

Høringsnotat - Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer

Oslo, 1. september 2007

Innhold

1	Innledning	3
1.1	Mandat og innhold.....	3
1.2	Tilbudspliktsregler i ny verdipapirhandellov	3
1.3	Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser	3
2	Gjeldende rett	4
2.1	Grunnlag for tilbudsplikt.....	4
2.2	Konsolidering ved forpliktende samarbeid om bruk av eierrettigheter	5
3	Begrunnelse for utvidelse av tilbudspliktsreglene	6
3.1	Hensyn bak tilbudsplikten	6
3.2	Rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer.....	6
4	The Takeover Code i Storbritannia	9
4.1	Grunnlag for tilbudsplikt.....	9
4.2	Nærmere om "interests in securities"	10
5	Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer i notert selskap	12
5.1	Innledning.....	12
5.2	Forslag til bestemmelser	12
5.3	Kommentarer til forslaget.....	13
5.3.1	Virkeområde mv.	13
5.3.2	Rettigheter eller andre interesser	13
5.3.3	Unntak for erverv betinget av myndighetstillatelse	15
5.3.4	Forholdet til konkurranselovgivningen	18
5.3.5	Unntak for "short" posisjoner	21
5.3.6	Gjentatt tilbudsplikt mv.	22
5.3.7	Tilbudsmyndighetens dispensasjonsadgang	22
6	Forholdet til verdipapirhandelloven kapittel 6.....	22
6.1	Generelt.....	22
6.2	Tilbudspris	22

Vedlegg – Forslag til forskrift om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer

1 Innledning

1.1 Mandat og innhold

Oslo Børs ble i brev av 6. juni 2007 fra Finansdepartementet anmodet om å lage forslag til forskrift om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer i selskaper hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (noterte selskap). Børsens forslag til slike regler er inntatt i det følgende. Det legges til grunn at endelige regler om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser vil inntas i verdipapirforskriften av 29. juni 2007 kapittel 6 del II.

Forslaget medfører en utvidelse av virkeområdet til oppkjøpsreglene idet også erverv av andre finansielle instrumenter enn aksjer vil kunne utløse tilbudsplikt. Av hensyn til enkelhet, og for å redusere faren for omgåelser, er det foreslått at rettigheter og interesser som medfører en finansiell eksponering der erververen vil oppnå en gevinst eller unngå et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger (og tilsvarende vil unngå en gevinst eller oppnå et tap dersom kursen synker), vil kunne foranledige tilbudsplikt. Som i dag vil tilbudsplikt bare være aktuelt der en tilbyder oppnår en kvalifisert interesse i et målselskap, det vil si at terskelen for tilbudsplikt passerer. Bakgrunnen for forslaget er at faktisk kontroll i noterte selskaper kan oppnås eller hindres ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer. I tillegg er virkeområdet til oppkjøpsregelverket i Storbritannia, The Takeover Code, utvidet de senere år. Også etter gjeldende rett vil tilbudsplikt kunne utløses ved erverv av andre finansielle instrumenter enn aksjer. I dag fordrer imidlertid tilbudsplikt i slike tilfeller et "reelt erverv" eller konsolidering, jf. pkt. 2 nedenfor.

Forslaget medfører økt likebehandling og minoritetsbeskyttelse, noe som er viktig for det norske verdipapirmarkedets konkurransevne. Etter Oslo Børs' vurdering medfører ikke forslaget u hensiktsmessige hindringer for strukturendringer i norsk næringsliv.

1.2 Tilbudspliktsregler i ny verdipapirhandellov

Det ble den 29. juni 2007 vedtatt ny lov om verdipapirhandel ("vphl."). I lovens kapittel 6 er det fastsatt regler om frivillige og pliktige tilbud. Kapittel 6 er dels en videreføring av oppkjøpsreglene i verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79, og dels en gjennomføring av EUs direktiv om overtakelsestilbud (direktiv 2004/25/EF). Det vises til NOU 2005: 17 "Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)" og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) "Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)". De nye reglene om tilbudsplikt i vphl. kapittel 6 trer i kraft 1. januar 2008. Inntil dette tidspunktet gjelder reglene om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven av 1997, jf. kgl. res. av 29. juni nr. 752.

1.3 Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser

Det er i vphl. § 6-1 fjerde ledd inntatt en hjemmel for nærmere forskriftsregler om tilbudsplikt på bakgrunn av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer i noterte selskap:

"Departementet kan i forskrift fastsette regler som pålegger tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, herunder nærmere regler om hvilke rettigheter eller interesser som skal kunne utløse tilbudsplikt og nærmere regler om slik tilbudsplikt."

Oslo Børs forstår vphl. § 6-1 fjerde ledd slik at det kan fastsettes regler om hvilke rettigheter og interesser knyttet til aksjer som kan utløse tilbudsplikt, samt om konsekvensene av at slik tilbudsplikt inntreffer. Norsk rett inneholder i dag ingen lov – eller forskriftsregulering av tilbudsplikt basert på rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer i notert selskap utover lovens generelle konsolideringsbestemmelser, jf. pkt. 2.2 nedenfor om vphl. §§ 6-5 og 2-5.

2 Gjeldende rett

2.1 Grunnlag for tilbudsplikt

Det er etter verdipapirhandelloven av 1997 tre grunnlag for tilbudsplikt. For det første utløses tilbudsplikt etter § 4-1 første ledd i børsnoterte norske selskap for:

“(d)en som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene”.

Det er lagt til grunn at tilbudsplikt ved erverv av aksjer først inntreffer idet tilbyder blir eier av aksjene. Å bli eier vil si å overta de vesentligste eierbeføyelsene til aksjene, jf. NOU 1996: 2 “Verdipapirhandel” side 120. Tilbudsplikt utløses som hovedregel ikke på avtaletidspunktet, til forskjell fra for eksempel flaggeplikt etter vphl. § 4-2. Tilbudsplikt i selskaper med krav om styresamtykke, utløses først når tilbyders erverv er godkjent, jf. vphl. § 6-7.¹

For det andre utløses tilbudsplikt for den som på visse vilkår “reelt erverver” aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene, jf. § 4-1 fjerde ledd:

“Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap.”

Bestemmelsen er ment å regulere omgåelsestilfeller, og det er kun rett til å bli eier som må anses som et reelt erverv, som gir grunnlag for tilbudsplikt. Verken rett til å bli eier som ikke kan anses som et reelt erverv eller avtale om plikt til å bli eier, vil utløse tilbudsplikt. § 4-1 fjerde ledd er ikke videreført i den nye verdipapirhandelloven som følge av adgangen til å gi nærmere regler av tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer.

Til slutt utløses tilbudsplikt dersom erverv av aksjer, eventuelt et reelt erverv, foretas av en konsolidert gruppe, jf. verdipapirhandelloven av 1997 §§ 4-5 første ledd og 1-4 nr. 5 gjengitt i pkt. 2.2 nedenfor.

Dersom en tilbyder eller en konsolidert gruppe passerer grensen for tilbudsplikt, skal det gis tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i målselskapet, jf. § 4-1 første ledd. Etter samme bestemmelse bortfaller tilbudsplikten dersom det foretas et nedsalg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9. Der det foreligger tilbudsplikt for én eller flere identifiserte parter, kan det for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktsgrensen, ikke utøves andre

¹ Oslo Børs har lagt til grunn at tilbudsplikt i unntakstilfeller kan inntreffe på avtaletidspunktet, for eksempel der det er betalt en kontrollpremie og tilbyder (erverver) og avhender blir enige om at avhender skal stemme i generalforsamling før ervervet er styregodkjent.

rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, jf. verdipapirhandelloven av 1997 § 4-8 fjerde ledd og 4-5 første ledd.

Tilbudsplikt vil i en og samme sak kunne utløses med grunnlag i flere av de nevnte bestemmelsene i kapittel 4. Det vises til pkt. 3.1 nedenfor for så vidt gjelder hensynene bak tilbudsplikten.

2.2 Konsolidering ved forpliktende samarbeid om bruk av eierrettigheter

Aksjer som eies eller erverves av en aksjeeiers nærstående, skal regnes likt med aksjeeierens aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven av 1997 § 4-5 første ledd som lyder:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4."

Bestemmelsen er videreført i vphl. § 6-1 første ledd. Etter verdipapirhandelloven av 1997 § 1-4 nr. 5 vil en aksjeeiers nærstående bl.a. være

"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"

I vphl. § 2-5 nr. 5, som viderefører nevnte bestemmelse, er det presisert at et samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres, vil kunne foranledige konsolidering. Det er i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) lagt til grunn at presiseringen ikke innebærer noen endring av gjeldende rett, jf. side 421 og pkt. 25.3.2.

Formålet med konsolideringsbestemmelsen er å likestille en aksjonær med andre personer som har en kvalifisert tilknytning til aksjonærer. For å vurdere om en aksjeeier og tredjepart skal konsolideres, må det avgjøres om aksjeeieren og tredjeparten har et forpliktende samarbeid. Det synes klart at vilkåret "forpliktende samarbeid" skal forstås som et krav om en gjensidig forståelse, jf. NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) pkt. 9.2.6. Et tilleggsvilkår er at forståelsen skal angå "bruk av rettigheter som eier", som i praksis vil si stemmerettsbeføyelser til aksjer. Det vises til nevnte forarbeider for den nærmere forståelsen og begrunnelsen for konsolideringsreglene.

