskelig å bedømme. Muligens vil ESME-gruppen komme med en mening om dette i sin uttalelse i løpet av 2009.

## 9 En rettspolitisk vurdering

### 9.1 Burde man opprettholde konsolideringsvilkåret

#### **”forpliktende samarbeid” i vphl. § 2-5 nr. 5?**

Vilkåret ”forpliktende samarbeid” har vært gjenstand for en rekke diskusjoner. Det viser seg imidlertid at det foreligger en enhetlig forståelse i forarbeid og praksis om at vilkåret også omfatter mer løse samarbeidsformer. Lovens formål i § 1-1 kan tilsi at man burde tolke ordlyden utvidende, slik at man blant annet hindrer aksjonærer i omgå regelverket. Ordlyden i takeover-direktivet er generell, noe som kan tilsi at løse samarbeidsformer også omfattes etter norsk rett. Disse momentene taler for at man har en klar og fornuftig ordlyd i norsk rett.

At samarbeidet som utgangspunkt må være langsiktig følger ikke av ordlyden. At det er tilstrekkelig med en felles forståelse mellom aksjonærene følger heller ikke av konsolideringsvilkåret. Selv om man ved verdipapirhandelloven av 1997 innførte en strengere ordlyd med ”forpliktende samarbeid”, var likevel tanken at vilkåret skulle ha samme anvendelsesområde som vilkåret ”opptrer i forståelse med” fra vphl. av 1985. Disse to ordlydene har forskjellig rekkevidde og uttrykker to svært ulike samarbeidsformer. Ordlyden ”forpliktende samarbeid” ble innført fordi man ville ha et mer presist vilkår i konsolideringsbestemmelsen. Vilkåret ble muligens presist, men ordlyden representerer ikke gjeldende rett på området.

Både hensynet til forutberegneligheten og rettssikkerheten blir satt på prøve når gjeldende rett ikke er i samsvar med ordlyden. Legalitetsprinsippet taler imot en slik utvidende tolkning av vilkåret ”forpliktende samarbeid”. Muligens burde man ta i bruk ordlyden fra verdipapirhandelloven fra 1985, da ordlyden og gjeldende rett på den tiden var identiske.

Som vist under oppgavens kapittel 4.1.7.2 har ESME-gruppen kommet med uttalelser om at medlemsland har gitt ordlyden i takeover-direktivet et for vidt anvendelsesområde. Dette kan tale for at ordlyden i norsk rett er videre enn den i direktivet.

Ved at løsere samarbeidsformer rammes, vil man kunne anvende bestemmelsen på flere typer samarbeid der aksjonærer prøver å omgå regelverket. Det kritikkverdige er derimot innføringen av ordlyden ”forpliktende samarbeid”. Dagens konsolideringsvilkår burde erstattes med en ordlyd som gjenspeiler gjeldende rett. Eksempler på dette kan være ”opptrer i forståelse med” eller ”gjensidig forståelse mellom partene”.

## **9.2 Burde man ha en felles definisjon av ”forpliktende samarbeid” for flaggeplikt og tilbudsplikt i norsk rett?**

### **9.2.1 Pro-argumenter**

Konsolidering ved både flaggeplikt og tilbudsplikt skal hindre omgåelse av regelverket. I tillegg har begge aksjonærpliktene et felles formål om å ”... *legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter*”, jfr. vphl. § 1-1. Beskyttelse av minoritetsaksjonærene og lik/samtidig informasjon til markedet er dermed to ulike hensyn som utgjør elementer av et felles formål.

En generell definisjon vil også effektivisere lovgivningsarbeidet. Man unngår dermed å ha to regelsett som skal ivareta samme formål og hensyn.

Ved å ha en felles definisjon vil man også kunne forenkle regelverket for personer, da man kun trenger å forholde seg til en lovbestemmelse.

### **9.2.2 Contra-argumenter**

Konsolidering medfører i seg selv en plikt til å flagge dersom dette medfører at grensene passeres, jfr. kapittel 4.2.1 i oppgaven. Konsolidering alene medfører ikke tilbudsplikt som presisert under kapittel 4.1.1. Dersom det foreligger et ”forpliktende samarbeid” kan dette ha ulike konsekvenser alt etter hvilken plikt det dreier seg om. Dette kan tale for at man burde regulert de to pliktene separat.

Flaggeplikten kan også utløses ved ”annen omstendighet” i vphl. § 4-2 andre ledd. Det følger av forskriften<sup>97</sup> at ”annen omstendighet” kan innebære passivitet når selskapsbegivenheter endrer stemmerettsfordelingen. Passivitet er derimot ikke tilstrekkelig for å utløse tilbudsplikten. Ordlyden gir dermed rom for passivitet bare i enkelte situasjoner, noe som kan tale for at man burde regulere pliktene i egne bestemmelser.

