



***En rettslig analyse av flaggeplikten for
«rettigheter til aksjer»,
jf. vphl. § 4-2***

av

Christoffer Nordby Sortland

Liten masteroppgave i rettsvitenskap

ved Universitetet i Tromsø

Det juridiske fakultet

Våren 2012

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1.1. Presentasjon av tema og problemstilling	1
1.2. Nærmere om tema, avhandlingens aktualitet og forskningsinteresse	2
1.3. Avgrensninger og presiseringer	4
1.4. Rettslig plassering av flaggeplikten	5
1.5. Rettskilder og metode	6
1.5.1. Juridisk metode.....	6
1.5.2. Rettskildefaktorer	7
1.5.2.1. Lov.....	7
1.5.2.2. Forarbeider	7
1.5.2.3. Rettspraksis	8
1.5.2.4. Andre myndigheters praksis	8
1.5.2.5. EU-direktiver.....	9
1.5.2.6. Juridisk teori.....	10
1.6. Terminologi.....	10
1.6.1. Finansielle instrumenter, verdipapirmarkedet og aktører.....	10
1.7. Den videre fremstilling	11
2. Hensyn	12
2.1. Innledning	12
2.2. Hensynene bak regulering av verdipapirmarkedet	12
2.3. Hensynene bak regulering av flaggeplikt for «rettigheter til aksjer»	13
2.3.1. Innledning.....	13
2.3.2. Flaggeplikten som virkemiddel for et «effektivt» verdipapirmarked - Informasjonshensynet	13
2.3.3. Det grunnleggende hensynet om tillit til verdipapirmarkedet	15
2.3.4. Hensynet til likebehandling av markedets aktører	15
2.3.5. Omgåelseshensynet	16
3. Flaggepliktens utvikling	17
3.1. Innledning	17
3.2. Flaggeplikten innføres	17
3.3. Verdipapirmarkedet endrer karakter	18

3.4.	Flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» innføres	18
3.5.	Gjennomføring av EU-direktiver	19
3.6.	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 4-2	20
4.	Vphl. § 4-2 anvendelsesområde	21
5.	«Rettigheter til aksjer», vphl. § 4-2 femte ledd	23
5.1.	Innledning	23
5.2.	Lån etter aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, jf. vphl. § 4-2 femte ledd.....	23
5.2.1.	Hvilke finansielle instrumenter omfattes av «lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1»	23
5.2.2.	Begrunnelsen for bruk av «lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1»	24
5.2.3.	Hvorfor omfattes «lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1» av vphl. § 4-2 som «rettigheter til aksjer»?	25
5.3.	«Tegningsretter», jf. vphl. § 4-2 femte ledd	26
5.3.1.	Hvilke finansielle instrumenter omfattes av «tegningsretter».....	26
5.3.2.	Begrunnelsen for bruk av tegningsretter	27
5.3.3.	Hvorfor omfattes tegningsretter av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer»?.....	28
5.4.	«Opsjoner på kjøp av aksjer», jf. vphl. § 4-2 femte ledd.....	29
5.4.1.	Hvilke finansielle instrumenter omfattes av «opsjoner på kjøp av aksjer».....	29
5.4.2.	Begrunnelsen for bruk av opsjoner på kjøp av aksjer	31
5.4.3.	Hvorfor omfattes kjøpsopsjoner på aksjer av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer» 31	
5.5.	«Tilsvarende rettigheter», vphl. § 4-2 femte ledd.....	33
5.5.1.	Betingede opsjonskontrakter, forhåndsaksepter og andre betingede rettigheter	34
5.5.1.1.	Hva omfattes av betingede rettigheter?	34
5.5.1.2.	Omfattes betingede rettigheter av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer»?.....	34
(i)	Betingelsen ligger innenfor rettighetshaverens kontroll.....	34
(ii)	Betingelsen ligger utenfor rettighetshaverens kontroll.....	35
5.5.2.	Kontantavregnede opsjoner – Innenfor eller utenfor flaggeplikten?.....	38
5.5.2.1.	Innledning.....	38
5.5.2.2.	Hvilke finansielle instrumenter omfattes av kontantavregnede opsjoner?.....	38
5.5.2.3.	Hvorfor benyttes kontantavregnede opsjoner av markedsaktørene?.....	39
5.5.2.4.	Omfattes kontantavregnede opsjoner av vphl. § 4-2 som «rettigheter til aksjer»?	39
5.5.2.5.	Bør kontantavregnede opsjoner omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer», de lege ferenda?	40
(i)	Innledning.....	40
(ii)	Momenter som taler for flagging av kontantavregnede opsjoner	41

5.5.2.6.	Kan kontantavregnede opsjoner utløse flaggeplikt på konsolidert grunnlag?.....	42
(i)	Innledning.....	42
(ii)	Nærmere om «SeaDrill»-dommen, LB-2008-27119.....	43
(iii)	Hvilken betydning har «SeaDrill»-dommen for flaggeplikt for kontantavregnede opsjoner?..	45
6.	Når utløses flaggeplikten for «rettigheter til aksjer»?.....	47
6.1.	Innledning.....	47
6.2.	Transaksjoner som utløser flaggeplikt for «rettigheter til aksjer».....	47
6.2.1.	«Erverv» av rettigheter til aksjer.....	47
6.2.2.	«Avhendelse» av rettigheter til aksjer.....	48
6.2.3.	«Annen omstendighet».....	48
6.2.3.1.	Vphl. § 4-2 annet ledd, jf. verdipapirforskriften § 4-3.....	48
6.3.	Nærmere om flaggetersklene.....	50
6.4.	Nærmere om beregningen av rettighetshavers eierandel.....	51
6.4.1.	Hva skal inkluderes ved beregningen av rettighetshavers flaggepliktige eierandel?.....	51
6.4.2.	«Selskapets registrerte aksjekapital».....	51
6.4.2.1.	Skal rettigheter til ikke-utstedte aksjer beregnes etter aksjekapitalen på avtaletidspunktet eller utøvelsetidspunktet?.....	52
6.5.	Konsolidering, § 4-2 sjette ledd.....	54
6.5.1.	Innledning.....	54
6.5.2.	Hvorfor flaggeplikt på konsolidert grunnlag?.....	54
6.5.3.	Hvem er rettighetshaverens nærstående?.....	55
6.5.4.	Ensidig og gjensidig konsolidering.....	55
6.6.	Når inntrer flaggeplikten for «rettigheter til aksjer»?.....	56
6.6.1.	Vphl. § 4-2 sjuende ledd – «straks».....	56
6.6.2.	Hva menes med «avtale»?.....	57
6.6.3.	Når skal «rettigheter til aksjer» flagges?.....	57
7.	Vurdering av dagens rettsstilstand.....	59
7.1.	Opptakt.....	59
7.2.	Er det behov for forskriftsregulering av «rettigheter til aksjer» i relasjon til vphl. § 4-2?.....	59
8.	Kildeliste.....	62
8.1.	Litteratur.....	62
8.2.	Øvrige rettskilder.....	63
8.2.1.	Lover.....	63
8.2.2.	Forskrifter.....	63
8.2.3.	EU-Lovgivning.....	64

8.2.3.1. Direktiver.....	64
8.2.3.2. Kommisjonsdirektiver	64
8.2.4. Forarbeider	64
8.2.5. Rettspraksis:	65
8.2.6. Børspraksis	65
8.2.7. Finanstilsynets rundskriv	65
8.2.8. Oslo Børs sirkulære	66
8.2.9. Elektroniske kilder.....	66

1. Innledning

1.1. Presentasjon av tema og problemstilling

Etter Lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75 (vphl.) § 4-2 annet ledd følger det:

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

Investorer¹ i børsnoterte selskaper har etter bestemmelsen plikt til å melde fra til utstederen og til Oslo Børs, som er Finanstilsynets utpekte mottaker av flaggemeldinger, dersom deres totale innehav av aksjer og/eller rettigheter- og stemmerettigheter til aksjer fører til at de lovregulerte flaggetersklene nås eller passerer som følge av «erverv, avhendelse eller annen omstendighet». Denne meldeplikten er betegnet som investorers *flaggeplikt*.

I dette arbeidet skal det gis en rettslig analyse av flaggeplikten for «rettigheter til aksjer». Analysen inndeles i tre underproblemstillinger: For det første skal det behandles *hvorfor* det eksisterer flaggeplikt for «rettigheter til aksjer», herunder skal de bakenforliggende hensyn og flaggepliktens utvikling behandles, jf. kap. 2, 3 og til dels 5.

For det annet skal det drøftes *hvilke* finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer». Dette er avhandlingens hovedproblemstilling og er underlagt den grundigste analyse, se kap. 5 og pkt. 1.2 og 1.3 om begrunnelsen for dette valget.