Det foreligger en viss praksis fra børsklagenemnden knyttet til tilbudsplikt og konsolidering. Av særlig relevans i forbindelse med spørsmålet om tilbudsplikt med grunnlag i rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, er sakene 6 og 7/2006 der børsklagenemnden vurderte bruk av visse finansielle derivater (såkalte total return swap-avtaler, gjerne kalt "contract for difference" eller "CFD") i forhold til § 4-5. I begge sakene var det inngått avtaler som innebar at en avtalepart (kjøper av risikoen) ervervet den finansielle eksponeringen (positiv og negativ kursutvikling og eventuelt utbytte) i en underliggende børsnotert aksje fra en annen avtalepart (selger av risikoen) mot en rentebetaling. Avtalene var inngått for en gitt periode og et gitt antall aksjer, med en inngåelses- og innløsningskurs. I sakene konkludert nemnden med at en i utgangspunktet ren finansiell eksponering, også kan foranledige tilbudsplikt dersom partene til derivatkontrakten er innforstått med virkningen av avtalen.

Bakgrunnen for børsklagenemndens konklusjon i sakene 6 og 7/2006 var at selgeren av risikoen, i tråd med markedspraksis, vil erverve sikringsaksjer for å "hedge" sin eksponering. Sikringsaksjene vil for praktiske formål være "parkert" i avtaletiden, noe som medfører at kjøper av risikoens relative andel i målselskapet (selskapet det erverves

sikringsaksjer i) øker. I begge sakene ble derivatkontraktene inngått på et tidspunkt der hovedaksjonærens dominans var utfordret eller var i ferd med å bli utfordret av en tredjepart. Børsklagenemndens vedtak i sak 6/2006 er bestridt i ugyldighetssøksmål.

Det må vurderes konkret om en kortvarig gjensidig forståelse, eller inngåelse av en finansiell derivatkontrakt, er tilstrekkelig for å anse to parter som nærstående. Det er tilbudsmyndigheten som avgjør om to eller flere parter skal ses som én i forhold til reglene om tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-5 annet ledd.

3 Begrunnelse for utvidelse av tilbudspliktsreglene

3.1 Hensyn bak tilbudsplikten

Hovedformålet med tilbudspliktsreglene er likebehandling av aksjonærer. Tilbudsplikten skal bidra til at minoritetseiere gis del av premien som tilbyder betaler for aksjene som gjør at det oppnås faktisk kontroll. Videre skal minoritetseierne gis adgang til å revurdere sin investering, dersom en person eller konsolidert gruppe oppnår kontroll i selskapet. Tilbudspliktsreglene skal også hensynta behovet for strukturendringer i næringslivet. Det vises til Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 359 med videre henvisninger.

I norsk rett antas faktisk kontroll over noterte selskaper å foreligge ved eierskap av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene, jf. vphl. § 6-1 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 370. Normalt vil en tilbyder erverve kontroll i et notert selskap gjennom kjøp av selskapets aksjer. Kontroll kan imidlertid erverves eller forhindres på andre måter enn ved kjøp av aksjer, for eksempel som ledd av et forpliktende samarbeid eller gjennom andre finansielle instrumenter enn aksjer.

3.2 Rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer

Etter det Oslo Børs er kjent med har bruk av andre finansielle instrumenter enn aksjer som ledd av oppkjøp, eller for å hindre at en tredjepart får kontroll over et målselskap, økt den senere tid. Mest praktisk er inngåelse av total return swap-avtaler der en aksjonær (kjøper av risikoen) erverver en økonomisk eksponering i et målselskap gjennom avtale med en motpart (selger av risikoen), som igjen sikrer seg ved erverv av målselskapets aksjer. Transaksjonene bidrar til å øke den forholdsmessige innflytelsen til kjøperen av risikoen, og kan føre til at denne oppnår faktisk kontroll eller at en tredjepart ikke oppnår kontroll. Det vises til omtale av børsklagenemndens saker 6 og 7/2006 i pkt. 2.2 ovenfor.

Det kan anføres at erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer i notert selskap ikke bør utløse tilbudsplikt. Erverver vil i slike tilfeller ikke ha overtatt de vesentligste eierbeføyelsene til aksjene, og kan derfor ikke utøve den type kontroll som tradisjonelt har foranlediget tilbudsplikt etter norsk rett.² Det må likevel være klart at det kan utøves en betydelig innflytelse og erverves faktisk kontroll på andre måter enn gjennom erverv av aksjer. Selgeren av risikoen i en total return swap-avtale, som normalt vil være en bank eller et verdipapirforetak, vil gjennom sikringshandler

² I NOU 1996: 3 "Verdipapirhandel" drøftes det i pkt. 9.3.6 om kjøp av opsjon eller inngåelse av avtale om rettigheter til aksjer bør utløse tilbudsplikt. Det ble i utredningen og Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) "Om lov om verdipapirhandel" konkludert med at slike avtaler som hovedregel ikke bør foranledige tilbudsplikt, likevel slik at tilbudsplikt skal kunne legges av børsen ved reelle erverv, jf. verdipapirhandelloven av 1997 § 4-1 fjerde ledd.

(hedging) i målselskapets aksje være økonomisk nøytral og således uten incitament til å utøve sine eierbeføyelser. Det har formodningen mot seg at selgeren av risikoen vil avhende sine aksjer i avtaletiden, og den forholdsmessige innflytelsen til kjøperen av risikoen vil øke. Dersom selgeren av risikoen beslutter å stemme i målselskapets generalforsamling må det antas at selgeren har en incitament til å ikke stemme motsatt av kjøperen av risikoen, ettersom selgeren vil ønske å inngå nye forretninger med kjøperen. Også dette vil kunne føre til at kjøperen får faktisk kontroll.

All den tid faktisk kontroll i noterte selskap kan erverves gjennom rettigheter og andre interesser knyttet til selskapets aksjer, taler hensynet til likebehandling av aksjonærene for tilbudsplikt i slike situasjoner. I lys av nevnte praksis fra børsklagenemnden, markedsutviklingen og regelverksutviklingen i Storbritannia, jf. pkt. 4 nedenfor, anses det hensiktsmessig med en nærmere forskriftsregulering av tilbudsplikt som følge av erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer. Mer konkret bør erverv av visse former for finansiell eksponering i noterte selskap foranledige tilbudsplikt. En slik tilbudsplikt vil gjelde parallelt med tilbudsplikten som utløses ved erverv av aksjer og ved forpliktende samarbeid.

Det kan reises spørsmål om hvilken type finansiell eksponering som bør foranledige tilbudsplikt. Partene til en total return swap-avtale vil etter omstendighetene ses som én og utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelovens konsolideringsbestemmelser. Etter Oslo Børs' syn taler hensynet bak tilbudsplikten for at slike og visse andre avtaler bør utløse tilbudsplikt uten noen nærmere konsolideringsvurdering.

Kjøper av risikoen i en total return swap-avtale vil erverve en finansiell eksponering i målselskapets aksjer og oppnå en gevinst dersom prisen på aksjen stiger over referansekursen (kjøper vil ha en "long" finansiell eksponering). Motparten i avtalen (selger av risikoen) vil sikre sin posisjon ved å erverve et korresponderende antall underliggende aksjer, eventuelt ved å inngå en derivatforretning med en tredjepart. Tilsvarende vil kjøper av en kjøpsopsjon oppnå en gevinst dersom prisen på aksjen stiger over utøvelseskursen. Også kjøper av en kjøpsopsjon vil være "long", og også her vil motparten regelmessig erverve sikringsaksjer. Personer med slik "long" økonomisk eksponering vil som følge av sikringsaksjer ervervet av sine avtalemotparter, kunne oppnå faktisk kontroll eller hindre at andre parter oppnår kontroll i målselskapet. Personer som har en ren "short" finansiell eksponering vil ikke kunne oppnå faktisk kontroll eller hindre at andre oppnår kontroll. For eksempel vil utsteder av en kjøpsopsjon ikke ha noen innflytelse eller kontroll over målselskapet, med mindre vedkommende eier aksjer eller sikrer seg på annen måte. Etter Oslo Børs' vurdering bør rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer som medfører en finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom aksjekursen stiger, kunne utløse tilbudsplikt (tilsvarende vil det oppnås et tap eller unngås en gevinst dersom kursen synker). Slike personer vil ha samme finansielle eksponering i aksjen som en juridisk eier.

En regulering der kun total return swap-avtaler og kjøpsopsjoner utløses tilbudsplikt vil være meget lett å omgå gjennom bruk av andre finansielle instrumenter. For å redusere faren for omgåelsen bør virkeområdet til den nye reguleringen omfatte andre typer rettigheter og interesser knyttet til aksjer, for eksempel terminer og salgsopsjoner, jf. pkt. 5 nedenfor. Tilsvarende er lagt til grunn i Storbritannia, jf. pkt. 4 nedenfor.

Det kan hevdes at virkeområdet til tilbudsplikten vil bli for omfattende med en slik tilnærming. Tilbudsplikt vil likevel bare inntreffe der det erverves rettigheter eller andre interesser som, alene eller sammen med aksjer vedkommende eller nærstående eier, passerer terskelen på 33 % av stemmene i vphl. § 6-1. En forskriftsregulering av

tilbudspålt på bakgrunn av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer vil være forutsigbar og enkel å unngå. Virkeområdet til forslaget antas derved ikke å være for omfattende.

