

Dokumenttype NOU 1991:25 **Dokumentdato** 1991-08-22

Tittel Lånefinansierte selskapsoppkjøp

Utvalgsleder Selvig, Erling

Utgiver Finans- og tolldepartementet

Oppnevnt 1989-09-07 **Sider** 114

Kapittel 2 Sammendrag

Begrepet lånefinansierte selskapsoppkjøp har intet entydig innhold, verken rettslig eller økonomisk.

Begrepet - slik det oftest benyttes - kan vanskelig forstås på annen måte enn som en praktisk betegnelse på en nokså heterogen gruppe av selskapsoppkjøp i verdipapirmarkedet. Det er vanlig å forbinde begrepet først og fremst med selskapsoppkjøp hvor lånefinansieringsgraden er meget høy og, hvor - som følge av dette - ressursene i det selskap oppkjøpet gjelder, tas i betraktning ved utformingen av finansieringsopplegget. Det er imidlertid flere undergrupper av lånefinansierte selskapsoppkjøp. Variasjonene mellom de ulike undergrupper kan være til dels betydelige, bl a beroende på hvor høy lånefinansieringen er eller hvem oppkjøper er.

Omfanget av lånefinansierte selskapsoppkjøp i Norge har vært begrenset. Lånefinansierte selskapsoppkjøp har således ikke generelt skapt særskilte problemer, bl a ut fra hensynet til et ordnet verdipapirmarked, selv om man også har sett uheldige utslag av slike selskapsoppkjøp. Det er dog behov for enkelte særregler.

Utvalget har i hovedsak bare vurdert spørsmål vedrørende lånefinansierte selskapsoppkjøp i børsnoterte selskaper.

Utvalget har ved vurderingen av de verdipapirrettslige spørsmål som oppstår i oppkjøpssituasjoner, lagt vekt på å finne fram til en helhetlig regulering av oppkjøpstilbud både i henhold til tilbudsplikt og andre typer oppkjøpstilbud. Utvalget har forøvrig også funnet grunn til å foreslå visse endringer i reglene om tilbudsplikt i lys av de erfaringer som man har fått ved praktiseringen av gjeldende regler.

Utvalget legger til grunn at selskapsoppkjøp - også lånefinansierte - i mange tilfelle vil kunne være et nyttig virkemiddel ved gjennomføring av rasjonaliseringstiltak og strukturtilpasninger i næringslivet.

Utvalget har kommet til at det ikke er grunnlag for å fremme forslag om materiell begrensninger i adgangen til å gjennomføre selskapsoppkjøp som er basert på en høy grad av lånefinansiering. Betenkeligheter som måtte knytte seg til selskapsoppkjøp med etterfølgende rasjonaliseringstiltak og strukturtilpasninger, vil i tilfelle først og fremst være av næringspolitisk karakter og for så vidt reise prinsipielle spørsmål av betydelig rekkevidde som faller utenfor utvalgets mandat.

Lånefinansierte selskapsoppkjøp vil berøre en rekke ulike interesser, bl a til aksjonærene og grupper knyttet til målselskapet og det oppkjøpende selskapet, herunder den ansatte ledelsen og andre ansatte. I tillegg kommer mer generelle interesser knyttet til verdipapirmarkedet, finansinstitusjonene og samfunnet for øvrig. De ulike grupper vil til dels kunne ha motstridende interesser med hensyn til oppkjøpet.

Utvalget har vurdert gjeldende rett og om det er behov regler som nærmere ivaretar de enkelte interesser som blir berørt av lånefinansierte selskapsoppkjøp. Utvalget har gjennom de forslag til lovregler utvalget fremmer, forsøkt å foreta avveininger mellom eventuelle motstridende interesser som blir berørt av de aktuelle oppkjøpssituasjoner.

Utvalget har lagt vesentlig vekt på at selskapsoppkjøp i verdipapirmarkedet skal skje på betryggende måte og under ordnede forhold. Dette gjelder både i forhold til utformingen og fremsettelsen av oppkjøpstilbudet, og gjennomføringen av oppkjøpet. En del av de spørsmål som er mer eller mindre felles for alle selskapsoppkjøp, vil kunne få særlig betydning når graden av lånefinansiering er høy.

