

ADVOKATENES FAGDAGER

Tilbudsplikt – til besvær?

Tilbyders handlingsrom og
begrensninger i oppkjøpssituasjoner

ADVOKAT HANS CAPPELEN ARNESEN OG ADVOKAT NANETTE ARVESEN
19.05.2022

THOMMESSEN

1

Agenda

Del 1

En innføring i reglene
om offentlige tilbud

Del 2

Begrensninger i
handlefrihet og
tvangsinnløsning

2

Del 1

En innføring i reglene om offentlige tilbud



ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

3

3

”

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, jf. § 6-9

VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 6-1 FØRSTE LEDD

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

4

4

Tilbudspunkt (eller mangelen av tilbudspunkt) skaper ofte overskrifter ...



Ice-aksjonær truer med rettslige skritt etter salget: - Dette er en prinsippsak

Minoritetsaksjonær Roy Mosvold varsler søksmål mot styre, ledelse og kjøper av de...

Fredriksen byr på hele Axactor

John Fredriksen-kontrollerte Geveran har lagt inn bud på alle aksjene i Axactor.



SBB tar kjempejafs av Solon Eiendom - aksjen hopper

Svenske SBB legger 2,25 milliarder kroner på bordet for å sikre seg full kontroll i Solon E...



- Jeg fikk Pac-Man-følelsen. Du blir spist opp bakfra

Aurora-styreleder Leiv Askvig: - BWs oppgave var å kjøpe skipene så billig som...



Det svenske eiendomsselskapet Balder kjøper seg videre opp i Entra - vil legge inn et pliktig bud på hele selskapet

Balder eier nå mer enn én tredjedel av aksjene i norske Entra, og må dermed kom...

5

... men ikke så ofte det ender i retten

- BW LPG fremmet et tilbud på aksjene i Aurora Holding LPG høsten 2016. BW LPG hadde kjøpt seg opp til 32,9 % av aksjene før tilbudet
- Tilbudet fikk oppslutning fra over 90 % av aksjonærene i Aurora LPG. Resterende aksjonærer ble tvangsinnløst til samme pris som i tilbudet
- Noen av minoritetsaksjonærene begjærte skjønn for å få en høyere pris for aksjene sine
- Førte ikke frem i tingretten, anket til Borgarting.
- Borgarting avklarte en rekke spørsmål knyttet til tilbudspunkt og tvangsinnløsning i LB-2019-89366



Former Aurora shareholders to appeal after losing round with BW LPG

Mener BW LPG må betale mye mer
Nå skal lagmannsretten avgjøre om BW LPG hadde tilbudspunkt på over 40 kroner pr. aksje ved kjøpet av gassrederiet Aurora i 2016.

Saksøkerne må betale

En gruppe tidligere Aurora-aksjonærer vant ikke frem i overskjønnet etter BW LPGs oppkjøp. Nå må de dekke alle saksomkostningene for lagmannsretten.



6

3

12 May 2022

Formålet med tilbudspliktreglene

- Vern av minoritetsaksjonærene
 - Får en mulighet til å selge seg ut
- Hensynet til likebehandling
 - Minoriteten sikres å få ta del i en eventuell kontrollpremie
- Ordnete markedsforhold og tillit til markedet
 - Forutberegnelighet for markedsaktørene








ADVOKATFRMAET THOMMESSEN AS






ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

7

Frivillige tilbud

-  Kan fremsettes når som helst og uten å være eier av aksjer i målselskapet fra før
-  Ingen regulering av pris, men pris er regulert i etterfølgende pliktig tilbud/tvangsinnløsning
-  Ingen begrensninger i oppgjørsform og ikke krav om betalingsgaranti
-  2-10 uker tilbudsperiode
-  Vanlig med betingelser til tilbudet