Det er i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) lagt til grunn at kontroll kan erverves eller forhindres gjennom rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, jf. side 426:

"Fjerde ledd er ny i forhold til gjeldende rett. Etter gjeldende rett likestilles erverv av aksjer med erverv av rett til å bli eier av aksjer, dersom erverv av rett til å bli eier må likestilles med reelt erverv av aksjene, jf. gjeldende vphl. § 4-1 fjerde ledd. Etter departementets vurdering er det grunn til å erstatte denne bestemmelsen med en generell hjemmel til å gi regler om at tilbudspålt skal utløses ved erverv av rettigheter til og/eller andre interesser i aksjer. Etter omstendighetene kan det erverves kontroll i et målselskap, eventuelt forhindres at en tredjepart erverver kontroll, uten at det erverves aksjer eller rett til aksjer som må likestilles med reelt erverv. Dette kan gjøres ved bruk av ulike finansielle instrumenter, som for eksempel forkjøpsretter, bytteavtaler, terminer, salgsopsjoner mv. Det kan reises spørsmål ved om – og i tilfelle under hvilke omstendigheter – slike avtaler bør kunne utløse tilbudspålt etter verdipapirhandelloven. Bruken av slike avtaler synes å ha økt i den senere tid. Etter omstendighetene vil erverv av slike rettigheter og/eller interesser også omfattes av de generelle konsolideringsbestemmelsene, men etter departementets vurdering kan det være hensiktsmessig å gi mer presise regler om dette i forskrift. Dette vil gi økt forutsigbarhet for aktørene i verdipapirmarkedet, samtidig som det legges til rette for en dynamisk rettsutvikling på et område hvor markedsutviklingen skjer raskt og det stadig utvikles nye instrumenter og handelsformer. Videre er det ikke uvanlig med slike regler i andre finansmarkeder det er naturlig å sammenligne seg med, herunder det engelske. Departementet foreslår derfor at det gis en lovhomeel til å gi en forskrift som nærmere presiserer når slike rettigheter til /eller interesser i aksjer skal kunne utløse tilbudspålt. I tillegg til å pålegge tilbudspålt i nærmere angitte situasjoner, gir hjemmelen kompetanse til å fastsette nærmere regler om slik tilbudspålt. Et av mange spørsmål som må vurderes i forbindelse med en eventuell forskrift, er om aksjer og rettigheter til aksjer skal aggregeres, herunder om nærstående beholdning skal regnes med. Videre kan forskriften angi hva som skal regnes som rettigheter til og/eller interesse i aksjer. Begrepet rettigheter til aksjer må forstås vidt, og omfatter for eksempel derivater med finansielt oppgjør der målselskapets aksjers erverves som sikring av en tredjepart, og rett til å tre inn i en aksjesalgsavtale, eventuelt rett til å utpeke en tredjepart som erverver. Inntil eventuell ny forskrift er på plass, tas det sikte på å videreføre gjeldende bestemmelse i vphl. § 4-1 fjerde ledd og beslutte utsatt ikrafttredelse av § 6-1 fjerde ledd, jf. lovforslaget § 18-1. Departementet tar sikte på å gjennomføre en alminnelig høring av eventuelle forslag til forskrift med hjemmel i denne bestemmelsen."

En forskrift om tilbudspålt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer vil gi økt forutsigbarhet for markedsaktørene i forhold til dagens konsolideringsbestemmelser. Det vises til pkt. 5 nedenfor for en nærmere gjennomgang av hensynene bak tilbudspålt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, samt i hvilke situasjoner og ved bruk av hvilke finansielle instrumenter tilbudspålt bør inntreffe.

4 The Takeover Code i Storbritannia

4.1 Grunnlag for tilbudsplikt

Tilbudsplikt etter The Takeover Code har tradisjonelt blitt utløst ved erverv av aksjer. I 2006 ble reglene endret og etter gjeldende Takeover Code inntreffer tilbudsplikt ved erverv av interesse i aksjer ("interests in shares"), jf. regel 9 som lyder: ^{3 4}

"9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT

Except with the consent of the Panel, when:—

(a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or

(b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested,

such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.

An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights."

Det følger av regel 9.1 litra a) at person som erverver en interesse i aksjer som, sammen med aksjer som nærstående har en interesse i, representerer ("carry") 30 % eller mer av

³ The Takeover Panel utgav tre konsultasjonsdokumenter i forbindelse med utvidelsen av reglene (PCP 2005/1, PCP 2005/2 og PCP 2005/3), se: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk> der også The Takeover Code finnes.

⁴ De nye reglene ble evaluert av The Takeover Panel og funnet hensiktsmessige, jf. konklusjonen fra 2007-review pkt. 4 som lyder: "... On 20 May 2006, the mandatory bid rule (Rule 9) was amended so as to provide that long derivative and option interests should be taken into account in addition to shareholdings. In addition, the restrictions on acquisitions in the 30% to 50% band under Rule 5.1, and the offer price setting provisions of Rules 6, 9.5 and 11, were amended to take account of dealings in derivatives and options...A small number of technical issues have arisen under the new control issues rules, but these have not caused any material difficulties in the cases concerned... Few respondents made comments on the new control issues rules. 15 respondents declared themselves to be in favour of these rules and no significant objections were received. The Code Committee consider that the adoption of the new control issues rules was sound and that it has achieved its objective without imposing undue burdens or constraints on the market. Accordingly, it has concluded that no changes to these rules should be proposed."

stemmene i et notert selskap, plikter å fremsette et "mandatory offer". Gjentatt tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv der person har interesse i aksjer som representerer mellom 30 % og 50 % av stemmene følger av regel 9.1 litra b). Dersom kontroll i et målselskap er oppnådd gjennom et frivillig tilbud fremsatt i samsvar med The Takeover Code, fritas vedkommende fra tilbudsplikten, jf. regel 9.1 siste avsnitt. Veiledning for forståelse av regel 9 er gitt i såkalte "notes".

4.2 Nærmere om "interests in securities"

Kontroll er i The Takeover Code definert som følger:

"Control

Control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (as defined below) of a company, irrespective of whether such interest or interests give de facto control."

Som det fremgår er kontroll angitt å være en interesse i aksjer som representerer 30 % eller mer av stemmene i et selskap. Interesse i verdipapirer ("securities", herunder aksjer) er definert som følger:

"Interests in securities

This definition and its Notes apply equally to references to interests in shares and interests in relevant securities.

A person who has long economic exposure, whether absolute or conditional, to changes in the price of securities will be treated as interested in those securities. A person who only has a short position in securities will not be treated as interested in those securities.

In particular, a person will be treated as having an interest in securities if:-

(1) he owns them;

(2) he has the right (whether conditional or absolute) to exercise or direct the exercise of the voting rights attaching to them or has general control of them;

(3) by virtue of any agreement to purchase, option or derivative he:

(a) has the right or option to acquire them or call for their delivery; or

(b) is under an obligation to take delivery of them,

whether the right, option or obligation is conditional or absolute and whether it is in the money or otherwise; or

(4) he is party to any derivative:

(a) whose value is determined by reference to their price; and

*(b) which results, or may result, in his having a long position in them;
and*

(5) in the case of Rule 5 only, he has received an irrevocable commitment in respect of them."

Etter definisjonens første ledd skal en person som har en ubetinget eller betinget "long economic exposure" i endringer i prisen, anses å ha en interesse i aksjen. En person som utelukkende har en "short position" anses ikke som å ha en interesse i aksjen. Oslo Børs forstår definisjonens generelle utgangspunkt slik at personer som oppnår en gevinst eller unngår et tap på at kursen stiger vil være "long" og ha en interesse i aksjen (tilsvarende vil det oppnås et tap eller unngås en gevinst dersom kursen synker).⁵ Personer som kun oppnår en gevinst eller unngår et tap dersom kursen synker vil være "short" og ikke ha en interesse i aksjen. Utgangspunktet kan illustreres som følger:

- En eier av en aksje vil være "long" og oppnå en gevinst dersom kursen på aksjen stiger.
- En person som har solgt en aksje vedkommende ikke eier vil være "short" og oppnå en gevinst dersom kursen på aksjen synker.
- I en kjøpsopsjon vil rettighetshaver (kjøper av retten) være "long" og oppnå en gevinst dersom aksjekursen stiger (vedkommende kan kjøpe aksjer til under markedspris, og så selge). Utsteder av kjøpsopsjonen, som er forpliktet til å levere aksjen, vil være "short" og oppnå en gevinst (dvs. unngå et tap) på at aksjekursen synker (opsjonen vil ikke bli benyttet).
- I en salgsopsjon vil rettighetshaver (kjøper av retten) være "short" og oppnå en gevinst dersom aksjekursen synker (aksjen vil kreves levert og så bli solgt i markedet). Utsteder av salgsopsjonen, som er forpliktet til å erverve aksjen, vil være "long" og oppnå en gevinst (dvs. unngå et tap) på at aksjekursen stiger (opsjonen vil ikke bli benyttet).