For det tredje skal det drøftes *når* flaggeplikten utløses for «rettigheter til aksjer», herunder vil flaggepliktens anvendelsesområde, beregning av eierandeler, flaggeterskler og konsolidering behandles, se kap. 4 og 6.

Avhandlingen vil videre gi et grunnlag for en avsluttende vurdering om dagens regelverk fungerer hensiktsmessig, eller om det er behov for nærmere forskriftsregulering av begrepet

¹ I avhandlingen vil begrepet «rettighetshaver» brukes som et synonym til investor. Med «rettighetshaver» menes innehaver av «rettigheter til aksjer».

«rettigheter til aksjer» i relasjon til flaggeplikten.² Blir hensynene bak flaggeplikten tilstrekkelig ivaretatt med dagens regelverk, eller blir disse undergravd og omgått av verdipapirmarkedets aktører gjennom kreative finansielle arrangementer?

Det er imidlertid ikke meningen å gi en fullstendig fremstilling hverken av samtlige finansielle instrumenter som kan omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer» eller flaggeplikten for «rettigheter til aksjer» generelt, se avgrensninger i pkt. 1.3.

1.2. Nærmere om tema, avhandlingens aktualitet og forskningsinteresse

Vphl. § 4-2 gjennomfører Rapporteringsdirektivets³ art. 9 og art. 11 i norsk rett, se pkt. 1.5.2.5. Det alminnelige utgangspunktet etter vphl. § 4-2 annet ledd er at «rettigheter til aksjer» skal inkluderes ved beregningen av rettighetshavers flaggepliktige andel. «Rettigheter til aksjer» defineres nærmere i vphl. § 4-2 femte ledd:

«Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.»

Til tross for definisjonen er det ikke klart *hvilke* instrumenter som omfattes av begrepet «rettigheter til aksjer». De tre opplistede rettighetsgruppene er riktignok ikke så uklare, men tilleggsbegrepet «tilsvarende rettigheter», som sikter til tilsvarende rettigheter som de nevnte instrumentene, er av en mer skjønnspreget karakter uten et klart avgrenset og presist innhold. Det er således et visst skjønn vedrørende hvilke instrumenter som faller inn under de opplistede begreper. Definisjonen kan av den grunn ikke anses som en uttømmende opplisting av hvilke instrumenter som omfattes av «rettigheter til aksjer».

² Forskriftsregulering av begrepene «rettigheter til aksjer» og «interesser til aksjer» i relasjon til tilbudspikten i vphl. kap. 6, har vært forsøkt gjennomført av Oslo Børs, «Tilbudspunkt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer av 1. september 2007». Forslaget ble forkastet av Finansdepartementet etter sterk motstand i høringsrunden. Siden 2007 har forslaget ligget hos Departementet. Av den grunn kan det forventes at regulering av begrepene i relasjon til tilbudspikten vil finne sted.

³ EU-Direktiv 2004/109/EF.

Videre vises den nevnte usikkerheten gjennom Kredittilsynets (Finanstilsynet) høringsuttalelse i forbindelse med utarbeidelsen av verdipapirhandelloven av 2007, referert i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 314:

*«Kredittilsynet viser til at det er en rekke uklarheter om hvilke rettigheter som skal flagges i gjeldende rett. ...Kredittilsynet understreket behovet for at spørsmålene avklares...».*⁴

Uttalelsen viser at det for Kredittilsynet, et av flaggepliktens håndhevingsorganer,⁵ var uklart hvilke «rettigheter til aksjer» som skulle flagges etter den tidligere flaggeregel i Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 97 § 3-2 tredje ledd (vphl.-1997). Høringsuttalelsen ble ikke kommentert nærmere av Departementet. Dette har til virkning at usikkerheten som Kredittilsynet gav uttrykk for har blitt videreført i dagens lov, idet vphl.-1997 § 3-2 tredje ledd forble uendret i vphl. § 4-2 femte ledd.⁶

I tillegg har bruken av «kontantavregnede derivatkontrakter»⁷ økt kraftig i de senere år. Dette gjelder særlig i forbindelse med oppkjøp av selskaper eller for å hindre at en tredjepart får kontroll over et målselskap.⁸ Av den grunn gikk Oslo Børs inn for, i sitt nå forkastede forskriftsutkast, at «*finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger*», skulle medregnes til aktørenes aksjeinnehav ved beregningen av passering av tilbudspliktgrensen.⁹ Børsen ønsket således å utvide hvilke finansielle instrumenter som kunne utløse tilbudsplikt til også å omfatte «kontantavregnede derivatkontrakter». I tillegg omfattes slike kontrakter av flaggepliktens søsterbestemmelse, meldeplikten i vphl. § 4-1.¹⁰

På bakgrunn av utviklingen i markedet, børsens forslag og det tette forholdet mellom flaggeplikten, meldeplikten og tilbudsplikten, er det nå uklart om kontantavregnede

⁴ http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2006/0002/ddd/pdfv/283090-080606_transparency_kt.pdf

⁵ Vphl. § 17-4 første ledd.

⁶ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 421-422. Noe av denne usikkerheten vises også ved at Finanstilsynet har ilagt overtredelsesgebyrer i medhold av vphl. § 17-4, for brudd på flaggeplikten ved 36 tilfeller fra 22.12.2008 til 24.01.2012, og undersøkte i 2011 31 nye saker om mulig brudd på flaggeplikten, jf. Finanstilsynets «Årsmelding 2011» s. 53.

⁷ Omtales også som «finansielle derivatkontrakter», «kontrakter med finansielt oppgjør» mv. Typiske kontrakter er Total Return Swaps (TRS) eller Contract for difference (CFD), se nærmere s. 40-41.

⁸ OLE K. AABØ-EVENSEN, *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet*, Oslo 2011 s. 1083.

⁹ «Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer av 1. september 2007» s. 3.

¹⁰ Dette siden en primærinnsiders handel vil gi uttrykk for primærinnsiders vurdering av den underliggende aksjene uavhengig av om det skjer med en derivatkontrakt med rett til fysisk overlevering eller en derivatkontrakt med rett til kontantoppgjør, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) pkt. 16.5.

derivatkontrakter, som både børspraksis og juridisk teori tidligere har lagt til grunn falt utenfor flaggeplikten,¹¹ kan omfattes av vphl. § 4-2 som «rettigheter til aksjer» enten på selvstendig eller konsolidert grunnlag. Især er konsolideringsgrunnlaget aktuelt etter at «SeaDrill»-dommen fra Borgarting Lagmannsrett ble rettskraftig.¹²

De ovenstående momenter viser at det eksisterer reell tvil om «rettigheter til aksjer» sitt innhold og omfang. Konsekvensen av tvilen kan føre til at flaggeplikten blir brutt. Dette fører til at markedet ikke får flaggepliktig informasjon, som igjen fører til at verdipapirmarkedets aktører mister tiltro til markedet og med det blir det vanskeligere å innhente kapital for utstedere av verdipapirer i førstehåndsmarkedet, jf. kap. 2.

Det synes derfor å være behov for en nærmere avklaring av begrepet «rettigheter til aksjer» i relasjon til flaggeplikten.

1.3. Avgrensninger og presiseringer

Avhandlingen avgrenses, som nevnt ovenfor, til å gjelde flaggeplikt for «rettigheter til aksjer». Det vil følgelig avgrenses mot flaggeplikt for «aksjer» og «stemmerettigheter». Imidlertid er ikke avgrensningen absolutt. Dette grunnet det nære forholdet mellom «aksjer», «rettigheter til aksjer» og «stemmerettigheter til aksjer». Av hensyn til en korrekt fremstilling vil det under enkelte punkter være nødvendig å nevne «aksjer» og «stemmerettigheter», se f. eks. kap. 3, 4 og 6.

Hovedgrunnen til denne avgrensningen er at flaggeplikten for «rettigheter til aksjer» i dag fremstår som den mest uavklarte siden av flaggeplikten, jf. pkt.1.1. I tillegg har markedsaktørenes bruk av nye og ulike typer «rettigheter til aksjer» økt i stadig større grad, både på Oslo Børs og internasjonalt.¹³ Behovet for en rettslig analyse av «rettigheter til aksjer» fremstår således både mest praktisk og aktuelt sammenlignet med «aksjer» og «stemmerettigheter».

Den andre grunnen til at flaggeplikten ikke behandles i sin fulle bredde er avhandlingens ordgrense. Innenfor ordgrensen til en liten masteroppgave vil det ikke være mulig å gi en

¹¹ Oslo Børs' sirkulære nr. 1/2003 og ATLE DEGRÉ «Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper» i *Tidsskrift for Forretningsjus*, 1999 s. 224, KNUST BERGO, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2008 s. 257 og ANDRÉ MICHAELSEN rettsdatanote 90 til vphl. § 4-2.