Utvalget har kommet til at lite vil være vunnet ved å søke å fastlegge og avgrense et klart begrep "lånefinansierte selskapsoppkjøp" som utvalget kan benytte som utgangspunkt for sine vurderinger. Utvalget har funnet det

mer hensiktsmessig i stedet å knytte vurderingene til særskilte problemområder som ofte, men langt fra alltid, vil være forbundet med lånefinansierte driftsoppkjøp.

Lånefinansieringen reiser særskilte spørsmål med hensyn til betjeningen av låneforpliktelsene som etableres i forbindelse med oppkjøpet. Lånefinansierte selskapsoppkjøp fører ofte til at gjeldsbyrdene i atskillig utstrekning veltes over på det oppkjøpte selskap. Resultatet kan bli at selskapet i den periode som etterfølger oppkjøpet, må foreta restruktureringer eller iverksette andre tiltak, for å dekke eller sikre det oppkjøpende selskapets gjeld som følge av lånefinansieringen. Utvalget fremmer forslag om å begrense målselskapets adgang til å medvirke til finansieringen av oppkjøpet, utkastet § 5D . Forslaget tar også sikte på å avklare en del tolkningsproblemer som gjeldende rett reiser. Når det ellers gjelder særlige spørsmål som knytter seg til finansinstitusjonenes medvirkning ved slike selskapsoppkjøp, herunder finansieringen av lånefinansierte selskapsoppkjøp, anser utvalget at de bør kunne håndteres innenfor rammen av gjeldende lovgivning. Utvalget foreslår ikke endringer i lovgivningen om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner.

En forbindelse mellom finansieringsopplegget og den etterfølgende utvikling i det oppkjøpte selskapet innebærer etter utvalgets oppfatning at det allerede ved fremsettelsen av tilbudet bør gis informasjon, både om finansieringen av oppkjøpet og om de planer kjøperen har med hensyn til den videre drift av selskapet etter at oppkjøpet har funnet sted, jf utkastet § 5B . Slike opplysninger vil gi de ulike aktører et bedre grunnlag for å ta stilling til oppkjøpsprosjektet. Opplysningene er også av betydning for prisingen av selskapets verdipapirer og således av interesse for verdipapirmarkedet generelt.

Lånefinansierte selskapsoppkjøp reiser også spørsmål som gjelder tilsvarende for andre typer oppkjøp. Den gjeldende lovgivning inneholder ikke en samlet regulering av selskapsoppkjøp i verdipapirmarkedet. En del spørsmål er avklart gjennom lovgivningen om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven (Vph.) § 5A flg., men disse vil imidlertid bare komme til anvendelse ved selskapsoppkjøp i henhold til tilbudsplikt. For andre oppkjøpssituasjoner har børs- og verdipapirhandellovgivningen kun enkelte bestemmelser. I forhold til verdipapirmarkedet reiser imidlertid alle oppkjøpstilbud, enten de har grunnlag i tilbudsplikt eller fremsettes frivillig, mange av de samme spørsmål. Dette gjelder bl a utformingen, fremsettelsen av og gjennomføringen av tilbudet, og behovet for riktig og fullstendig informasjon om forhold av betydning for markedets, aksjonærenes og de ansattes vurdering av tilbudet. Et slikt informasjonsbehov eksisterer uavhengig om tilbudet er begrunnet i tilbudsplikt eller ikke. Videre gjelder dette tilsvarende uavhengig om oppkjøpet er lånefinansiert eller ikke, dog slik at informasjonsbehovet utvilsomt øker med lånefinansieringsgraden.