Definisjonen angir i pkt. 1 – 5 nærmere hvem som uansett ("in particular") skal anses å ha "interest in securities". For det første skal eier av en aksje anses å ha slik interesse. Videre skal en fullmektig anses å ha interesse i en aksje, forutsatt at fullmakten ikke er avgitt i forbindelse med en særskilt generalforsamling, jf. "notes" om "proxies". For det tredje skal part til kjøps- derivat- eller opsjonsavtale anses som interessert, dersom vedkommende har rett/adgang til å erverve aksjen, eller vedkommende er forpliktet til å erverve aksjen. Vedkommende anses å ha en interesse uavhengig av om retten/forpliktelsen er betinget eller "in the money". Part til derivatavtale hvis verdi avhenger av aksjen og som medfører en "long position" anses også som å ha en interesse. Det er til slutt i definisjonen angitt særskilt hvem som anses å ha en interesse i forbindelse med regel 5 som omhandler "Timing restrictions on acquisitions".

Det er i "notes" til definisjonen gitt veiledning for forståelsen av "interests in securities". Det vises til pkt. 5 nedenfor.

⁵ Se f. eks PCP 2005/2 pkt. 6.11.

5 Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer i notert selskap

5.1 Innledning

Det er i forslaget til forskrift lagt til grunn at virkeområdet til de norske tilbudsppliktsreglene utvides, og at dette langt på vei blir det samme som i Storbritannia. Norge vil med dette ha konkurransedyktige tilbudsppliktsbestemmelser, der det er lagt stor vekt på hensynet til likebehandling av aksjonærer i noterte selskap. Dette er viktig av hensyn til det høye antallet fjernmedlemmer og utenlandske investorer på Oslo Børs.

Forslaget antas å øke forutsigbarheten for markedsaktørene uten å medføre u hensiktsmessige hindringer for strukturendringer i næringslivet. Samtidig synes det klart at hovedaksjonærer i fremtiden vil måtte avstå fra enkelte transaksjoner, for eksempel kjøp av kjøpsopsjoner, dersom de ønsker å unngå tilbudsplikt.

Dersom en tilbyder utløser tilbudsplikt med grunnlag i en rettighet eller interesse knyttet til aksjer, vil de alminnelige bestemmelsene i vphl. kapittel 6 om utarbeidelse av tilbudsdokument, godkjenning av tilbudet og tilbudsprisen, nedsalgsrett mv. komme til anvendelse, jf. pkt. 6 nedenfor. Det er i forslaget presisert at tilbudsplikten gjelder på konsolidert basis, samt at tilbudsplikten også inntreffer etter vphl. § 6-6.

Tilbudsplikt vil i ett og samme tilfelle kunne utløses med grunnlag i flere av verdipapirhandellovens bestemmelser. Mest praktisk vil bruk av visse finansielle instrumenter både kunne foranledige tilbudsplikt etter konsolideringsbestemmelsene og etter forslaget til forskrift. Også etter gjeldende rett vil tilbudsplikt i et og samme tilfelle kunne utløses med grunnlag i flere bestemmelser.

5.2 Forslag til forskriftsbestemmelser

Det foreslås følgende bestemmelser om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer:

(1) Den som erverver rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer som, alene eller sammen med aksjer vedkommende eier, representerer 1/3 eller mer 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.

(2) Med rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer i første ledd menes finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger, herunder:

1. terminer,
2. kjøps- og salgsoptionsjoner og tilsvarende rettigheter på utstedte aksjer,
3. andre derivater med notert selskaps aksje som underliggende som medføre eller vil kunne medføre finansiell eksponering som nevnt.

(3) Annet ledd omfatter ikke:

1. avtale om erverv av aksjer betinget av myndighetstillatelse,
2. finansiell eksponering der det kun vil oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje synker.

(4) Verdipapirhandelloven § 6-6 gjelder tilsvarende.

(5) Like med vedkommendes rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, regnes nærstående aksjer og rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, jf. verdipapirhandelloven § 6-5.

(6) Tilbudsmyndigheten etter verdipapirhandelloven § 6-4 kan i særlige tilfeller fritta fra tilbudsplikt etter første og fjerde ledd, herunder avgjøre spørsmål som oppstår i forbindelse med konkurransemyndighetenes vurdering av tilbudet eller gjennomføringen av dette.

Forslaget er kommentert i pkt. 5.3 nedenfor.

5.3 Kommentarer til forslaget

5.3.1 Virkeområde mv.

I forslagets første ledd heter det at den som "erhverver" rettigheter eller andre interesser, vil kunne utløse tilbudsplikt. Begrepet "erhverver" må forstås i tråd med vphl. § 6-1 første ledd og alminnelige avtalerettslige regler, jf. unntakene i § 6-2. I normaltilfellene vil det være mest naturlig å si at en person med finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger, har ervervet denne. Der en person for eksempel utsteder en salgsopsjon, og således påtar seg slik finansiell eksponering, kan det synes mindre naturlig å anse dette som et erverv. All den tid rettighet og annet interesse er definert som en finansiell eksponering som nevnt, vil likevel utsteder av salgretten ha foretatt et "erverv".

Forslaget medfører at en person som ikke er eier av notert selskaps aksjer vil kunne utløse tilbudsplikt. Det vil bare være personer med betydelige interesser i et målselskap som vil komme i tilbudsplikt, og det er ikke foreslått endringer i nedsalgsretten. En tilbudspliktig vil derved ha adgang til å avvikle situasjonen som medførte tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-9. Avtale som medfører tilbudsplikt skal straks meldes til tilbudsmyndigheten, jf. vphl. § 6-8 første ledd.

Den som erverver en rettighet eller interesse vil måtte aggregere denne med aksjer vedkommende eier, jf. forslagets første ledd. En type rettighet eller interesse kan endrer seg uten at størrelsen på beholdningen endres (f. eks der en person erverver aksjer ved utøvelse av en kjøpsopsjon). I slike tilfeller utløses ikke tilbudsplikt etter forslaget. Dersom innhaver av en rettighet eller interesse har et forpliktende samarbeid med en annen aksjonær, eventuelt med annen person som også har en rettighet eller interesse, skal disse posisjonene ses under ett, jf. femte ledd og vphl. § 6-5.

Det er kun erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer som representerer stemmer i notert selskap som er omfattet av forslaget. En rettighet eller interesse knyttet til stemmeløse aksjer skal ikke medregnes i tilbyders beholdning. Et pliktig tilbud skal omfatte også stemmeløse aksje, jf. vphl. § 6-10 annet ledd.

5.3.2 Rettigheter eller andre interesser

Annet ledd i forslaget definerer rettigheter og andre interesser nærmere. Med rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer menes finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger (tilsvarende vil det oppnås et tap eller unngås en gevinst dersom kursen synker). Der en

person kun har en finansiell eksponering som innebærer at det oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom aksjekursen synker, anses ikke som en rettighet eller annen interesse, jf. presiseringen i tredje ledd nr. 2. En finansiell eksponering som nevnt vil regnes som en rettighet eller annen interesse knyttet til en aksje selv om den er betinget eller "out of the money". Tilsvarende er lagt til grunn i Storbritannia, jf. pkt. 4.2 ovenfor.

En person som eier aksjer i et notert selskap skal alltid regne disse til sin beholdning, uavhengig av om vedkommende har disponert over disse (for eksempel solgt på termin), jf. vphl. § 6-1 første ledd og forslagetets første ledd. Således skal som hovedregel en persons bruttoposisjon legges til grunn ved vurdering av om tilbudsplikten inntreffer. Det er foreslått en dispensasjonsadgang for tilbudsmyndigheten i bestemmelsens sjette ledd for de tilfeller der en nettobetraktning fremstår som mest rimelig. Adgangen forutsettes brukt kun i unntakstilfeller, jf. nedenfor.

Det følger av ovennevnte at aksjer som er lånt ut skal regnes til långivers beholdning. Långiver er eier av aksjene, og må sies å kontrollere disse, selv om de økonomiske og organisatoriske rettighetene til aksjene i en periode vil ha gått over på låntaker. Det kan reises spørsmål om også låntaker skal regne aksjene til sin beholdning. Låntaker er ikke juridisk eier, men vil innføres i aksjeeierregisteret og således fremstå med rett til å stemme i generalforsamling. En låntaker vil ikke ha samme finansielle eksponering som eieren av aksjene. En tilbyder vil imidlertid kunne øke sin forholdsmessige innflytelse og erverve kontroll gjennom lån av aksjer. Etter vphl. § 4-2 fjerde ledd om flagging, skal låntaker regne lånte aksjer til sin beholdning. Oslo Børs legger til grunn at aksjer som er innlånt skal regnes til låntakers beholdning med mindre aksjene er lånt videre eller solgt. Også her vil imidlertid dispensasjonsadgangen til tilbudsmyndigheten etter forslagetets sjette ledd kunne bli aktuell. Tilsvarende betraktning synes å være lagt til grunn i Storbritannia, jf. note 17 til regel 9.1.

Definisjonen i annet ledd angir nærmere noen typer finansielle instrumenter som alltid skal anses som rettigheter eller andre interesser. For det første vil en termin utgjøre slik rettighet/interesse. En person som erverver aksjer på termin skal derved regne disse aksjene til sin beholdning. Terminselger vil fortsatt være juridisk eier av aksjene, og skal også regne aksjene til sin beholdning. I teorien kan en slik bruttobetraktningen føre til at to ikke-konsoliderte parter plikter å fremsette et pliktig tilbud (terminselger må rimeligvis erverve en aksje eller rettighet eller annen interesse, eventuelt inngå et forpliktende samarbeid). Dersom en slik situasjon oppstår må tilbudsmyndigheten vurdere dispensasjonsadgangen etter forslagetets sjette ledd.