¹² LB-2008-27119. Dommen behandles nærmere i pkt. 5.5.2.6.(i)

¹³ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1083.

fullstendig og god redegjørelse av flaggeplikten de lege lata. Av den grunn rettes fokuset mot bestemmelsens mer uklare og dynamiske sider.

Som nevnt i pkt. 1.1 skal det ikke gis en fullstendig fremstilling av samtlige finansielle instrumenter som *kan* omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer». Avhandlingen vil konsentreres rundt å avklare hvilke instrumenter som faller innenfor de tre opplistede instrumentkategoriene i vphl. § 4-2 femte ledd. I tillegg skal det drøftes om to særlige former for finansielle instrumenter kan omfattes av flaggeplikten som «tilsvarende rettigheter», se nærmere om begrunnelsen for valget av disse i pkt. 5.5.

For øvrig er flaggeplikten straffesanksjonert etter vphl. § 17-3 tredje ledd og § 17-4 første ledd. Vphl. § 4-2 utgjør således den objektive gjerningsbeskrivelse i straffebudet. Av hensyn til avhandlingens problemstilling og omfang vil det avgrenses mot flaggepliktens strafferettslige sider. Strafferettslige problemstillinger og rettsvirkninger vedrørende brudd på flaggeplikten vil derfor ikke behandles.

Det samme gjelder de prosessuelle regler om hvordan flaggeplikten skal gjennomføres. De innholdsmessige krav til flaggemeldingen og fremgangsmåten for innsendelse av slike er gitt detaljert i forskriftsform.¹⁴

1.4. Rettslig plassering av flaggeplikten

Flaggeplikten er plassert blant de spesielle meldepliktreglene i verdipapirhandellovens kapittel 4. Kapitlet omfatter § 4-1 om primærinnsideres meldeplikt, § 4-2 om flagging og § 4-3 om kravet til meldingenes innhold.

Videre har flaggeplikten en nær relasjon med verdipapirhandellovens øvrige bestemmelser som også har som formål å gi aktørene lik, korrekt og samtidig informasjon.¹⁵ Disse bestemmelsene er særlig § 3-8 om vernet mot markedsmanipulasjon, primærinnsiders meldeplikt i § 4-1, løpende og periodisk informasjonsplikt i kap. 5, tilbudsplikten i kap. 6, samt kap. 7 om prospektplikt og emisjonskontroll.

¹⁴ Vphl. § 4-3 annet ledd, jf. FOR 2007-12-06 nr. 1359 § 4-1.

¹⁵ BECHMANN M.FL (2002) s. 75-76.

1.5. Rettskilder og metode

1.5.1. Juridisk metode

Avhandlingens siktemål er å gi en rettsdogmatisk fremstilling og analyse av gjeldende rett vedrørende flaggeplikt for «rettigheter til aksjer». Hverken «rettsdogmatikk» eller «gjeldende rett» er entydige og klart avgrensede begreper med et allment akseptert presist meningsinnhold.¹⁶ I avhandlingen forstås «rettsdogmatikk» som læren om rettsregler som har til formål å finne ut hvilke rettsregler som gjelder og hvilket innhold disse har.¹⁷

Videre forstås «gjeldende rett» som den til enhver tid gyldige rett slik den forstås og praktiseres i samfunnet.¹⁸ For å komme frem til de gjeldende rettsreglene og deres innhold, skal rettskildene og den alminnelige rettskildelæren anvendes. Den juridiske metoden skal således anvendes for å utlede hva som er gjeldende rett angående flaggeplikt for «rettigheter til aksjer».¹⁹

I arbeidet vil det skilles mellom fremstillinger av retten slik den er *de lege lata* og fremstillinger av retten slik den bør være, *de lege ferenda*. Ved de lege ferenda-betraktninger fremstilles retten slik jeg mener den bør være basert på flaggeplikts bakenforliggende hensyn (reelle hensyn).²⁰ Formålet med de lege ferenda-betraktningene er å gi uttrykk for synspunkter som kan være av verdi ved eventuelle rettsendringer, se pkt. 5.6.5 ff.²¹

Imidlertid må det bemerkes at reelle hensyn også spiller en sentral rolle i de lege lata-drøftelser, dette gjelder særlig på rettsområder hvor tilfanget på rettskilder er beskjedent.²² I denne avhandlingen setter vphl. § 4-2 rammene og noe av innholdet i flaggeplikten, men det finnes lite kilder vedrørende hva som faller innenfor bestemmelsens rammer. Følgelig vil reelle hensyn inneha en sentral posisjon i avhandlingen både de lege lata og de lege ferenda, se bl.a. pkt. 5.5 og 5.6.

I det følgende skal det redegjøres for avhandlingens sentrale rettskildefaktorer.

¹⁶ JAN FRIDTHJOF BERNT og DAVID R. DOUBLET «Vitenskapsfilosofi for jurister» (1998) s. 13.

¹⁷ CARL AUGUST FLEISCHER «Rettskilder og juridisk metode» 1. utgave 1998. s. 211-212.

¹⁸ BERNT & DOUBLET (1998) s. 18-19.

¹⁹ Se TORSTEIN ECKHOFF «Rettskildelære», Oslo 2001 s. 15 ff, for nærmere om metoden.

²⁰ MARKUS HOEL LIE, *Kommunalrettslig representasjon*, Oslo 2011 s. 29, for videre henvisninger og redegjørelse av det flytende skillet mellom fremstillingsformene.

²¹ AAGE THOR FALKANGER, *God tro*, Oslo 1998 s. 89.

²² HOEL LIE (2011) s. 30, ECKHOFF (2001) s. 23 og FLEISCHER (1998) s. 362.

1.5.2. Rettskildefaktorer

1.5.2.1. Lov

Verdipapirhandelloven § 4-2 er flaggepliktens primære rettsgrunnlag. Bestemmelsen er en videreføring av vphl.-1997 § 3-2, men med skjerpelser etter implementeringen av Rapporteringsdirektivet art. 9 og art. 11, samt direktivets utfyllende rettsakter,²³ se pkt. 1.5.2.5. Dette innebærer at alle tilfeller som ville vært omfattet av den eldre vphl. § 3-2 også vil omfattes av dagens vphl. § 4-2.

Verdipapirhandelloven § 4-2 er en ny og godt forberedt lov. Av den grunn vil lovens ordlyd og tolkninger av denne tillegges særlig vekt. Lovens ordlyd gir, som nevnt tidligere, flaggepliktens ytre ramme og innhold, og utgjør avhandlingens rettslige utgangspunkt. Ordlyden vil derfor tolkes forut for de øvrige rettskildefaktorene som bidrar til å fylle rammen med innhold.

1.5.2.2. Forarbeider

I forbindelse med implementeringen av de tre EU-direktivene, Rapporteringsdirektivet, «MiFID»-direktivet²⁴ og «Takeover»-direktivet²⁵ i norsk rett, ble det utarbeidet omfattende forarbeider.²⁶ De forarbeidene som anvendes oftest i dette arbeidet er NOU 2006:3 «Om markeder for finansielle instrumenter» og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) «om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)».

Som nevnt ovenfor er vphl. § 4-2 en videreføring av den nå opphevede vphl.-1997 § 3-2. Av den grunn vil forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 fortsatt ha relevans, herunder NOU 1996:2 og Ot.prp. nr. 29 (1996-1997).

²³ Direktiv 2007/14/EF

²⁴ Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID).

²⁵ Direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud.

²⁶ Se også NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)

1.5.2.3. Rettspraksis

Det foreligger hverken høyesterettspraksis eller underrettspraksis som trekker opp grensene for det nærmere materielle innholdet i vphl. § 4-2 generelt eller for «rettigheter til aksjer» spesielt.

I avhandlingen vil én underrettsdom behandles, Borgarting Lagmannsretts dom, LB-2008-27119 «SeaDrill». Det må imidlertid bemerkes at en underrettsdom har begrenset rettskildemessig vekt, og kan heller ikke tas til inntekt som prejudikat.²⁷ I den juridiske teori har det vært diskutert om underrettsdommer i det hele tatt kan være relevante som rettskildefaktorer.²⁸ Etter mitt syn kan underrettsdommer kun i enkelte tilfeller regnes som relevante og tillegges vekt. Dette gjelder særlig hvis underrettsdommen gir uttrykk for en etablert retts- og/eller forvaltningspraksis, eller dersom det finnes lite eller ingen praksis fra Høyesterett vedrørende problemstillingen.²⁹

Nærmere om dommens rettskildemessige betydning for flaggeplikten i pkt. 5.5.2.6 (iii).