Tilbudsplikten har ofte store konsekvenser for en aktør og er dermed mer inngripende enn plikten til å sende en flaggemelding. Dette kan tale for at man ikke burde regulere tilfellene med grunnlag i samme ordlyd. Muligens burde man innføre en strengere og klarere ordlyd for tilbudsplikt ved konsolidering.

I ESME-gruppen innledende analyse<sup>98</sup> blir det lagt til grunn at definisjonen ”people acting in concert” i direktivene ikke er identiske<sup>99</sup>. ESME-gruppen fremhever at hensynene bak de to aksjonærpliktene er ulike. Dette taler for at man burde regulere hver plikt i separate konsolideringsbestemmelser.

I EØS-direktivene har man egne bestemmelser som regulerer hva som nærmere ligger i ordlyden ”people acting in concert”. Etter norsk rett har man kun den generelle ordlyden ”forpliktende samarbeid” i bestemmelsen, mens dens rekkevidde er fastsatt gjennom forarbeid og praksis. Ved slike generelle vilkår kan ordlyd og gjeldende rett ofte bli sprikende.

### 9.2.3 Vurdering

EØS-direktivene regulerer konsolidering i to ulike paragrafer. Man kan dermed innføre klare vilkår for når bestemmelsen kommer til anvendelse, og regelen vil kun bygge på hensyn bak den aktuelle plikten. Dette vil resultere i langt bedre forutberegnelighet for aksjonærene enn ved å ha en generell ordlyd som den i dagens verdipapirhandellov.

Rettsfølgen av at direktivene har et minimumsharmoniseringskrav er at medlemslandene innfører ulike terskler og krav for når man skal foreta konsolidering. Dette medfører at

---

<sup>97</sup> FOR 2007-06-29 nr 876: Forskrift til verdipapirhandelloven, § 4-3.

<sup>98</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm)

*Preliminary views on The definition of "acting in concert" between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive.*

<sup>99</sup> Transparency-direktivet art 10 (a) takeover-direktivet art 2.1 (d) og 5.

aksjonærer som opererer over landegrensene ikke får tilstrekkelig rettsikkerhet, da deres forutberegnelighet til definisjonens rekkevidde vil være svekket.

Ved et absolutt harmoniseringskrav ville man regulert konsolidering likt innen EØS, noe som ville bedre aksjonærenes rettssikkerhet. Det kan være viktig med en enhetlig forståelse innen EØS-landene for å ivareta grunnleggende prinsipper som fri flyt av kapital<sup>100</sup>.

Det problematiske ved å ha et generelt konsolideringsvilkår har enda ikke blitt satt på spissen i norsk rett. Dette er fordi flaggeplikten foreløpig ikke er utløst pga. aksjonærsamarbeid. Selv om en felles konsolideringsbestemmelse effektiviserer lovgivningsarbeidet, er det tunge hensyn som taler for at konsolidering ved tilbudsplikt og flaggeplikt burde reguleres i separate bestemmelser.

### **9.3 Behovet for en klargjøring av hvilke instrumenter som kan være gjenstand for samarbeid**

Hva ”rettigheter til aksjer” og ”interesser til aksjer” nærmere innebærer er enda gjenstand for rettsvister, jfr. vphl. §§ 4-2 femte ledd og 6-1 fjerde ledd. Dette skyldes blant annet mangel av vedtatte forskrifter på området, se kapittel 5.

For flaggepliktens del er enkelte rettigheter som utløser flaggeplikt allerede lovfestet, jfr. § 4-2. For tilbudspliktens del er det verken lovregulert hvilke instrumenter som er å anse som ”interesser til aksjer” eller hvilke som er å anse som ”rettigheter til aksjer”. Foreløpig er sirkulæret utgitt av Oslo Børs nr. 1/2000 de eneste retningslinjene som foreligger på dette området, se oppgavens kapittel 5.2.3. At det ikke finnes lovreguleringer på hva som nærmere kan gi tilbudsplikt og flaggeplikt i disse situasjonene medfører usikkerhet i markedet. En regulering på hva ”rettigheter til aksjer” og ”interesser til aksjer” nærmere innebærer er derfor nødvendig for å sikre aksjonærene tilstrekkelig rettssikkerhet. Dette vil også bidra til en dynamisk rettsutvikling på området, siden lovgivningen da vil utvikle seg i takt med opprettelse av nye finansielle instrumenter.

---

<sup>100</sup> Lov 1992-11-27 nr. 109 art 40 (EØS-avtalen).