Rettigheter og andre interesser er videre angitt å være kjøps- og salgsopsjoner og tilsvarende rettigheter på utstedte aksjer. Opsjoner mv. der underliggende ikke er utstedt, skal rimeligvis ikke anses som en rettighet eller annen interesse i et notert selskap. Det kan anføres at innhaver av tegningsretter, konvertible lån mv. har en "latent" innflytelse som burde medregnes, især der innhaver kan velge utøvelsestidspunkt. Innhaver vil imidlertid ikke ha noen direkte innflytelse over målselskapet og det vil ikke finnes noen motpart som sikrer sin posisjon. Beregningen av om tilbudsterskelen er passert vil dessuten kunne bli komplisert dersom rettigheter knyttet til ikke-utstedte aksjer skulle medregnes. Det legges til grunn at innehaver av tegningsretter, konvertible lån mv. ikke behøver å aggregere disse med egne og nærstående aksjer eller rettigheter/interesser (inntil tegning, konvertering mv. finner sted). Tilsvarende er lagt til grunn i Storbritannia, jf. note 10 til regel 9.1.

Til slutt i annet ledd er "andre derivater med notert selskaps aksje som underliggende som medføre eller vil kunne medføre finansiell eksponering som nevnt", angitt som en

rettighet eller annen interesse. Et slikt annet derivat vil typisk være en total return swap-avtale. Derivater er definert i vphl. § 2-2 femte ledd:

"Med derivater menes

- 1. opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter,*
- 2. vaderivater,*
- 3. kredittderivater,*
- 4. finansielle differansekontrakter,*
- 5. andre instrumenter som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter."*

Definisjonen er ytterligere utdypet i verdipapirforskriften av 29. juni 2007 § 15-1 som gjennomfører EUs forordning nr. 1287/2006 (MiFID-forordningen) i norsk rett. En rekke av derivatene i vphl. § 2-2 femte ledd og verdipapirforskriften vil ikke ha notert selskaps aksje som underliggende. Derivater med notert selskaps underliggende som gir innhaver en finansiell eksponering som nevnt, vil i utgangspunktet utgjøre en rettighet eller annen interesse knyttet til aksje, uavhengig av dets betingelser og oppgjørsform. Der det inngås derivatforretninger, men det ikke erverves sikringsaksjer, må det vurderes om dispensasjonsbestemmelsen i forslagetets sjette ledd skal benyttes. Viktige momenter i tilbudsmyndighetens vurdering vil være den finansielle eksponeringen til tilbyder, omgåelsesbetraktninger og om forretningen er egnet til å gi vedkommende innflytelse eller kontroll over målselskapet.

5.3.3 Unntak for erverv betinget av myndighetstillatelse

En tilbyder kan i forbindelse med et oppkjøp innhente forhåndsaksepter fra målselskapets aksjonærer om salg av deres aksjer. Normal vil det hefte forbehold til slike forhåndsaksepter, for eksempel at tilbyder skal oppnå en viss akseptgrad, at myndighetsgodkjennelser vil bli gitt eller at nærmere undersøkelser av målselskapet vil bli gjennomført. Inntil slike forbehold er innfridd, er det lagt til grunn at tilbudsplikt ikke utløses, med mindre reglene om "reelt erverv" i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-1 fjerde ledd er aktuelle. En tilbyder som erverver forhåndsaksepter av et visst omfang antas å måtte flagge disse etter vphl. § 4-2.

Der det fremsettes et tilbud som kan medføre at tilbyder blir eier av mer enn 33 % av aksjene i målselskapet, skal det fremsettes et frivillig tilbud, jf. vphl. § 6-19.⁶ Det er vanlig at forhåndsaksepter innhentes i forbindelse med frivillige tilbud. Ofte vil tilbyder betinge seg retten til å løfte forbeholdene, selv om disse ikke er innfridd. I realiteten kan en tilbyder gjennom forhåndsaksepter oppnå faktisk kontroll over målselskapet. All den tid erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer er foreslått å utløse tilbudsplikt, kan det anføres at forhåndsaksepter bør medregnes i tilbyders beholdning. En forhåndsaksept der tilbyder kan løfte forbeholdene utgjør således noe mer enn for eksempel utstedelse av en salgsopsjon der kjøper er rettighetshaver.

Terskelen for strukturendringer i næringslivet senkes formentlig ved at forhåndsaksepter ikke utløser tilbudsplikt. Fra andre rettsområder finnes det eksempler på at avtaler om erverv ikke medregnes dersom ervervet er betinget av en myndighetstillatelse. Finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 inneholder regler om erverv av eierandeler i

⁶ Terskelen er 40 % etter verdipapirhandelloven av 1997.

finansinstitusjoner.⁷ Etter bestemmelsens første ledd skal erverv av eierandel på 10 % eller mer av kapitalen eller stemmene i en finansinstitusjon, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse på institusjonen, godkjennes. Det er gitt regler om beregning av eierandel i § 2-2 tredje og fjerde ledd:

”Den samlede eierandel til en eier beregnes ut fra de eierandeler denne eier og i tillegg:

- a) eierandeler som denne etter avtale har rett til å erverve på eget initiativ,*
- b) eierandeler som denne etter avtale har rett til å utøve stemmerett for, unntatt stemmerettsfullmakt som nevnt i aksjeloven § 5-2 og allmennaksjeloven § 5-2 når det ikke er gitt vederlag for fullmakten, og*
- c) eierandeler som en person som omfattes av § 2-6 eier eller har rett til å erverve eller utøve stemmeretten for.*

Ved beregning av eierandeler som nevnt i annet ledd inkluderes ikke avtale om erverv betinget av tillatelse etter finanslovgivningen, med mindre avtalen innebærer at:

- a) eierne gis rett til vederlag på mer enn 5 prosent av markedsverdien av aksjene på tilbudstidspunktet,*
- b) eierne gis rett til lån fra tilbyderer, eller*
- c) eiernes rett til å utøve stemmerettigheter knyttet til aksjene begrenses.”*

Reglene i finansieringsvirksomhetsloven skal sikre en forhåndskontroll av aktuelle eiere, jf. Ot.prp. nr. 50 (2002-2003) pkt. 7.4.3. Bakgrunnen for unntaket for avtaler om erverv betinget av myndighetstillatelse, er at det vil bero på forhold utenfor erververs kontroll om ervervet vil kunne gjennomføres eller ikke.

Det vil gi liten konsekvens i regelverket å unnta forhåndsaksepter som sådan fra forslaget om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer. En tilbyder som har betinget seg adgang til å løfte vilkårene knyttet til forhåndsakseptene vil ha samme finansiell eksponering i aksjen som eieren, og kunne utøve kontroll eller hindre at andre oppnår kontroll i målselskapet. Samtidig synes det klart at tilbydere kan ha et legitimt behov for å kunne benytte forhåndsaksepter i forbindelse med oppkjøp av virksomheter. Særlig synes dette hensynet å gjøre seg gjeldende i forbindelse med overdragelser som krever myndighetsgodkjenning. Innhenting av myndighetstillatelse kan ta lang tid, og det kan fremstå som urimelig at en tilbyder må fremsette et pliktig tilbud før det er klart om myndighetene vil godkjenne ervervet.

Finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 fjerde ledd unntar på nærmere vilkår avtaler om erverv som er betinget av tillatelse etter finanslovgivningen. Hensynet bak bestemmelsen er ikke nødvendigvis det samme som etter oppkjøpsreglene. Oslo Børs antar likevel at en lignende unntak bør inntas i forskriften om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer. Det er ikke åpenbart hva som skal være den nærmere rekkevidden av unntaket. I finansieringsvirksomhetsloven er avtaler om betingede erverv som medfører at eieren (selgeren) mottar mer enn et visst vederlag,

⁷ Se vphl. § 9-10 om erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon.

lån eller at stemmeretten begrenses, ikke del av unntaket, jf. omtalen i Ot.prp. nr. 50 (2002-2003) omtaler i pkt. 7.4.3:

Etter departementets vurdering er det imidlertid behov for å regulere adgangen til å benytte forhåndsaksepter særskilt. Det vises i den anledning til at Banklovkommisjonen i NOU 1998: 14 foreslo nærmere vilkår for innhenting av slike forhåndsaksepter. Etter forslaget skal det ikke kunne innhentes forhåndsaksept dersom eierne har rett til vederlag på mer enn 5 prosent av markedsverdien av aksjene som omfattes av tilbudet på tilbudstidspunktet. Banklovkommisjonen la bl.a. vekt på at et såpass lavt vederlag vil medføre at «...presset på konsesjonsmyndigheten til å fatte en beslutning i samsvar med oppkjøpers ønske blir mindre enn tidligere.» Videre skal ikke forhåndsaksept gi eierne rett til lån fra tilbyderer, slik at kapital bundet til verdipapirene helt eller delvis frigjøres. For det tredje foreslås at tilbyderer ikke skal få fullmakt eller andre rettigheter vedrørende stemmeretten knyttet til verdipapirene. Kommisjonens forslag er nærmere omtalt i NOU 1998: 14 side 110-111. Det fremkom ingen vesentlige innvendinger mot Banklovkommisjonens forslag på dette punktet under høringsrunden.