1.5.2.4. Andre myndigheters praksis

Andre myndigheters praksis innehar en sentral rolle i verdipapirretten. Begrunnelsen for dette er at aktiviteten på verdipapirmarkedet er underlagt omfattende tilsyn og kontroll. Tilsynet er hovedsakelig tillagt Finanstilsynet, men også Finansdepartementet og det regulerte marked har ansvar og oppgaver knyttet til tilsyn og overvåking.³⁰

Etter vphl. § 17-4 første ledd har Finanstilsynet hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på flaggeplikten. Finanstilsynet rundskriv, som gir uttrykk for tilsynets tolkning og forståelse av flaggeplikten, er retningsgivende for praktiseringen av flaggeplikten. Rundskrivet «Ru 28/2011» er særlig betydningsfullt for flaggepliktens del.³¹ I tillegg til Finanstilsynets rundskriv utgir Oslo Børs børssirkulære som uttrykk for børsens oppfatninger og tolkninger av verdipapirlovgivningen.³²

²⁷ ECKHOFF (2001) s. 159, og NILS NYGAARD, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, Bergen 2004 s. 75.

²⁸ FLEISCHER (1998) s. 190 og s. 269 ff. hevder at underrettsdommer ikke er relevante rettskildefaktorer, mens BOE, *Innføring i juss*, Oslo 1996 s. 248, hevder at underrettsdommer er relevante, men med liten vekt.

²⁹ NYGAARD (2004) s. 326 og FALKANGER (1998) s. 93-96.

³⁰ TRUDE MYKLEBUST, *Innføring i finansmarkedsrett*, Oslo 2011 s. 198.

³¹ Ru 28/2011 - «Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4». Ru 28/2011 erstattet det tidligere rundskrivet Ru 9/2009.

³² Se Børssirkulære Nr. 1/2003: «Meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater».

For de avgjørelser som er nevnt i Lov om regulerte markeder nr. 74 av 29.06.2007 (Børsloven) § 40 er Børsklagenemnda klageorgan for klager over børsens vedtak.³³

En konsekvent myndighetspraksis vil i flere tilfeller kunne ha betydning som supplement til lovens bestemmelser, men ut fra det alminnelige legalitetsprinsippet kan praksisen ikke tjene som et selvstendig grunnlag for pålegg av hverken plikter eller andre inngrep. En enkeltstående avgjørelse fra børsklagenemnda eller tolkningsuttalelse fra Oslo Børs eller Finanstilsynet vil ikke i seg selv ha særlig rettskildemessig vekt. Likevel vil avgjørelsen kunne bli tillagt vekt av domstolene. Imidlertid vil praksisen, i mangel på andre rettskilder, ha størst betydning som retningslinje for hvordan markedets aktører skal innrette seg i det praktiske liv.³⁴

1.5.2.5. EU-direktiver

Rapporteringsdirektivet ble vedtatt av Rådet 15. desember 2004. Direktivet ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 120/2005 av 30. september 2005.³⁵

Rapporteringsdirektivet bygger på prinsippet om hjemstatstilsyn innenfor EØS for utstedere med finansielle instrumenter notert på regulert marked. Utsteders *hjemstat* kan således pålegge blant annet utstedere og aksjeeiere/rettighetshavere ytterligere og strengere regler enn det som følger av direktivet, jf. art. 3 nr.1. Direktivet er således et *minimumsdirektiv*.³⁶ Imidlertid kan en *vertsstat* ikke pålegge strengere regler enn hva som følger av direktivet, jf. art. 3 nr. 2. Se nærmere om hjemstat/vertsstat i pkt. 4.1.³⁷

Før vedtakelsen av vphl.-2007 baserte flaggereglene seg delvis på interne norske regler og delvis på EØS-forpliktelser. Etter vedtakelsen av Rapporteringsdirektivet ble de EØS-rettslige flaggereglene skjerpet. Av den grunn måtte lovgiver innføre skjerpelse av de eksisterende norske flaggereglene som ikke oppfylte direktivets krav, se bl.a. pkt. 6.1.4 og pkt. 6.2.

Hva angår direktivets betydning for vphl. § 4-2, legges det til grunn i forarbeidene at:

³³ Vedtak truffet etter § 40 kan etter børsloven § 43 bringes inn for domstolene etter at klageadgangen er utnyttet.

³⁴ BECHMANN M.FL (2002) s. 14-15.

³⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 20.

³⁶ SEJERSTED M.FL., *EØS-rett*, Oslo 2004, s. 280.

³⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 20.

«Direktivet vil her som ellers være en viktig faktor når den norske gjennomføringsbestemmelsen skal forstås og anvendes».³⁸

Siden Rapporteringsdirektivet er et minimumsdirektiv og Norge står fritt til å vedta strengere regler, jf. ovenfor, vil direktivet først og fremst anvendes som et tolkningsmoment ved klarleggingen av vphl. § 4-2 sine rammer.

1.5.2.6. Juridisk teori

Det er ingen tvil om at juridisk teori har stor betydning som argumentbærer, men om teorien i tillegg har vekt i seg selv er ikke like klart.³⁹ Av den grunn blir juridisk teori vanligvis betraktet som en sekundær rettskilde.⁴⁰ Imidlertid kan teorien tillegges selvstendig vekt dersom det er sterk tvil om en løsning og oppfatningen er enstemmig, eller om det dreier seg om en meget respektert forfatter.⁴¹

Den sentrale fremstilling av flaggeplikten i norsk rett er artikkelen "*Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper*" fra 1999, skrevet av tidligere juridisk direktør på Oslo Børs, ATLE DEGRÉ. Artikkelen er skrevet i tilknytning til det tidligere flaggeregimet, men har fortsatt relevans siden flaggeplikten i det alt vesentligste er videreført i vphl. § 4-2, jf. pkt. 1.5.2.2.

1.6. Terminologi

1.6.1. Finansielle instrumenter, verdipapirmarkedet og aktører

Etter vphl. § 2-2 omfatter «finansielle instrumenter» følgende hovedgrupper: «omsettelige verdipapirer», «verdipapirfondsandeler», «pengemarkedsinstrumenter» og «derivater». I avhandlingen vil «finansielle instrumenter» benyttes hovedsakelig om instrumenter som tilhører i gruppene «omsettelige verdipapirer» og «derivater», jf. kap. 4.

«Verdipapirmarkedet» er betegnelsen på markedet hvor «finansielle instrumenter» omsettes. I avhandlingen vil begrepet «verdipapirmarkedet» benyttes om både «førstehåndsmarkedet»

³⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 368.

³⁹ FALKANGER (1998) s. 96.

⁴⁰ JENS EDVIN A. SKOGHØY, «Rett, politikk og moral», *Tidsskrift for rettsvitenskap*, 1994 s. 849.

⁴¹ FALKANGER (1998) s. 97.

(«emisjonsmarkedet»), markedet hvor verdipapirer utstedes mot vederlag som tilfaller utstederen som egenkapital eller gjeld, og «annenhåndsmarkedet», hvor allerede utstedte verdipapirer omsettes.⁴²

Verdipapirmarkedets tre hovedaktører er «utstederne» av verdipapirer, «verdipapirforetak» og «investorer». Med «utstedere» menes børsnoterte selskaper, offentlige virksomheter og andre som innhenter kapital ved å utstede verdipapirer i førstehåndsmarkedet. Ved å utstede aksjer kan selskapet innhente *egenkapital* (omtales også «*risikokapital*», pga. prioritet bak fremmedkapital i konkurs) og ved å utstede obligasjonslån kan det innhentes *fremmedkapital*. Videre forstås «verdipapirforetak» som bl.a. meglerhus som opptrer som mellommenn ved kjøp og salg av verdipapirer.⁴³ Med «investorer» siktes det til kjøpere av finansielle instrumenter i førstehåndsmarkedet, og både kjøpere og selgere av finansielle instrumenter i annenhåndsmarkedet.

1.7. Den videre fremstilling

I det følgende skal det i kapittel 2 redegjøres for hensynene bak regulering av flaggeplikt for «rettigheter til aksjer», flaggeplikt generelt og verdipapirmarkedet. Dette gjøres for å vise *hvorfor* det eksisterer flaggeplikt for «rettigheter til aksjer». Etter dette vil flaggepliktens utvikling behandles i kapittel 3. Dette for å sette vphl. § 4-2 i perspektiv til de tidligere flaggeregler, samt for å vise flaggepliktens utvikling i takt med utviklingen av det nasjonale og internasjonale verdipapirmarkedet. I kapittel 4 skal flaggepliktens virkeområde behandles. I kapittel 5 skal det drøftes *hvilke* finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer». Etter dette vil det i kapittel 6 redegjøres nærmere for *når* flaggeplikten utløses. Endelig i kapittel 7 vil det foretas en vurdering av om det er behov for forskriftsregulering av begrepet «rettigheter til aksjer» i relasjon til flaggeplikten.