Utvalget er kommet til at gjeldende regler om tilbudsplikt kan være et utgangspunkt for regler om oppkjøpstilbud generelt. Videre har utvalget vurdert disse reglene i lys av erfaringene med reglene. Utvalget har lagt vekt på det samordningsbehov som utvilsomt foreligger, og fremmer forslag både om visse presiseringer i og en viss videre utbygning av reglene om tilbudsplikt. Et markert samordningsbehov har også sin bakgrunn i at frivillige oppkjøpstilbud, hvis de får god tilslutning, normalt vil lede til en tilbudspliktsituasjon. Fra lovgivningssynspunkt er det naturlig å se slike oppkjøp som en helhetlig transaksjon. Utvalget foreslår derfor nærmere regler om frivillige tilbud, jf § 5C . Når det gjelder innholdet av de regler om oppkjøpstilbud som foreslås, har utvalget tatt utgangspunkt i de någjeldende tilbudspliktreglene, samt i arbeidet med oppkjøpstilbudsspørsmål i forslaget til ny børsforskrift for Oslo Børs. Utvalget har forøvrig også sett hen til forslaget til tilsvarende regler om oppkjøpstilbud innen EF.

Utvalgets vurderinger har ledet fram til et samlet forslag til nye lovbestemmelser i verdipapirhandelloven om tilbudsplikt og oppkjøpstilbud, utformet slik at også de særlige lovgivningsbehov ved lånefinansierte selskapsoppkjøp skulle være ivarettatt. Utvalget har kommet til at det bør gis nærmere regler om bruk av tilbudsdokument, og at reglene bør spesifisere hvilke opplysninger som tilbyderen skal gi i tilbudsdokument utarbeidet i

tilknytning til et oppkjøp, se utkastet § 5B .

Erfaringene med gjeldende tilbudspliktregler har reist enkelte ytterligere spørsmål. Forut for oppkjøp kan det være foretatt disposisjoner som inkluderer erverv av opsjoner, forhåndssamtykke til aksept av et oppkjøpstilbud e.l., som etablerer kontroll over aksjeposter. Disse har ofte reelt samme betydning som erverv til eie av aksjene. Utvalgets flertall foreslår regler som inkluderer slik rett til aksjer i utløsningsgrunnlaget for tilbudsplikt, jf utkastet § 5A femte ledd. Videre foreslår utvalget indirekte erverv av aksjer som selvstendig grunnlag for utløsning av tilbudsplikt, utkastet § 5A annet ledd. Det samme gjelder konsolidering, dvs etablering av en gruppe uten at det foregår et aksjeerverv, jf utkastet § 5A tredje ledd. Utvalget foreslår også enkelte andre redigeringsmessige endringer i tilbudspliktreglene. Reglene om selve tilbudsplikten er således skilt ut for seg, se forslaget § 5A , mens kravene til utforming av tilbud og tilbudsdokument fremgår av forslaget § 5B .

Oppkjøpstilbud, enten det bygger på tilbudsplikt eller ikke, reiser særlige spørsmål med hensyn til målselskapets handlefrihet etter at tilbud er fremsatt. I praksis har det vist seg at selskapets ledelse og styre ofte setter i verk ulike former for forsvarstiltak for å hindre oppkjøpet. På bakgrunn av forslaget til nye EF-regler om disse spørsmål foreslår utvalget særlige forbud mot visse typer av slike tiltak som ikke inngår i vanlig forretningsdrift, jf utkastets § 5E . Utvalget foreslår videre med utgangspunkt i aksjonærenes og andres behov for informasjon i forbindelse med oppkjøpssituasjoner at det stilles krav om at styret i målselskapet redegjør for tilbudet, og det gis opplysninger bl a om de ansattes syn og andre forhold av betydning ved vurderingen av om tilbudet bør aksepteres, jf utkastet § 5E .

Reglene om meldepliktig verdipapirhandel er i dag inntatt i verdipapirhandelloven § 8 , aksjeloven § 8-6 og aksjeloven § 3-9 . Dels gjelder det meldeplikt for verdipapirhandel foretatt av såkalte "innsidere" i et selskap og dels meldeplikt for enhver ved erverv og avhendelse av større aksjeposter. Begge regelsett er relevante i forhold til tilfeller av lånefinansierte oppkjøp. Utvalget er kommet til at de lovbestemmelser det gjelder trenger en viss ajourføring, og at de av reglene som gjelder børsnoterte selskaper, bør samles i verdipapirhandelloven, jf utkastet § 8 til § 8B .