Etter departementets syn er det viktig å begrense de økonomiske bindinger mellom erverver og potensielle avhendere forut for myndighetenes eventuelle samtykke. I motsatt fall vil det kunne oppstå et uheldig press mot konsesjonsmyndighetene i retning av å vektlegge slike utenforliggende forhold i konsesjonsbehandlingen. Videre er det viktig at stemmerettighetene til de aktuelle aksjene kan benyttes av en potensiell avhender på fritt grunnlag frem til eventuelt samtykke gis. Departementet slutter seg derfor i hovedsak til Banklovkommisjonens forslag til regulering av forhåndsaksepter. Etter Banklovkommisjonens forslag ville en imidlertid bare avskjære den som fremsetter oppkjøpstilbudet fra selv å overta stemmerettighetene. Etter departementets syn bør den som fremsetter oppkjøpstilbudet heller ikke ha anledning til å avskjære avhender fra selv å utøve stemmerettigheter forut for myndighetenes eventuelle samtykke. Slik passivisering av stemmerettigheter vil etter omstendighetene kunne gi erverver uforholdsmessig stor innflytelse på institusjonen i perioden forut for at eventuelt samtykke gis. Departementet vil derfor foreslå å lovfeste at oppkjøpstilbudet ikke på noen måte skal begrense utøvelsen av stemmerettigheter knyttet til aksjen.

Hensynene som begrunner kvalifiseringen av forhåndsakseptene vil i sin alminnelighet ikke veie like tungt som i forbindelse med erverv av kvalifisert eierandel i finansinstitusjoner. Det er ikke veldig praktisk at eierne av aksjer som "forhåndsselges" i forbindelse med et "ordinært" oppkjøp mottar noe vederlag før forbeholdene løftes og tilbudsperioden utløper. Snarere er det ikke uvanlig at eierne mottar en rentekompensasjon for den perioden aksjene er båndlagt og det ikke er klart om det blir noen handel. Det er heller ikke vanlig at eiernes organisatoriske rettigheter overføres til tilbyder. Dersom det foreligger en gjensidig forståelse mellom tilbyder og eier om hvordan rettighetene knyttet til aksjene skal benyttes, vil bestemmelsene om konsolidering kunne bli aktuelle. Oslo Børs antar at det ikke er nødvendig å kvalifisere et unntak for myndighetsbetingede erverv nærmere.

Det foreslås at avtale om erverv av aksjer som er betinget av myndighetstillatelse ikke skal anses som en rettighet eller annen interesse knyttet til aksjer, jf. forslagets tredje ledd. Unntaket åpner for videreføring av gjeldende praksis knyttet til forhåndsaksepter med forbehold for myndighetsgodkjenning. Det vises til pkt. 5.3.4 for så vidt gjelder reglene om foretakssammenslutninger i konkurranseloven. Avtaler om erverv av aksjer

som ikke inneholder betingelse som nevnt, men andre vilkår (for eksempel om akseptgrad), vil ikke omfattes av unntaket og således utgjøre en rettighet eller interesse.

Det vil bero på alminnelige avtalerettslige regler å avgjøre om sonderinger mellom en tilbyder og en aksjonær utgjør et erverv av eller en avtale om rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer. Unntaket i forslaget tredje ledd vil ikke komme til anvendelse i omgåelsestilfeller. For ordens skyld presiseres det at en avtale om erverv av aksjer betinget av myndighetstillatelse ikke medfører at tilbyder har blitt eier. Tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 vil derved heller ikke være aktuelt.

5.3.4 Forholdet til konkurranselovgivningen

Foretakssammenslutninger, det vil si fusjon mellom norske foretak⁸ og erverv av kontroll i norske foretak, samt visse erverv av andel i norske foretak som ikke fører til kontroll (minoritetserverv), skal på nærmere vurderes av Konkurransetilsynet, jf. konkurranseloven § 16 første og annet ledd:

"Konkurransetilsynet skal gripe inn mot en foretakssammenslutning dersom tilsynet finner at den vil føre til eller forsterke en vesentlig begrensning av konkurransen i strid med lovens formål.

Konkurransetilsynet skal på samme vilkår som etter første ledd, gripe inn mot erverv av andeler i et foretak selv om ervervet ikke fører til kontroll. Er ervervet gjennomført ved trinnvis oppkjøp, kan det gripes inn overfor de transaksjoner som har funnet sted innenfor en periode på to år regnet fra tidspunktet for det siste ervervet."

Konkurransetilsynet kan forby og gi pålegg ved fusjoner og erverv dersom disse vil føre til eller forsterke en vesentlig begrensning av konkurransen, jf. konkurranseloven § 16 tredje ledd. Etter bestemmelsens fjerde ledd skal inngrep ikke finne sted dersom det foreligger et velfungerende nordisk eller europeisk marked og foretakssammenslutningen eller ervervet etter annet ledd heller ikke virker negativt for norske kunder.

En foretakssammenslutning vil for det første være en fusjon, jf. konkurranseloven § 17 første ledd. Erverv av vederlagsaksjer ved fusjon (på aksjonærnivå) utløser ikke tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-2 første ledd nr. 3.⁹ Foretakssammenslutninger er videre angitt som direkte eller indirekte, helt eller delvis, varig overtakelse av kontroll i ett annet norsk foretak, jf. konkurranseloven § 17 annet ledd, og tredje ledd som lyder:

"Kontroll oppnås gjennom rettigheter, avtaler eller andre midler som enkeltvis eller sammen, de faktiske eller juridiske forhold tatt i betraktning, gir mulighet til å utøve avgjørende innflytelse over et foretaks virksomhet, særlig

a) eiendomsrett eller bruksrett til et foretaks samlede aktiva eller deler av dem,

b) rettigheter eller avtaler som gir avgjørende innflytelse over et foretaks organer med hensyn til deres sammensetning, stemmegivning eller beslutninger."

Det er gitt veiledning for forståelse av konkurranselovens kontrollbegrep, jf. www.konkurransetilsynet.no med henvisninger til blant annet EU-kommisjonens meddelelse om fusjonsbegrepet. Oslo Børs forstår veiledningen slik at en ren finansiell

⁸ Se konkurranseloven §§ 2 og 5 for definisjonen av foretak, i notatet her omtalt som "norske foretak".

⁹ Motsatt der to selskaper som begge eier aksjer i et tredje børsnotert selskap, fusjonerer.

eksponering (for eksempel en kjøpt kjøpsopsjon) i utgangspunktet ikke vil medføre kontroll, likevel slik at denne skal inngå i en totalvurdering.¹⁰ Det er i veiledningen presisert at det konkurransemessige kontrollbegrepet ikke nødvendigvis er det samme som etter annen lovgivningen.

Konkurranseloven med forskrifter har regler om alminnelig melding (fase 1) og fullstendig melding (fase 2) som skal gi Konkurransetilsynet faktisk grunnlag for å vurdere foretakssammenslutninger, jf. § 18 og forskrift av 28. april 2004 nr. 673.¹¹ Etter § 18 første ledd skal alminnelig melding om foretakssammenslutning gis senest når endelig avtale er inngått eller kontroll overtatt. Der det er gitt alminnelig melding, men ennå ikke gitt pålegg om fullstendig melding, kan foretakssammenslutningen gjennomføres på foretakenes risiko, jf. konkurranseloven § 20. Det samme gjelder for minoritetsserv. En foretakssammenslutning der det er gitt pålegg om fullstendig melding (fase 2), skal i utgangspunktet ikke gjennomføres.

Reglene om foretakssammenslutninger i konkurranseloven gjelder med de begrensninger som følger EØS-konkurranseloven § 7a og forskrifter gitt i medhold av EØS-konkurranseloven, jf. § 21a og nedenfor. Store foretakssammenslutninger er omfattet av EØS-avtalen art. 57 som gjennomfører EUs fusjonsforordning (nr. 4064/89) i norsk rett. Det er ESA og EU-kommisjonen som er kompetente myndigheter i slike foretakssammenslutninger.

Etter gjeldende rett vil som utgangspunkt meldeplikt til Konkurransetilsynet inntre før tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven. Etter forslaget til bestemmelser om erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, som medfører at tilbudsplikt vil kunne inntre på et tidligere tidspunkt enn etter gjeldende rett, vil tilbudsplikt kunne inntre før varslingsplikten ved foretakssammenslutninger. Erverv av finansiell eksponering som nevnt i forslaget vil trolig sjelden medføre kontroll etter konkurranseloven § 17 annet ledd, men unntak kan tenkes. Under enhver omstendighet vil ikke et pliktig tilbud (der det er gitt pålegg om fullstendig melding) kunne gjennomføres uten risiko for inngrep fra konkurransemyndighetene, jf. konkurranseloven § 19. Forholdet mellom de to regelsettene bør derfor reguleres nærmere.

Det må være klart at tilbudsplikten som følger av forslaget ikke kan oppheves der et erverv av rettighet eller annet interesse, eventuelt den nærmere gjennomføringen av tilbudet, omfattes av reglene om foretakssammenslutninger i konkurranseloven. Et slikt virkeområde ville gjort tilbudsplikten upraktisk. Hovedregelen er at alle foretakssammenslutninger skal vurderes av Konkurransetilsynet, og det er kun gitt unntak for tilfeller der de involverte foretakene samlet har en årlig omsetning i Norge på under 50 millioner kroner eller tilfeller der bare ett av de involverte foretakene har en årlig omsetning i Norge på over 20 millioner kroner, jf. forskrift om melding om foretakssammenslutninger § 2. Etter The Takeover Code opphører ikke tilbudsplikten der et oppkjøp skal vurderes av konkurransemyndighetene.