Pliktige tilbud

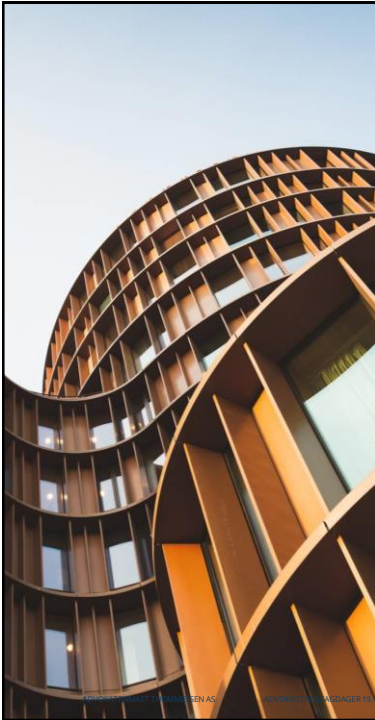
-  Utløses ved at en aksjeeier blir eier av mer enn 1/3, 40 % eller 50 % av stemmene
-  Regulert pris: Høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt de siste 6 månedene
-  Oppgjør må være i kontanter og tilbyder må fremlegge betalingsgaranti
-  4-6 uker tilbudsperiode
-  Tilbudet må være ubetinget

Kombinasjon av frivillige og pliktige tilbud – et frivillig tilbud som oppfyller vilkårene for et pliktig tilbud

ADVOKATFRMAET THOMMESSEN AS

8

8



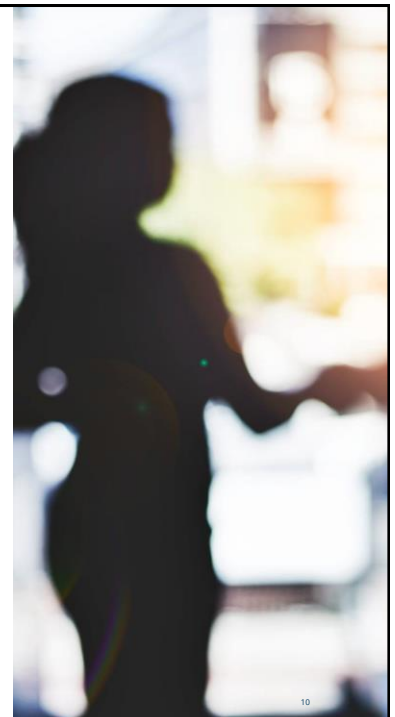
Når inntreer tilbudsplikt?

- Terskler for tilbudsplikt: >1/3, 40 % og 50 %
- Tersklene er knyttet til erverv av stemmeberettigede aksjer
 - Uavhengig av vedtektsfestede eller lovfestede stemmerettsbegrensninger
 - Aksjeklasser uten stemmerett medregnes ikke
- Beregnes etter det samlede antallet stemmeberettigede aksjer som er utstedt
 - Skal man medregne selskapets egne aksjer ved vurderingen av om tilbudspliktgrensen er overskredet?
 - LB-2019-89366: Ja, det har ikke betydning at selskapet ikke kan stemme for disse aksjene etter allmennaksjeloven
- Indirekte eierskap skal også medregnes, jf. Vphl § 6-1 annet ledd
- Regulert marked – ikke Euronext Growth

9

Tilbudsplikt utløses bare av erverv

- Når eierbeføyelsene er gått over, normalt ved levering i VPS
 - Hvis krav til samtykke fra styret: når slikt samtykke foreligger eller tre uker etter melding om erverv, jf. Vphl § 6-7
- Å være eier av retter til å erverve aksjer (opsjoner, konvertible lån, tegningsretter, terminer o.l.) utløse som utgangspunkt ikke tilbudsplikt, jf. NOU 1996:2 punkt 9.3.6.
 - Unntak: avtalen innebærer at rettighetshaveren får kontroll på en slik måte at avtalen reelt og økonomisk må regnes som et erverv
 - Verdipapirforskriften § 6-11 gir børsen hjemmel til å pålegge tilbudsplikt i slike tilfeller
- Økt stemmeandel pga innløsning eller lignende utløser ikke tilbudsplikt