## **9.4 Plasseringen av tillegget ”... samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres”.**

Plasseringen av tillegget strider mot slik generelle bestemmelser skal være oppbygget, som diskutert under kapittel 6.5. Det faktum at bestemmelsens generelle preg er svekket ved tillegget, taler for at man burde regulere konsolidering i to separate paragrafer for henholdsvis flaggeplikt og tilbudsplikt.

Dersom det ikke er en mulighet å forandre tilleggets plassering i verdipapirhandelloven, burde det fremkomme eksplisitt i lovteksten at tillegget kun får anvendelse i tilbudssituasjoner. Bestemmelsen utgis for å være en generell konsolideringsbestemmelse for begge aksjonærpliktene, noe som kan skape rettsforvirring for aktørene i markedet når det gjelder anvendelsen av tillegget. En presisering av tilleggets anvendelsesområde er nødvendig for å ivareta aktørenes forutberegnelighet.

Presiseringen har muligens skapt mer tolkningsproblemer enn klargjøring av konsolideringsbestemmelsens rekkevidde. En endring av tillegget er dermed nødvendig for å ivareta aktørenes rettsikkerhet.

## **9.5 Beviskravet reiser visse problemstillinger**

Ved brudd på tilbudsplikten vil dagmulkt og tvangssalg av aksjer kunne ivareta minoritetsaksjonærenes interesser. Likevel er det betenkelig at tilbudsplikten ikke er straffesanksjonert da hensyn bak tilbudsplikten er vel så tunge som hensyn bak flaggeplikten, som diskutert i oppgavens kapittel 7.1. Ved å straffesanksjonere tilbudsplikten vil man fremme allmennprevensjon og individualprevensjon. Konsekvensen av dette er at aktørene blir avskrekket av følgene ved å bryte tilbudsplikten. Dagmulkt og tvangssalg som er dagens sanksjoner, vil kunne medføre betydelige økonomiske konsekvenser for aktører som bryter tilbudsplikten. På den annen side vil de ikke ha samme preventive effekt slik som straffesanksjoner.

Beviskravet i dagens bestemmelse regulerer både et strafferettslig og et sivilrettslig forhold. Det er uklart hvordan beviskravet vil bli anvendt på strafferettens område, der en identifisert gruppe får flaggeplikt. Beviskravet fungerer i dag slik at man trekker en slutning om det

foreligger et ”forpliktende samarbeid” ut i fra flere faktorer som indikerer dette. Ved brudd på flaggeplikten vil man dermed støte på spørsmålet om en slik bevisvurdering er i strid med beviskravene i strafferetten. Siden man befinner seg på strafferettens område kan dette tale for at man burde anvende et strengere beviskrav ved brudd på flaggeplikten.

På den annen side vil det være en bevis teknisk uheldig situasjon dersom man ved vurderingen om det foreligger et aksjonærsamarbeid, skal vurdere dette ulikt avhengig av hvilken aksjonærplikt man skal idømme.

Hvorvidt anvendelsen av beviskravet skaper problemer i praksis blir først klarlagt når den første tvisten vedrørende flaggeplikt innen en konsolidert gruppe foreligger.

## 10 Avslutning

Etter å ha foretatt en analyse av vphl. § 2-5 nr. 5, er jeg kommet frem til at det er momenter som både taler for og imot det å ha en generell konsolideringsbestemmelse i verdipapirhandelloven.

Man trenger konsolideringsbestemmelser i verdipapirhandelloven for å sikre aktørene likebehandling, forutberegnelighet og tillit til det norske verdipapirmarkedet. Da transparency- og takeover-direktivet kun har minimumsharmoniseringskrav foreligger det ikke en motstrid mellom norsk rett og EØS-retten ved at Norge har valgt å innføre et strengere konsolideringsvilkår. Ulikhetene ved konsolideringsbestemmelsene vil dermed ikke ha noen rettslige konsekvenser.

Analysen viser derimot at dersom vphl. § 2-5 nr. 5 skal regulere konsolidering på en best mulig måte burde det foretas enkelte forandringer av paragrafen. En fornyelse av vphl. § 2-5 nr. 5 burde skje enten i form av spesifikke vilkårs endringer eller ved en splittelse av paragrafen i to separate konsolideringsbestemmelser for henholdsvis tilbudsplikten og flaggeplikten. Det er vanskelig å fastslå hvilken av disse to endringene som vil være den beste. Men kun ved en endring kan man si at vphl. § 2-5 nr. 5 blir en retts teknisk god regel, som i tillegg ivaretar aksjonærenes rettssikkerhet på en betryggende måte.