⁴² MYKLEBUST (2011) s. 30.

⁴³ MYKLEBUST (2011) s. 67 og 214.

2. Hensyn

2.1. Innledning

Formålet med kapitlet er å redegjøre for de ulike hensynene som begrunner regulering av flaggeplikt for «rettigheter til aksjer». Imidlertid må hensynene ses i sammenheng med hensynene som begrunner flaggeplikt generelt, og disse hensynene kan igjen ikke ses løsrevet fra hensynene bak regulering av verdipapirmarkedet. Hensynene virker således i samspill med hverandre, og det er av den grunn vanskelig å tilnærme seg de ulike hensynene isolert, de må ses i sammenheng.

Hensynene bak både verdipapirmarkedet og flaggeplikten, vil kunne være utslagsgivende for om et finansielt instrument omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer». Av den grunn innehar hensynene en sentral posisjon i dette arbeidet og vil anvendes aktivt i drøftelsene.

2.2. Hensynene bak regulering av verdipapirmarkedet

Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å bidra til en effektiv og enkel distribuering av egenkapital og kreditt.⁴⁴ Herunder å føre oppspart kapital om til investeringer, og dermed finansiere andres behov, håndtere og omfordele risiko, overvåkning av investeringer, produksjon og distribusjon av informasjon, betalingsformidling, samt sørge for økt likviditet i markedet mv.⁴⁵ Av den grunn angir vphl. § 1-1 at:

«Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.»⁴⁶

Det følger av forarbeidene at verdipapirmarkedet fungerer «effektivt» når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.⁴⁷ Videre

⁴⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 11.

⁴⁵ MYKLEBUST (2011) s. 23.

⁴⁶ Bestemmelsen er en ren videreføring av vphl.-1997 § 1-1, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 417. Forarbeidene til den tidligere flaggebestemmelsen, NOU 1996:2, er også relevante, jf. pkt. 1.5.2.2.

⁴⁷ NOU 1996:2 pkt. 2.1.

menes det med ordet «ordnet» at handelen på det regulerte markedet skal fungere under kontrollerte former, noe som igjen vil påvirke hvor riktige prisene i markedet er. Begrepet «ordnet» dekker også det krav at handelen i verdipapirmarkedet skal tilfredsstillе alminnelige rettferdighetsnormer slik som bl.a. en lik og rettferdig fordeling av informasjon.⁴⁸

Endelig referer ordet «sikker» seg til selve oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene. Verdipapirmarkedets aktører må ha trygghet for at betaling av verdipapirer finner sted og at papirene blir levert ved oppgjør. Usikkerhet ved oppgjøret, vil være en kostnad som medfører redusert effektivitet i markedene.⁴⁹

Lovens formål er således å legge til rette for et velfungerende verdipapirmarked i tråd med markedets hovedoppgaver, jf. ovenfor. Formålsbestemmelsen uttrykker de grunnleggende hensynene bak verdipapirhandelloven. Disse søkes nådd gjennom lovens øvrige bestemmelser.

2.3. Hensynene bak regulering av flaggeplikt for «rettigheter til aksjer»

2.3.1. Innledning

I det følgende skal det ses nærmere på de ulike hensynene som begrunner flaggereglene. Først skal det ses på hvilken rolle flaggeplikten spiller for å nå lovens formål om et effektivt verdipapirmarked. Deretter skal flaggeplikten betydning for å sikre aktørenes tillit til markedet behandles. Etter dette skal det redegjøres for de hensyn som begrunner utvidelsen av flaggeplikten til å også omfatte «rettigheter til aksjer».

2.3.2. Flaggeplikten som virkemiddel for et «effektivt» verdipapirmarked - Informasjonshensynet

Som nevnt tidligere fungerer verdipapirmarkedet først «effektivt» når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir. En av verdipapirmarkedets viktigste funksjoner er av den grunn å fungere som *prissetter av kapital*.

⁴⁸ NOU 1996:2 pkt. 2.1.

⁴⁹ NOU 1996:2 pkt. 2.1.

En investor vil basere sin investeringsbeslutning på sin egen subjektive vurdering av et selskaps forventede avkastning, forventede likviditet og risiko basert på all tilgjengelig informasjon.⁵⁰ Herunder vil selskapets børsmeldinger, aksjeanalyser, årsregnskaper, tidligere handlede aksjekurser, nåværende aksjekurs mv., og generelle nyheter som angår selskapet eller bransjen det tilhører, utgjøre grunnlaget for beslutningen. Informasjon er således selve «råstoffet» bak investeringsbeslutninger.

Det er investorenes virksomhet i markedet som fører til at verdipapirene blir riktig priset, og prisen vil variere etter hvert som ny kunnskap blir tilgjengelig for aktørene. I et effektivt marked vil prisen på en aksje reflektere all tilgjengelig informasjon og prisen vil raskt tilpasses ny informasjon. Markedet vil i et slikt tilfelle være *effisient*.⁵¹ Dette medfører at prisen på en aksje ikke blir bestemt av skjæringspunktet mellom en stigende tilbudskurve og en fallende etterspørselskurve, slik prisen bestemmes i varemarkedet. I et effisient aksjemarked skal altså ikke en økning i tilbudet av en aksje i seg selv endre aksjekursen, med mindre økningen i tilbudet også gir informasjon til markedet.⁵²

For at markedet skal fungere som prissetter på kapital, er det avhengig av at det er tilstrekkelig med aktører som ønsker å utstede, tegne, kjøpe eller selge finansielle instrumenter.⁵³ Av den grunn er det nødvendig å sikre at aktørene har tillit til markedet gjennom en åpen, lik og rettferdig fordeling av kurssensitiv informasjon. Dette for at prisingen av aksjene i markedet skal være «korrekt» slik at lovens formål om et «effektivt» marked nås. Lik fordeling av informasjon omtales i økonomisk teori som «symmetrisk informasjon».⁵⁴

Flagging av «rettigheter til aksjer» er følgelig et sentralt virkemiddel for at verdipapirmarkedet skal kunne fungere etter sitt formål. Uten flaggeplikten ville markedet ikke fått tilgang til kurssensitiv informasjon om endringer og potensielle endringer i børnoterte selskapers eierstruktur, hvilke aktører som har interesser i disse og hvem som innehar kontroll over selskapenes stemmerettigheter. Dette er informasjon som har stor betydning ved investorenes vurdering av selskapets verdi. En flaggemelding kan således være et varsel om at et oppkjøp er i gjære eller gi indikasjoner om andre

⁵⁰ NOU 1996:2 pkt. 2.4.2.

⁵¹ Uttrykket *effisient* kommer fra «Efficient Market Hypothesis» av de amerikanske økonomene Eugen Fama og Kenneth R. French, se MYKLEBUST (2011) s. 56 for videre henvisninger.

⁵² NOU 1996:2 pkt. 2.4.2.

⁵³ NOU 1996:2 pkt. 2.4.5.

⁵⁴ MYKLEBUST (2011) s. 31.

aksjeeieres/rettighetshaveres forventninger til et børsnotertselskaps utvikling. Flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» bidrar således til å øke informasjonsnivået i markedet om forhold som er av vesentlig betydning for verdsettelsen av aksjekurser, og medvirker til å skape en symmetrisk informasjonstilgang.⁵⁵

2.3.3. Det grunnleggende hensynet om tillit til verdipapirmarkedet

For at verdipapirmarkedet skal fungere etter sitt formål må investorene ha tillit til at markedet fungerer på en forutsigbar måte, og tillit til markedets øvrige aktører. Dette er særlig viktig for et lite verdipapirmarked som det norske med relativt få aktører og lite kapitalgrunnlag, sammenlignet med de fleste europeiske børser. Det norske markedet er derfor meget sårbart for tillitsbrudd. I tillegg står utenlandske investorer for ca. 70% av omsetningen av aksjer på børsen.⁵⁶ Dette er profesjonelle aktører som opererer på de internasjonale verdipapirmarkedene. For å kunne tiltrekke seg slike aktører er det norske markedet avhengig av deres tillit. Hvis ikke aktørene har tiltro til markedet, vil risikoen ved å investere i verdipapirer kunne bli for høy til at investorene, både norske og internasjonale, ønsker å delta i markedene.⁵⁷

Av den grunn er et av de bærende hensynene bak flaggeplikten for «rettigheter til aksjer», å sikre at verdipapirmarkedets aktører har *tillit til markedet*. Dette gjøres ved at aktørene gis den til enhver tid oppdaterte informasjon om større erverv eller avhendelser av «rettigheter til aksjer» i børsnoterte selskaper.⁵⁸ Ved at flaggeplikten også omfatter «rettigheter til aksjer» så får markedet informasjon om potensielle endringer i noterte selskaper før endringene skjer. Dette bidrar til å skape et enda mer gjennomsiktig og tillitsfullt marked i tråd med lovens formål.