10

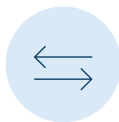
Erverv som er unntatt fra tilbudsplikt



Arv eller gave



Vederlag ved fisjon eller fusjon



Vederlag ved skifte



Selskapets erverv av egne aksjer

Børsen kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved slike erverv, og gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra en nærstående part

11

Forhåndsaksepter

- Svært vanlig i frivillige tilbud – øker muligheten for en vellykket selskapsovertakelse
- Innebærer at avgiver forplikter seg til å akseptere tilbudet
 - "Hard" eller "soft" forpliktelse – om avgiveren kan gå fra aksepten hvis det kommer et høyere bud
- Inneholder ofte en rekke betingelser for at tilbyder skal fremsette tilbudet
- Mottak av forhåndsaksepter vil som et utgangspunkt ikke utløse tilbudsplikt

To the Offeror:

1. Subject to the terms and conditions set forth in this document (the "**Pre-acceptance**"), we hereby irrevocably undertake to accept the Offer for all the Shares we own as of the date hereof and any the Shares we may acquire prior to completion of the Offer.
2. We agree that we shall not from the date hereof sell, otherwise dispose of, encumber or transfer any of the Shares comprised by this Pre-acceptance.
3. We shall maintain, to the extent permitted by applicable law, our rights as shareholder in the Company, including voting rights, until the Offer has been completed, and we shall exercise the voting rights and use our best efforts to procure that any director on the Board of the Company that have been nominated by us vote against any resolution which the Company has undertaken not to make pursuant to the Transaction Agreement entered into between the Company and the Offeror dated [x] 2019.
4. In the event that the Offer Price is increased by the Offeror during the offer period for the Offer (the "**Offer Period**"), then this Pre-acceptance shall apply accordingly to the improved offer.

12

LB-2019-89366

Om forhåndsaksepter – reelt erverv?

Utgjør inngåelsen av en forhåndsaksept et reelt erverv som utløser tilbudsplikt?

- Som et utgangspunkt: **Nei**
- Spesielle forhold ved denne aktuelle forhåndsaksepten?
 - Forhåndsaksepten oppstilte flere forbehold som kunne medføre at tilbudet ikke ble fremsatt eller gjennomført, herunder akseptgrad på 50 %, godkjenning fra konkurransemyndigheter og "No Material Adverse Change"
 - Hard, irrevocable forhåndsaksept, dvs. avgiveren kunne ikke gå fra aksepten hvis det kom et bedre tilbud
 - Beholdt stemmerett og andre aksjonærrettigheter
 - Forpliktet seg til å ikke gjøre noe "that could obstruct the completion of the transaction"
 - Avgiveren hadde en put-opsjon dersom tilbyder ville trekke seg fordi akseptgraden ikke ble oppnådd

Lagmannsretten mente at det var en reell opsjon og ingen automatikk i at den ville bli utøvd



Trå varsomt om man skal inkludere en put-opsjon i en forhåndsaksept

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

13

13

Konsolidering

Er erverver identifiseres med sine nærstående i relasjon til tilbudspliktreglene, jf. Vphl. § 6-5



Hvem er nærstående? Vphl § 2-5

- Ektefelle og mindreårige barn. Foreldre anses ikke som nærstående til et barn som ikke er mindreårig
- Selskap innen samme konsern
- Selskap hvor vedkommende selv eller andre nærstående har bestemmende innflytelse
- Personer som man har et forpliktende samarbeid med



Hva ligger i forpliktende samarbeid?