Det kan reises spørsmål om den nærmere gjennomføringen av et pliktig tilbud bør utestå inntil forholdet til konkurranselovgivningen er avklart. Etter reglene om foretakssammenslutninger skal i utgangspunktet ethvert erverv av varig kontroll i norske foretak meldes (fase 1). Konkurransetilsynet kan pålegge fullstendig melding (fase 2). Et slikt pålegg kan ikke gis senere enn 15 virkedager etter at Konkurransetilsynet har mottatt alminnelig melding eller 3 måneder etter endelig avtale om minoritetsserv. (som kan varsles frivillig), jf. konkurranseloven § 18 tredje ledd. Varsel om at inngrep vil

¹⁰ Jf. EU-kommisjonens meddelelse for eksempel pkt. 9.

¹¹ Det er kun foretakssammenslutninger av en viss størrelse som skal meldes, jf. forskriften § 2 og nedenfor.

kunne bli aktuelt må gis av Konkurransetilsynet innen 25 dager etter at den fullstendige meldingen er mottatt, jf. § 20 annet ledd. Begrunnet forslag til vedtak må foreligge innen 70 virkedager, jf. § 20 tredje ledd. Etter det Oslo Børs forstår mottar Konkurransetilsynet flere hunder meldinger om foretakssammenslutninger i året. Det gis pålegg om fullstendig melding (fase 2) i kun et fåtall av sammenslutningene som meldes. De fleste sakene der det er gitt fullstendig melding, ender ikke i pålegg fra Konkurransetilsynet. Vedtak om inngrep (forbud eller tillatelse på vilkår) fattes således i relativt få saker per år.

Et pliktig tilbud skal fremmes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntraff, jf. vphl. § 6-10 første ledd. Tilbudsperioden i pliktige tilbud skal være fra fire til seks uker, jf. vphl. § 6-11 første ledd. I de aller fleste oppkjøp vil konkurransemessige forhold (fase 1) kunne avklares i perioden på inntil 10 uker. Som utgangspunkt legges det til grunn at gjennomføringen av pliktige tilbud ikke vil påvirkes eller bør utestå inntil forholdet til konkurranselovgivningen er avklart. Gitt at noen pliktige tilbud vil foranledige en nærmere vurdering av Konkurransetilsynet (fase 2), og noen vil ende i vedtak om inngrep, synes det imidlertid nødvendig med en nærmere regulering av disse tilfellene. Tilbudsplikten som sådan bør i slike tilfeller bestå, men tilbudet vil etter omstendighetene måtte oppheves (herunder at inngitt aksepter kanselleres), og et nytt tilbud fremmes eller et nedsalg foretas, jf. nedenfor.

The Takeover Code regulerer forholdet mellom oppkjøps - og konkurransereglene slik:

"12.1 REQUIREMENT FOR APPROPRIATE TERM IN OFFER

(a) Where an offer comes within the statutory provisions for possible reference to the Competition Commission, it must be a term of the offer that it will lapse if there is a reference before the first closing date or the date when the offer becomes or is declared unconditional as to acceptances, whichever is the later.

(b) Where an offer would give rise to a concentration with a Community dimension within the scope of Council Regulation 139/2004/EC, it must be a term of the offer that it will lapse if either:—

(i) the European Commission initiates proceedings under Article 6(1)(c); or

(ii) following a referral by the European Commission under Article 9.1 to a competent authority in the United Kingdom, there is a subsequent reference to the Competition Commission, in either case before the first closing date or the date when the offer becomes or is declared unconditional as to acceptances, whichever is the later.

(c) Except in the case of an offer under Rule 9, the offeror may, in addition, make the offer conditional on a decision being made that there will be no reference, initiation of proceedings or referral. It may state, if desired, that the decision must be on terms satisfactory to it.

12.2 OFFER PERIOD CEASES DURING COMPETITION REFERENCE PERIOD

When an offer or possible offer is referred to the Competition Commission or the European Commission initiates proceedings, the offer period will end. A new offer period will be deemed to begin at the time that the competition reference period ends. If there is no announcement of a new offer in accordance with Note (a)(iii) on Rule 35.1, this offer period will last until either the expiry of the 21 day period

provided for in that Note or the announcement by all cleared offerors that they do not intend to make an offer, whichever is the earlier."

Etter det Oslo Børs forstår skal det være en betingelse at tilbudet (men ikke tilbudsplikten) blir en nullitet dersom oppkjøpet ender i en "reference" før utløpet av tilbudsperioden. Videre skal tilbudsperioden, som hovedregel, begynne på nytt etter at de konkurransemessige vurderingene er avsluttet. En tilsvarende løsning kunne tenkes etter norsk rett, men dette kan sies å harmonere dårlig med vphl. § 6-10 tredje ledd hvorefter pliktige tilbud skal være ubetingede. Ettersom de fleste pliktige tilbud ikke vil resultere i noen nærmere vurdering hos Konkurransetilsynet (fase 2), taler også hensynet til enkelhet i regelverket mot en slik forskriftsregulering. Det foreslås isteden en regel hvorved tilbudsmyndigheten skal avgjøre spørsmål som oppstår i forbindelse med konkurransemyndighetenes vurderinger av et pliktig tilbud eller gjennomføringen av dette, jf. forslagetets sjette ledd.¹² Etter bestemmelsen kan tilbudsmyndigheten kun avgjøre spørsmål knyttet til tilbudsplikten. Det legges til grunn at tilbudsmyndighetens hjemmel vil praktiseres slik at:

1. Pliktige tilbud der de konkurransemessige vurderingene av oppkjøpet kan slutføres før utløpet av tilbudsperioden (fase 1), ikke påvirkes.
2. Pliktige tilbud der de konkurransemessige vurderingene av oppkjøpet ikke kan slutføres før utløpet av tilbudsperioden (fase 2), oppheves (herunder inngitte aksepter), likevel slik at tilbudsplikten som sådan består. I slike tilfeller oppstår tre alternativer:
 - a. Der et pliktig tilbud vurderes å være i strid med konkurranselovgivningen og det nedlegges et forbud, må tilbudssituasjonen avvikles (nedsalg), jf. vphl. § 6-9.
 - b. Der et pliktig tilbud tillates på vilkår, må utgangspunktet være at oppkjøpet gjennomføres i form av et nytt tilbud, likevel slik at det kan dispenseres av tilbudsmyndigheten. Som hovedregel legges det til grunn at de alminnelige reglene om tilbudspris, tilbudsperiode mv. vil gjelde i slike tilfeller.
 - c. Der et pliktig tilbud tillates uten vilkår må oppkjøpet gjennomføres i form av et nytt tilbud. Som hovedregel legges det til grunn at de alminnelige reglene om tilbudspris, tilbudsperiode mv. vil gjelde i slike tilfeller.

Dersom det er gjennomført et frivillig tilbud og innhentet forhåndsaksepter, jf. pkt. 5.3.2 ovenfor, vil normalt myndighetsgodkjenning foreligge på tidspunktet for tilbudsplikten. Det pliktige tilbudet kan derved gjennomføres uten noen nærmere konkurransemessige forbehold eller vurderinger. Der et tilbud oppheves, jf. pkt. 2 ovenfor, må spørsmål om avsnapt, rente mv. vurderes etter alminnelige regler. Det antas at tilbyder som klart utgangspunkt ikke vil være ansvarlig for økonomisk tap selgende aksjonærer måtte lide som følge av opphevelsen.

5.3.5 Unntak for "short" posisjoner

Etter forslaget vil erverv eller avtale om finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger, kunne utløse

¹² Konkurransemyndighetene vil omfatte nasjonale myndigheter (tilsyn og departement), samt EØS-myndighetene, det vil si EFTAs overvåkningsorgan og EU-kommisjonen.

tilbudsplikt. En finansiell eksponering der det kun vil oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje synker, vil derved ikke foranledige tilbudsplikt. Avgrensningen mot slike "short" posisjoner foreslås presisert i forslagets tredje ledd nr. 2.

Eksempler på finansiell eksponering som ikke skal medføre tilbudsplikt er "short" total retur swap-avtaler (kjøper av risikoen vil oppnå en gevinst dersom prisen på underliggende synker under referansekursen, og selgeren av risikoen vil hedge seg ved å selge aksjen "short"), utstedelse av kjøpsopsjoner og kjøp av salgsoptions. Hensynene som begrunner den foreslåtte utvidelsen av tilbudspliktsreglene gjør seg ikke gjeldende ved avtale om slik finansiell eksponering. Det vises til pkt. 3 ovenfor.

5.3.6 Gjentatt tilbudsplikt mv.

Det er i forslaget presisert at reglene om gjentatt tilbudsplikt og tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i vphl. § 6-6 gjelder tilsvarende. Dette følger allerede av at forslaget vil bli gitt i medhold av vphl. § 6-1 fjerde ledd, jf. pkt. 6 nedenfor.