2.3.4. Hensynet til likebehandling av markedets aktører

«Rettigheter til aksjer» gir ikke i seg selv slik innflytelse i selskapet at dets eierstruktur endres, men det *kan* medføre endringer. En annen begrunnelse for at «rettigheter til aksjer»

⁵⁵ MYKLEBUST (2011) s. 56 og s. 317.

⁵⁶ <http://www.okokrim.no/verdipapirkriminalitet>

⁵⁷ NOU 1996:2 pkt. 2.3.

⁵⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 315.

inkluderes i flaggeplikten er for å sikre et av verdipapirrettens grunnprinsipper, om at aktørene skal ha lik og samtidig tilgang på kurssensitiv informasjon.⁵⁹ Via flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» får verdipapirmarkedet lik og samtidig informasjon om den *reelle interesse* og *mulige innflytelse* større aksjeeiere har i børsnoterte selskaper.⁶⁰ Dette er også i samsvar med et annet av verdipapirlovens overordnede prinsipper, *likebehandling av aktørene*, som fremkommer av vphl. § 5-14. Virkningen av dette er at investorenes tillit til det regulerte marked øker, og bidrar til at flere investorer deltar i førstehåndsmarkedet som igjen fører til at flere utstedere får tilgang på risikokapital, jf. pkt. 2.2.

2.3.5. Omgåelseshensynet

Et annet sentralt hensyn bak flaggeplikt for «rettigheter til aksjer», er å hindre omgåelser av flaggeplikten. Dersom «rettigheter til aksjer» ikke hadde vært flaggepliktig, ville plikten kunne blitt omgått gjennom erverv av «rettigheter til aksjer», fremfor erverv av eierrettighetene til aksjer. Verdipapirmarkedet ville da hverken få tilgang på informasjon om aksjeeieres reelle interesse i børsnoterte selskaper eller kjennskap til potensielle endringer i selskapenes eierstruktur, før rettighetene ble utøvd og aksjeandelen nådde opp til eller passerte en flaggeterskel.⁶¹

En slik rettstilstand ville vært uholdbar og ville rammet selskapets øvrige aksjeeiere, for eksempel dersom aksjekursen steg etter at markedet fikk informasjon om at en betydelig investor utøvde sin konverteringsrett, fremfor å kreve det konvertible lånet tilbakebetalt. Kursoppgangen ville i et slikt tilfelle først komme på et senere tidspunkt, enn hvis markedet hadde blitt informert alt ved inngåelsen av det konvertible lånet. Den forsinkede kursoppgangen vil være til ulempe for aksjeeiere som f.eks. hadde solgt seg ut før konverteringen ble gjennomført, uten å vite om den betydelige investorens posisjonering.⁶²

⁵⁹ DEGRÉ (1999) s. 218.

⁶⁰ NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.3.

⁶¹ NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.3.

⁶² DEGRÉ (1999) s. 222.

3. Flaggepliktens utvikling

3.1. Innledning

Temaet for avhandlingen er gjeldende rett vedrørende flaggeplikt for «rettigheter til aksjer». Før gjeldende rett behandles skal det tas ett skritt tilbake for å foreta et rettshistorisk tilbakeblikk. Flaggeplikten har vært igjennom en betydelig utvikling i løpet av de senere tiår. Det er forfatterens ønske at kapittel 3 skal belyse hvordan flaggereglene har vært, hvorfor den var slik og hvorfor den har utviklet seg til å bli slik den fremstår i dag. Dette for å øke forståelsen av gjeldende rett.

3.2. Flaggeplikten innføres

Ved endringslov av 14. juni 1985 nr. 69 i den nå opphevede Lov av 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper m.m.(asl.-1976), ble flaggeplikt for aksjer innført i norsk rett i asl.-1976 § 3-9 tredje ledd. Justisdepartementet uttalte følgende om begrunnelsen for innførelsen av flaggeplikten:

«Bakgrunnen for forslaget [om flaggeplikten] er at det i den senere tid har forekommet en del tilfeller hvor enkeltpersoner eller grupper av personer har foretatt eller forsøkt å foreta skjulte oppkjøp av større aksjeposter i norske selskaper. Forslaget har til formål å sikre at selskapet og aksjemarkedet straks blir kjent med oppkjøp som endrer eierstrukturen i selskapene».⁶³

Uttalelsen viser at begrunnelsen for innføringen av flaggeplikten var at verdipapirmarkedet var i forandring. Forut for flaggeplikten, kunne erververe av større aksjeposter skjule sin posisjon i opptil én måned, jf. asl.-1976 § 3-9 annet ledd siste punktum. Denne regelen ble i forarbeidene begrunnet med at dersom kjøperen:

«...ønsker å erverve et større antall aksjer i et aksjeselskap, vil det ha en prismessig betydning at hans interesser ikke blir kjent før samtlige kjøp er gjennomført».⁶⁴

⁶³ Ot.prp. nr. 72 (1984-1985) s. 3.

⁶⁴ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 50.

Dette viser at lovgiver tidligere vernet om kjøpere av større aksjeposter. Ved at erververe kunne skjule sin posisjon unngikk vedkommende både kursoppgang eller at det ble iverksatt hindringer mot oppkjøpet.

3.3. Verdipapirmarkedet endrer karakter

Utover 1970-tallet endret verdipapirmarkedet karakter. Det forekom hyppigere såkalte «overraskende oppkjøp» og «fiendtlige oppkjøp» - oppkjøp hvor enkelte aktører oppnådde fordeler på bekostning av målselskapet, dets interesser og ansatte. Det meldte seg således et behov for å verne andre interesser enn oppkjøpers.

Høsten 1984 henvendte Oslo Børs seg til Justisdepartementet, og hevdet at tiden var inne for en bestemmelse som påla *umiddelbar* flaggeplikt for erververe og avhendere av børsnoterte aksjer.⁶⁵ Børsen pekte særlig på hensynet til det norske verdipapirmarkedets omdømme i utlandet og den tiltakende frykten i markedet for «uvennlige» oppkjøp, som begrunnelse for lovfesting av flaggeplikten. Oslo Børs gikk inn for at flaggeplikten ble utløst ved erverv som førte til at vedkommende ble eier av mer enn én tidel av aksjekapitalen, eller fikk en tilsvarende andel av stemmene i et børsnotert selskap. Dette ble også innført i asl.-1976 § 3-9 tredje ledd.

Justisdepartementets begrunnelse for innføringen av flaggeplikten § 3-9 tredje ledd var at både selskapet, aksjemarkedet og øvrige interessenter skulle bli gjort kjent med større endringer i selskapenes eierstruktur. I tillegg ble det lagt vekt på den frykt og uro som skjulte oppkjøp skapte i norsk næringsliv. Samt at den aktuelle selskapsledelse skulle få tid til å iverksette mottiltak mot oppkjøp uten å måtte vedtektsfeste bestemmelser i strid med aksjenes frie omsettelighet.⁶⁶

3.4. Flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» innføres

Etter hvert som finansmarkedene utviklet seg oppstod det stadig nye finansielle instrumenter. I 1989 ble det innført regler om handel med *standardiserte opsjoner* mv. over Oslo Børs. Etter dette ble erverv av «rettigheter til aksjer» mulig. For eksempel ved oppkjøp av selskaper

⁶⁵ Ot.prp. nr. 72 (1984-1985) s. 4.

⁶⁶ Ot.prp. nr. 72 (1984-1985) s. 5.

kunne erververen kjøpe en større aksjepost med tilhørende kjøpsopsjoner. På bakgrunn av denne utviklingen oppstod det et informasjonsbehov vedrørende aktørenes posisjoneringer i børsnoterte selskapers aksjer, i tillegg til erverv og avhendelse av aksjene. Finansdepartementet innførte av den grunn flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» i «Flaggeforskriften».⁶⁷

Flaggeplikten ble utløst ved *erverv* av aksjer eller «rettigheter til aksjer» når erververen etter ervervet eide aksjer og «rettigheter til aksjer» som til sammen representerte mer enn én tidel av aksjekapitalen eller stemmene i selskapet, jf. flaggeforskriften § 1 annet ledd. Etter inkluderingen av «rettigheter til aksjer» gav flaggeplikten nå et mer korrekt bilde av hvilke aktører som hadde reell og/eller potensiell innflytelse i børsnoterte selskaper.