- Trenger ikke være skriftlig
- Forutsetter en koordinert opptreden og bruk av aksjonærrettigheter
- Langsiktige former for samarbeid som innebærer kontroll over selskapet, men også kortere samarbeid hvis det har vesentlig betydning for selskapet

"Vurderingstemaet må være i hvilken grad det konkrete samarbeidet for de øvrige aksjeeiere vil kunne oppleves som at det er etablert en felles kontroll med selskapet"

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

14

14

LB-2019-89366

Om forhåndsaksepter - konsolidering

Skal tilbyder og aksjonærer som avgir forhåndsaksepter konsolideres, jf. vphl § 2-5 nr. 5 om forpliktende samarbeid?

- Forhåndsaksept i seg selv ikke nok, selv om det kan bidra til et tilbyder får kontroll og selv om den var "hard"
- Forpliktelsen til å ikke motarbeide er heller ikke nok til å danne grunnlag for konsolidering – ikke det samme som å samarbeide om å få kontroll
- Ikke avgjørende at aksjene ble "parkert" eller "lagt døde" som følge av forhåndsaksepten



ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

15

15

Tilbudsprisen i pliktige tilbud



Ved enkeltstående erverv som utløser tilbudsplikt, oppstår det sjelden tvil om når fristen begynner å løpe



Når begynner 6-måneders fristen i vphl § 6-10 (4) å løpe i et frivillig tilbud?
- *Fra oppgjør av det frivillige tilbudet (LB-2019-89366)*



Når begynner 6-måneders fristen i vphl § 6-10 (4) å løpe i frivillige pliktige tilbud?
- *Når tilbudet blir fremsatt, ikke avgjørende når børsen godkjent tilbudet eller når oppgjør ble foretatt (LB-2019-89366)*

"Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte"

Vphl § 6-10 (4)

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

16

16

LB-2019-89366

Når anses aksjer "betalt" innenfor 6-månedersfristen?

- Et verdipapirforetak kjøpte aksjer i målselskapet på vegne av tilbyder, som ble overført og betalt senere
- Tilbyder ble reelt sett eier da verdipapirforetaket kjøpte aksjene i markedet
 - Kjøpt for tilbyders regning og risiko
 - Verdipapirforetaket fikk ingen kontrollpremie ved det etterfølgende salget
 - Ville inngått i tilbyders beholdning mtp. flaggeplikt og tilbudsplikt
 - Tilbyder mottok utbytte på aksjene
 - Anså det som oppfyllelseskreditt fra verdipapirforetaket
- Forward-kontrakter med verdipapirforetak som motpart
- Det avgjørende er når tilbyder betaler, ikke når betalingen er mottatt
- Ingen betydning at verdipapirforetaket hadde en lovbestemt plikt til å holde midlene adskilt
- Ingen betydning at aksjene ble levert på tilbyders VPS-konto to dager etterpå (T+2)

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

17

17

Del 2

Begrensninger i handlefrihet og tvangsinnløsning



ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

18

18

Begrensninger i målselskapets handlefrihet

- Vphl § 6-17: Lovfestede begrensninger i styret og daglig leders rett til å treffe vedtak
 - Ingen begrensninger på generalforsamlingens myndighet
- Formål: forhindre at målselskapet treffer forsvarstiltak som ikke er i aksjonærenes interesse
- Begrensningene gjelder fra målselskapet underrettes om at tilbudet skal fremsettes og frem til resultatet av tilbudet er klart
 - Hva med perioden etterpå?



1

utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,

2

fusjon av selskapet eller datterselskap,

3

salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten, eller

4

kjøp eller salg av selskapets aksjer

Tvangsinnløsning etter offentlig tilbud

- Verdipapirhandelloven § 6-22 har regler om tvangsinnløsning av minoriteten etter et pliktig eller frivillig tilbud
 - Supplerer de alminnelige reglene om tvangsinnløsning i asal. § 4-25 og implementerer Take-over direktivet art. 15 og 16
- Adgang til tvangsinnløsning dersom tilbyder erverver mer enn 90 % av de stemmeberettigede aksjene i tilbudet
- Hvis tvangsinnløsning skjer innen tre måneder fra tilbudsfristens utløp, skal tilbudsprisen legges til grunn som løsningssum "hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris"
- Spørsmålet om det forelå "særlige grunner" var oppe for Borgarting lagmannsrett våren 2021 (LB-2019-89366)



Dom fra Borgarting om "særlige grunner" (LB-2019-89366)

Hovedspørsmål: Foreligger det "særlige grunner" som gjør at løsningssummen ikke skal tilsvare tilbudsprisen?