## 11 Litteraturliste

### 11.1 Lover

- Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75
- Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74
- Lov om finansiell sikkerhetsstillelse av 26. mars 2004 nr. 17
- Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79
- Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45
- Lov om aksjeselskaper 13. juni av 1997 nr. 44
- EØS-loven av 27. november 1992 nr. 109
- Verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr. 61

### 11.2 Forarbeid

- NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud
- NOU 1996:2 Verdipapirhandel
- Ot.prp.nr. 34 (2006-2007)
- Ot.prp.nr.55 (2005-2006)
- Ot.prp.nr. 29 (1996-1997)
- Ot.prp.nr. 53 (1988-1989)
- Ot.prp.nr. 72 (1984-1985)

### 11.3 Forskrifter

- FOR 2007-06-27 nr. 876: Verdipapirhandelforskriften
- FOR 2001-02-07 nr 108: Forskrift om grunnfondsbevis i sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper

## 11.4 Direktiver

- Direktiv 2004/ 25/ EF om overtakelsestilbud
- Direktiv 2004/ 109/ EF om rapportering til finansielle markeder

## 11.5 Praksis

### Rettspraksis:

#### Høyesterett:

- Rt-2007-1217
- Rt-2000-1811
- Rt-1991-1463
- Rt-1973-433
- Rt-1966-1120

#### Lagmannsretten:

- Borgarting lagmannsretts dom (08-027119ASI-BORG/03): Eastern Drilling-saken

#### Tingretten:

- Tingrettsdom (TOSLO-2007-39572): Eastern Drilling-saken

### Praksis fra Oslo Børs:

- Børsklagenemnda sak 7/2006
- Børsklagenemnda sak 1/2003
- Børsklagenemnda sak 3/2002

### Uttalelser fra Oslo Børs:

- Kursmateriale for børsrettsdagene 2009, *Vedtak og uttalelser 2008*
- Kursmateriale for børsrettsdagene 2008, *Vedtak og uttalelser 2007*
- Kursmateriale for børsrettsdagene 2007, *Vedtak og uttalelser 2006*
- Stavanger Aftenblad-saken, uttalelse fra Oslo Børs 26.april 2007
- Børssirkulære 1/2003: ”Meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater”. Atle Degré

**Rundskriv fra Kredittilsynet:**

- Nr. 3/ 2008 "Nye regler om flaggepliktig verdipapirhandel i lov om verdipapirhandel § 4-2"

**Saker fra Kredittilsynet:**

- Sak 08/6703-14

**11.6 Bøker**

- Bergo, Knut. *"Børs og verdipapirrett"*. Oslo 2008
- Woxholth, Geir. *"Selskapsrett"*. Oslo 2007
- Bechmann, Tor m.fl. *"Verdipapirhandelloven, kommentarutgave"*. Oslo 2006
- Bechmann, Tor m.fl. *"Verdipapirhandelloven, kommentarutgave"*. Oslo 2002
- Bråten, Tore. *"Oversikt over selskapsretten"*. Oslo 1997

**11.7 Artikler**

- Ramsland, Per Kristian. *"Konsolidering ved forpliktende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 4"*. Tidsskrift for forretningsjus, Nr. 3/ 2005
- Degré, Atle. *"Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper"*. Tidsskrift for forretningsjus, Nr. 3/ 1999

**11.8 Diverse elektroniske kilder**

- Vedtak og uttalelser fra Oslo Børs:  
<http://www.oslobors.no/ob/vedtak>
- Uttalelse fra ESME-gruppen: *"Preliminary views on The definition of "acting in concert" between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive"*:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm)

- Artikkel om ”Institusjonelle investorer- fra passiv porteføljevaltning til aktiv eierskap”, Hege Sjo:  
<http://www.sivil.no/magma/2007/04/0105.html>
- Generell informasjon om grunnfondsbevis:  
<http://www.lane.no/grunnfondsbevis/>
- Høringsnotat fra Oslo Børs vedrørende tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2007/Horing--forslag-til-forskriftsbestemmels/-2/Utkast-til-forskrifter-utarbeidet-av-Osl.html?id=480883>
- Finansdepartementets hjemmesider. Spørsmål og svar til Ot.prp.nr. 34 (2006-2007):  
[http://www.regjeringen.no/se/dep/fin/dok/andre/brev/brev\\_stortinget/2007/Svar-pa-spm-vedr-Otprp-nr-34-2006-2007.html?id=463801](http://www.regjeringen.no/se/dep/fin/dok/andre/brev/brev_stortinget/2007/Svar-pa-spm-vedr-Otprp-nr-34-2006-2007.html?id=463801)