5.3.7 Tilbudsmyndighetens dispensasjonsadgang

Etter forslaget skal en tilbyders bruttoposisjon legges til grunn ved beregning av dennes beholdning, jf. ovenfor. Etter omstendighetene vil det fremstå som rimelig med en nettobetraktning. Det er i forslagets sjettede ledd inntatt en dispensasjonsadgang for tilbudsmyndigheten. Adgangen forutsettes kun brukt i særlige tilfeller. Hovedregelen der en tilbyder krysser terskelen for tilbudsplikt, men ikke ønsker å fremme et pliktig tilbud, vil således fortsatt være et nedsalg etter vphl. § 6-9. Det vises til pkt. 5.3.4 for så vidt gjelder spørsmål som oppstår i forbindelse med foretakssammenslutninger omfattet av konkurranseloven.

6 Forholdet til verdipapirhandelloven kapittel 6

6.1 Generelt

En forskrift i medhold av vphl. § 6-1 fjerde ledd vil regulere grunnlaget for tilbudsplikt. Det er klart at reglene i vphl. kapittel 6 vil gjelde tilsvarende for pliktige tilbud som utløses ved nevnte typer erverv. Dette betyr for eksempel at det på vanlig måte skal utarbeidet et tilbudsdokument som skal godkjennes av tilbudsmyndigheten.

Ettersom virkeområdet til tilbudspliktsreglene er foreslått utvidet, vil enkelte av dagens bestemmelser bli mindre praktiske. Typisk vil vphl. § 6-7 om styresamtykke for å bli eier være mindre relevant ettersom en tilbyder som erverver en aksje der det kreves styregodkjenning, allerede på avtaletidspunktet vil kunne ha ervervet en rettighet eller interesse knyttet til aksjen. Den foreslåtte forskriften vil videre kunne være overlappende med dagens konsolideringsbestemmelse. For eksempel har børsklagenemnden lagt til grunn at parter til en total return swap-avtale vil kunne utløse tilbudsplikt, og det samme følger av forslaget.

6.2 Tilbudspris

Det vil ved tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og interesser oppstå spørsmål knyttet til beregning av tilbudspris. Prisen i et pliktig tilbud skal være minst like høy som det høyeste vederlaget tilbyder har "betalt eller avtalt" i perioden 6 måneder før

tilbudsplikten inntraff, jf. vphl. § 6-10 fjerde ledd. Er det klart at markedskurs er klart høyere enn dette skal markedskurs legges til grunn.

Det kan reises spørsmål om det bør fastsettes en særskilt regel om tilbudspris ved tilbudsplikt på bakgrunn av erverv av rettighet eller annen interesse. Oslo Børs antar ikke at dette er nødvendig ettersom ordlyden i § 6-10 fjerde ledd omfatter avtalt vederlag. Det legges til grunn at tilbudsmyndigheten i tvilstilfeller vil ha kompetanse til å avgjøre hva som skal være rett tilbudspris der det er ervervet kontroll ved andre finansielle instrumenter enn aksjer, jf. vphl. § 6-14 første ledd om godkjenning av tilbudet.

Det er begrenset praksis knyttet til beregning av tilbudspris ved avtale om andre finansielle instrumenter enn aksjer. I børsklagenemndens saker 6 og 7/2006 ble tilbudspris satt til det høyeste beløpet som selgeren av risikoen hadde betalt for å sikre sin eksponering. I følge forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 § 4-10 fjerde ledd (som er lik vphl. § 6-1 fjerde ledd) skal tilbudsprisen minst tilsvare utøvelseskurs i kjøpsopsjoner, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.13 og Ot.prp. nr. 29 pkt. 9.2.13. Markedsmessig opsjonspremie skal ikke tillegges tilbudsprisen, mens ikke-markedsmessig opsjonspremie forutsetningsvis skal tillegges tilbudsprisen. Tilbudsmyndigheten avgjør i det konkrete tilfellet om en opsjonspremie er markedsmessig. Den nærmere rekkevidden av "avtalt" i § 4-10 fjerde ledd er ikke klar. Ordlyden og hensynet til de øvrige aksjonærene taler for at bestemmelsen omfatter kjøpsopsjoner som er avtalt i 6-månedersperioden, men ikke benyttet. Det er mer uklart om kursen i en avtalt salgsopsjon skal legges til grunn etter gjeldende rett. Etter Oslo Børs' vurdering kan det neppe tillegges avgjørende vekt at forarbeidene kun omtaler kjøpsopsjoner og ikke salgsretter. Det sentrale vurderingstemaet som forarbeidene drøfter er spørsmålet om opsjonspremie skal være del av tilbudsprisen, som i utgangspunktet er et annet spørsmål enn om avtalt vederlag kun skal omfatte visse type rettigheter.

Det er etter gjeldende rett lagt til grunn at markedsmessig opsjonspremie ikke skal tillegges utøvelseskursen der aksjer er ervervet ved kjøpsopsjoner. Begrunnelsen for at opsjonspremien ikke skal tillegges tilbudsprisen er at, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.13.1:

"Utsteder av opsjonen påtar seg en risiko ved å frasi seg muligheten til å velge et eventuelt høyere bud og ved ikke å kunne selge aksjen i opsjonsperioden. Den opsjonspremien vedkommende mottar bør derfor ikke føre til en høyere tilbudspris i forhold til de øvrige aksjonærene som ikke har bundet seg opp og tatt risiko på tilsvarende måte."

Ettersom inngåelse av en kjøpsopsjon etter gjeldende rett ikke utløser tilbudsplikt, kan denne begrunnelsen virke logisk. Andre aksjonærer skal ikke nyte godt av at utsteder får betalt for å båndlegge sine aksjer. Etter forslaget vil kjøp av en kjøpsopsjon kunne utløse tilbudsplikt. Etter Oslo Børs' vurdering er det som følge av forslaget naturlig å anse opsjonspremien som del av den kontrollpremien tilbyder betaler. Beløpet som betales for kontroll over aksjene, dvs. for kjøpsretten, er opsjonspremien. Den kan synes underlig om ikke "kontrollvederlaget" skal inngå i tilbudsprisen. Dersom opsjonen benyttes vil beløpet som betales til avhender (utsteder av kjøpsopsjonen) være utøvelseskursen ilagt opsjonspremien. Det antas derfor at opsjonspremien i kjøpsopsjoner som er benyttet, i utgangspunktet, bør inngå i tilbudsprisen, jf. nedenfor. Tilsvarende er lagt til grunn etter The Takeover Code i Storbritannia, jf. pkt. 2 i notes til regel 9.5.

Der en kjøpsopsjon er avtalt, men ikke benyttet, inneholder forarbeidene til gjeldende lov ingen veiledning. Også her vil opsjonspremien være det vederlaget tilbyder betaler for kontrollen. Det legges til grunn at opsjonspremien bør inngå i tilbudsprisen, og at denne vil være summen av avtalt utøvelseskurs og betalt premie. Ettersom

utøvelsestidspunktet kan ligge frem i tid, og gjerne på en bestemt dato, må imidlertid verdien av dette beløpet beregnes (neddiskonteres) per tilbudstidspunktet. Det vil være urimelig om andre aksjonærene mottar den fremtidige verdien av et opsjonsvederlag.

Utstedelse av en salgsoptjon vil etter forslaget kunne utløse tilbudsplikt. Her vil utsteder motta premien, og det vil ikke være logisk om denne inngår i tilbudsprisen. Opsjonspremien inngår således ikke i "kontrollvederlaget". Kjøper i en terminforretning vil kunne utløse tilbudsplikt. Aksjene er ervervet, men oppgjøret er utsatt i en nærmere periode. Utgangspunktet her må være at tilbudsprisen er lik kjøpesummen, dvs. det avtalte vederlaget. Renten som tilbyder betales er i terminforretninger del av erververs finansieringskostnader, og kan ikke ses som del av vederlaget som er betalt for kontroll.

Ved erverv av andre derivater, typisk total return swap-avtaler, vil tilbudsprisen i utgangspunktet være lik referansekursen på avtaletidspunktet, tillagt eventuell premie. Der motparten til avtalen (selgeren av risikoen) har foretatt sikringshandler i det noterte selskapets aksjer for et høyere beløp, vil dette utgjøre tilbudsprisen (snittkursen til sikringshandlingene kan ikke legges til grunn), jf. børsklagenemndens saker 6 og 7/2006. Tilsvarende må som hovedregel også gjelde for andre finansielle instrumenter.

Vedlegg – Forslag til forskrift om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer

§ 1. Erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer

(1) Den som erverver rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer som, alene eller sammen med aksjer vedkommende eier, representerer 1/3 eller mer 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.

(2) Med rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer i første ledd menes finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger, herunder:

1. terminer,
2. kjøps- og salgsopsjoner og tilsvarende rettigheter på utstedte aksjer,
3. andre derivater med notert selskaps aksje som underliggende som medføre eller vil kunne medføre finansiell eksponering som nevnt.

(3) Annet ledd omfatter ikke:

1. avtale om erverv av aksjer betinget av myndighetstillatelse,
2. finansiell eksponering der det kun vil oppnås en gevinst eller unngås et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje synker.

(4) Verdipapirhandelloven § 6-6 gjelder tilsvarende.

(5) Like med vedkommendes rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, regnes nærstående aksjer og rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer, jf. verdipapirhandelloven § 6-5.

(6) Tilbudsmyndigheten etter verdipapirhandelloven § 6-4 kan i særlige tilfeller frita fra tilbudsplikt etter første og fjerde ledd, herunder avgjøre spørsmål som oppstår i forbindelse med konkurransemyndighetenes vurdering av tilbudet eller gjennomføringen av dette.