- Eksempler på "særlige grunner":
 - Vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført til tvungen innløsning
 - Ikke en reell takeover-situasjon

En av få dommer om tvangsinnløsning etter vphl § 6-22

"Forhold eller hendelser som i vesentlig grad har påvirket prisdannelsen med den følge av tilbudsprisen ikke reflekterer aksjenes virkelige verdi!"

LF-2015-14655

LB-2019-89366

Minoritetsaksjonærenes anførsler

- Minoritetsaksjonærene hevdet som "særlig grunn" at tilbyder hadde utløst tilbudsplikt på et tidligere tidspunkt og betalt høyere vederlag i løpet av de siste 6 månedene fra dette tidspunktet
- Lagmannsretten konkluderte med at tilbudsprisen oppfylte kravene i verdipapirhandelloven (ref. tidligere slider)



Andre anførsler fra minoritetsaksjonærene:

- Hevdet det var gitt uriktig og mangelfull informasjon til børsen
- Lagmannsretten mente den mangelfulle informasjonen ikke ville hatt noen betydning for børsens behandling
- Tilbyder hadde brukt 6 uker på å fremme tilbudet fra intensjonen ble annonsert
 - Ikke særlig grunn at man ventet til etter 6-mnd perioden før man fremmet tilbudet
- BW LPG hadde negativ kontroll og det var ikke en reell take-over
 - Ingen tegn på at aksjemarkedet for Aurora LPG ikke fungerte
 - Ikke uvanlig at tilbyder de facto har negativ kontroll og det er ikke "særlig grunn"

Lagmannsrettens konklusjon:

Det forelå ikke særlige grunner til å fravike tilbudsprisen

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022

23

23

LB-2019-89366

Likevel justerte retten løsningssummen ...

Hva var tilbudsprisen?

NOK 16 per aksje eller 0,03175 aksjer i tilbyder (som også er notert på Oslo Børs) og NOK 7,40 per aksje

Praktisk talt alle valgte delvis oppgjør i aksjer fordi kursen på tilbyders aksjer steg i tilbudsperioden



Minoritetsaksjonærene anførte at det er verdien av aksjealternativet på tidspunktet for oppgjøret som utgjør "tilbudsprisen", mens tilbyder anførte at det er tidspunktet tilbudet fremsettes som er avgjørende.



Lagmannsretten konkluderte med at det er verdien av det beste oppgjørsalternativet ved tilbudsperiodens slutt som utgjør "tilbudsprisen"



Vi er uenige: må kobles til vphl § 6-10 (4) om tilbudsprisen, hvor det er sikkert at det er "markedsverdien av de formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, på det tidspunktet tilbudet fremsettes, som skal legges til grunn for beregningen av vederlaget", jf. NOU 1996:2 s. 123

På dette punktet skaper dommen en ny usikkerhet og svekker forutberegneligheten

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

24

24

Takk for oss!

thommessen.no
Oslo • Bergen • Stavanger • London

ADVOKATFIRMAET THOMMESSEN AS

ADVOKATENES FAGDAGER 19. MAI 2022



Hans Cappelen Arnesen

PARTNER // ADVOKAT

Oslo
M +47 90 74 75 77
E har@thommessen.no



Nanette Arvesen

SENIORADVOKAT
MANAGING ASSOCIATE

Oslo
M +47 95 15 65 19
E nar@thommessen.no

25