3.5. Gjennomføring av EU-direktiver

Fra 1992 til 1997 led flaggeplikten en omflakkende tilværelse. Flaggeplikten ble flyttet fra asl.-1976 § 3-9 tredje ledd til verdipapirhandelloven § 8A ved endringslov av 4. desember 1992 nr. 123, stadig supplert av «Flaggeforskriften». Videre ble flaggeregelen flyttet fra vphl. § 8A til vphl. § 1-13 gjennom lovendring med virkning fra 31. desember 1996. Vphl. § 1-13 var også supplert av «Flaggeforskriften» hva angikk flaggeplikt for «rettigheter til aksjer».

Etter vedtakelsen av den nye verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79 ble flaggereglene i vphl. § 1-13 videreført i lovens § 3-2. Det var først ved denne endringen at lovgiver gav en fullstendig flaggebestemmelse i lovsform. Flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» var med dette lovfestet. Flaggeforskriften var etter dette overflødig og ble opphevet da vphl.-1997 trådte i kraft 1. desember 1997.⁶⁸

Imidlertid må det bemerkes at etter vphl. § 3-2 annet ledd var ikke *avhendelse* av «rettigheter til aksjer» omfattet av flaggeplikten slik det er i dag, jf. ordlyden «...ved avhendelse endrer sin andel av *aksjer*». Dette innebar at en rekke finansielle instrumenter som opsjoner, terminer, tegningsretter i fortrinnsrettsemisjoner, konvertible obligasjoner mv. kunne selges uten at markedet ble orientert om dette. Begrunnelsen for at avhendelse av «rettigheter til

⁶⁷ FOR 1989-10-05 nr 1091.

⁶⁸ Vphl.-1997 § 15-1, jf. FOR 1997-11-07 nr 1149.

aksjer» ikke var omfattet, var at det var antatt at markedets interesse for slik informasjon var marginal.⁶⁹

I årene etter vedtakelsen av vphl.-1997 rettet EU blikket mot en tettere integrering av de europeiske finansmarkeder. Arbeidet resulterte i den ambisiøse handlingsplanen «Financial Services Action Plan» (FSAP). I planen fremgikk det 42 ulike tiltak for å skape et godt integrert europeisk finansmarked. Rapporteringsdirektivet utgjorde et av de sentrale elementene i denne handlingsplanen.⁷⁰

EUs formål med Rapporteringsdirektivet var å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på regulert marked, må gi til markedet innenfor hele EØS-området, jf. direktivets art. 1. Videre var formålet med direktivet å bedre investorenes trygghet, forbedre de europeiske kapitalmarkedenes effektivitet, åpenhet og integritet og ved dette tiltrekke investorer til det europeiske verdipapirmarkedet, jf. fortalens første avsnitt.⁷¹

3.6. Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 4-2

Finansdepartementet nedsatte ved kongelig resolusjon 2. juli 2004 et verdipapirmarkedsløvtvalg med Rune Sæbø som leder for utarbeidelse av forslag til norsk gjennomføring av tre EU-direktiver som alle var en del av FSAP, direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID), direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (Rapporteringsdirektivet), og direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud.

Resultatet av lovprosessen ble verdipapirhandelloven og børsloven. Verdipapirhandelloven trådte delvis i kraft fra 1. november 2007 og delvis fra 1. januar 2008.⁷² Børsloven trådte i kraft fra 1. november 2007.⁷³ Samme dato som verdipapirhandelloven ble vedtatt, 29. juni 2007, ble også «verdipapirforskriften» vedtatt.⁷⁴ Forskriftens kapittel 4 utfyller reglene til flaggebestemmelsene i vphl. § 4-2, og trådte i kraft 1. januar 2008.

⁶⁹ Se DEGRÉ (1999) s. 232 med ytterligere henvisninger.

⁷⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005). s. 8.

⁷¹ Se også St.prp. nr. 37 (2005-2006) s. 1 ff.

⁷² Kongelig resolusjon 29. Juni 2007 nr. 752 og vphl. § 18-1. Flaggreglene trådte i kraft 1.1.2008.

⁷³ Børsloven § 49.

⁷⁴ FOR 2007-06-29 nr. 876.

4. Vphl. § 4-2 anvendelsesområde

Etter vphl. § 4-2 første ledd følger det:

«Denne paragrafen gjelder for aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat. Norge skal anses som hjemstat for utstedere som nevnt i § 5-4 annet til fjerde ledd. Der Norge er vertsstat for en utsteder, gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i denne bestemmelse og § 4-3 annet til fjerde ledd, jf. § 5-4 femte ledd.»

Bestemmelsens saklige virkeområde er «aksjer» som er «opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat». «Rettigheter til aksjer» omfatter således kun «rettigheter» til slike aksjer. Begrunnelsen for dette er Rapporteringsdirektivet art. 19 om hjemstatskontroll. Etter art. 19 har norske myndigheter kun plikt til å føre tilsyn med flaggereglene overfor utstedere med hjemstat i Norge.⁷⁵

Etter vphl. § 5-4 annet til fjerde ledd følger det hvilke utstedere som har Norge som hjemstat. I følge bestemmelsen er Norge hjemstat overfor:

1. Norsk selskap med aksjer notert på norsk regulert marked.
2. Norsk selskap med aksjer notert på utenlandsk regulert marked innenfor EØS.
3. Selskap fra land utenfor EØS dersom norske myndigheter er prospektmyndighet...».⁷⁶

Etter vedtakelsen av vphl. § 4-2 ble flaggeplikten utvidet til også å gjelde for «rettigheter til aksjer» som er utstedt av en utsteder opptatt til handel på regulert marked med Norge som hjemstat. Dette medfører at flaggeregelens anvendelsesområde ble utvidet sammenlignet med den tidligere flaggeregel, som kun omhandlet transaksjoner med aksjer mv. som *var* notert på norsk regulert marked.⁷⁷

For utstedere som er notert på norsk regulert marked med Norge som «vertsstat», følger det av vphl. § 4-2 første ledd siste punktum at det er hjemstatens flaggelovgivning som gjelder. Etter vphl. § 5-4 femte ledd er Norge vertsstat for utstedere med annet EØS-land som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked. Oslo

⁷⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 315.

⁷⁶ Se også Ru 28/2011 s. 39.

⁷⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 316.

Børs har publisert en oversikt over hvilke utstedere Norge er vertsstat for på sine hjemmesider.⁷⁸

Videre må aksjene som «rettighetene» er knyttet til være «opptatt til handel på regulert marked». Det følger av vphl. § 2-3 tredje ledd at med *regulert marked* menes foretak som nevnt i børsloven § 3 første ledd. I Norge er det per 1. januar 2012 kun Oslo Børs og Oslo Axess som innehar tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked der aksjer er opptatt til handel, jf. børsloven § 4.

Dette innebærer at vphl. § 4-2 får anvendelse overfor «rettigheter til aksjer» som er tilknyttet aksjer opptatt til handel på regulert marked, enten i Norge eller internasjonalt, og der utsteder har Norge som hjemstat.

⁷⁸ www.oslobors.no

5. «Rettigheter til aksjer», vphl. § 4-2 femte ledd

5.1. Innledning

Av vphl. § 4-2 femte ledd følger hva som regnes som «rettigheter til aksjer»:

«Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter».

Bestemmelsen omfatter både rettigheter til eksisterende aksjer (kjøpsopsjoner) og til tegning av aksjer som *ikke* er utstedt (konvertible lån og tegningsretter). I det følgende skal det gis en analyse av hvilke finansielle instrumenter som omfattes av de opplistede instrumentgruppene som «rettigheter til aksjer».

De opplistede instrumentene kjennetegnes ved at de alle gir rett *til* aksjene som de er knyttet til. Avslutningsvis i kapitlet skal det ses nærmere på om «betingede rettigheter» og «kontantavregnede derivatkontrakter», som *ikke* gir rett til aksjene, likevel kan omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer», se pkt. 5.5 og 5.6.

5.2. Lån etter aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, jf. vphl. § 4-2 femte ledd

5.2.1. Hvilke finansielle instrumenter omfattes av «lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1»

Etter asl./asal. § 11-1 første ledd kan selskapet beslutte at kreditor ved avtale om lån til et aksje/allmennaksjeselskap kan gis rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet. Dette medfører at selskapet forplikter seg til å utstede aksjer og gjennomføre den nødvendige kapitalforhøyelse, når långiveren etter avtalen har rett til det.⁷⁹ Bestemmelsen omfatter således kun lån hvor

⁷⁹ AARBAKKE M.FL (2004) s. 722, jf. s. 1190.

konverteringsretten er lagt til långiver. Lån hvor konverteringsretten er tillagt selskapet (låntaker) omfattes imidlertid ikke av bestemmelsen.⁸⁰

Aksjelovene omfatter to hovedformer for lån med rett til å kreve utstedt aksjer; «konvertible lån» og «warrants».⁸¹ Forskjellen mellom disse låneformene er at et konvertibelt lån kan ombyttes i aksjer (ombyttingslån) ved at fordringen mot selskapet motregnes med aksjeinnskuddet. Konverteringsretten er fastlåst til lånet, og kan kun utnyttes sammen med dette. Mens det for et warrants-lån ligger en selvstendig rett til å få utstedt nye aksjer ved siden av lånet, mot at det ytes et ytterlig innskudd. Dette innebærer at tegningsretten vil bestå selv etter at lånet innfris eller opphører av andre årsaker.

5.2.2. Begrunnelsen for bruk av «lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven §11-1»

Begrunnelsen for at kreditorer tar i bruk konvertible obligasjoner og warrants er for å unngå å bli utsatt for den risiko aksjeinvesteringer vanligvis er forbundet med. Dette siden långiver beholder sitt krav, pluss renter, mot selskapet uavhengig av dets utvikling. I følge BRÅTHEN egner konvertible lån og warrants seg godt i selskaper hvor framtidsutsiktene er usikre, men hvor potensialet for inntjening er forholdsvis stort.⁸² Dersom selskapets aksjer stiger, vil konverteringsretten kunne bli gunstig for långiveren. Långivers risikoeksponering er således lavere enn ved et alminnelig aksjeerwerb. I tillegg vil retten til å bli aksjeeier ofte inneha en verdi i seg selv. Denne verdien vil avhenge av sannsynligheten for at selskapets aksjekurs vil stige, og om långiver er slik tilgodesett gjennom lånevilkårene at han ved å utnytte tegningsretten kan oppnå kursgevinst.⁸³

Selskapet, som låntaker, kan også tjene på å bruke låneformene i asl./asal. § 11-1. Renten på konvertible lån og warrants ligger vanligvis under markedsrenten. AARBAKKE hevder at differansen mellom obligasjonens fastsatte rente og markedsrenten representerer det som långiver er villig til å betale for konverteringsretten. Imidlertid kan renten også være høy for

⁸⁰ MAD HENRY ANDENÆS, *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, Oslo 2006, s. 543-544.

⁸¹ TORE BRÅTHEN, *Selskapsrett*, Oslo 2008 s. 177.

⁸² BRÅTHEN (2008) s. 177-178.

⁸³ AARBAKKE M.FL (2004) s. 722.

konvertible instrumenter. Dersom selskapet driver i en høykonjunktur- eller risikopreget bransje, vil renten ofte være høy uansett.⁸⁴

Konvertible lån kan også anvendes av børsnoterte selskaper som forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp. Herunder at det utstedes konvertible lån til vennligsinnede tredjeparter, ofte omtalt som *hvite riddere*. Formålet med lånet er at det skal kunne konverteres til aksjer dersom selskapet utsettes for et fiendtlig oppkjøp.⁸⁵

5.2.3. Hvorfor omfattes «lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1» av vphl. § 4-2 som «rettigheter til aksjer»?

Begrunnelsen for at konvertible rettigheter og warrants omfattes av flaggeplikten, er at slike instrumenter gir innehaveren en rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet. På den måten plikter selskapet å gjennomføre den nødvendige kapitalforhøyelsen i tråd med långiverens ønsker. Inngåelse av et slikt lån kan derfor sende signaler til markedet om at långiveren har tiltro til selskapet og dets fremtidsutvikling. I tillegg gir konverteringsretten rettighetshaveren en indirekte kontroll over de deler av selskapets aksjer som omfattes av låneavtalen. For eksempel hvis en långiver gir et lån som tilsvarer 5 % av selskapets aksjer etter kapitalforhøyelsen, i et selskap långiver allerede eier 30 % av aksjene i selskapet (låntaker). I et slikt tilfelle vil långiveren i realiteten inneha såkalt *negativ kontroll* over selskapet.⁸⁶ Dette gjelder særlig hvis konverteringsretten kan innløses fritt.

Långiveren har således en rett til selskapets aksjer som markedet har interesse av å få informasjon om forut for konverteringen. Hensynene bak flaggeplikten, bl.a. informasjonshensynet og omgåelseshensynet, taler derfor for at slike finansielle instrumenter omfattes av flaggeplikten, jf. kap. 2.

⁸⁴ AARBAKKE M.FL (2004) s. 723 med videre henvisninger.

⁸⁵ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1137.

⁸⁶ Se s. 50.

5.3. «Tegningsretter», jf. vphl. § 4-2 femte ledd

5.3.1. Hvilke finansielle instrumenter omfattes av «tegningsretter»

Med begrepet «tegningsretter» omfattes for det første «tegningsretter som utstedes til aksjeeierne i form av fortrinnsretter ved emisjoner» etter asal. § 10-4.⁸⁷ Aksjeeierne i et allmennaksjeselskap har etter asal. § 10-4 fortrinnsrett til de nye aksjene ved kapitalforhøyelser hvor aksjene skal tegnes mot innskudd i penger.⁸⁸ Dette gjelder såfremt det ikke er tatt beslutning etter asal. § 10-5 om å tilsidesette fortrinnsretten. Dersom det er tatt forbehold om å tilsidesette fortrinnsretten for deler av kapitalforhøyelsen, så vil aksjeeierne inneha fortrinnsrett til de øvrige aksjene.

For det annet omfattes «tegningsrettsaksjer» etter asal. § 11-10.⁸⁹ Et selskaps generalforsamling kan etter asal. § 11-10 bestemme at de aksjer som tegnes i forbindelse med en kapitalforhøyelse, skal gi aksjetegnerne rett til senere å kreve utstedt én eller flere nye aksjer mot innskudd. Derav navnet tegningsrettsaksjer. Dette innebærer at eieren av en tegningsrettsaksje kan kreve at selskapet utsteder ytterligere aksjer i medhold av kontrakten, og gjennomfører den nødvendige kapitalforhøyelse.⁹⁰ Tegningsrettsaksjer kan være *omsettelige verdipapirer* i seg selv, jf. vphl. § 2-2 annet ledd nr. 3, såfremt generalforsamlingen har besluttet at tegningsretten skal kunne skilles fra aksjen og utnyttes uavhengig av denne, jf. asal. § 11-10 annet ledd nr. 6.

For det tredje omfattes «frittstående tegningsretter» etter asal. § 11-12.⁹¹ Etter asal. § 11-12 kan generalforsamlingen beslutte å utstede tegningsretter som gir rettighetshaveren rett til senere å kreve utstedt én eller flere nye aksjer i selskapet på fastsatte vilkår. Rettigheten er selvstendig og hverken knyttet til lån etter asal. § 11-1 (warrants) eller til tegningsrettsaksjer etter asal. § 11-10.⁹² Aksjelovgivningen oppstiller ingen vilkår for at en frittstående tegningsrett skal kunne utøves. Et slikt vilkår kunne eksempelvis være at tegningsretten utløses hvis målselskapet blir utsatt for et fiendtlig oppkjøp. Denne muligheten har vært lite

⁸⁷ Ru 28/2011 s. 40-41.

⁸⁸ AARBAKKE M.FL. (2004) s. 678.

⁸⁹ Ru 28/2011 s. 40-41.

⁹⁰ AARBAKKE M.FL. (2004) s. 1197.

⁹¹ Ru 28/2011 s. 40-41.

⁹² «Warrants» omfattes også av begrepet «tegningsrett», men behandles i pkt. 5.2 sammen med konvertible lån.

benyttet av norske børsnoterte selskaper, men den norske aksjelovgivningen er ikke til hinder for amerikanske «poison pills»-strategier mot fiendtlige oppkjøp også kan anvendes i norsk rett. Imidlertid kan slike strategier være i strid med både kravet til likebehandling av aksjeeierne og misbruksreglene, jf. asal. §§ 5-21 og 6-28. Det vil derfor måtte bero på en konkret vurdering om slike arrangementer vil stå seg etter norsk rett.⁹³

5.3.2. Begrunnelsen for bruk av tegningsretter

Børsnoterte selskaper benytter tegningsretter for å tiltrekke seg investorer ved kapitalforhøyelser. I et børsnotert selskap, hvor markedet regner med at det er en mulighet for kursstigning, vil retten til å bli aksjeeier ha en verdi i seg selv. Investorer vil således være villig til å betale mer for tegningsrettsaksjer enn for alminnelige aksjer, som igjen fører til at selskapet blir ytterligere kapitalisert. Det ligger også en verdi i at innehaveren av tegningsretten kan *få* innflytelse eller *få økt* sin innflytelse i selskapet. Selskapet kan av den grunn anvende tegningsretter ved finansiering av kjøp av tjenester, varer eller virksomheter, eller som en del av godtgjørelsen til en ledende ansatt.⁹⁴

I en oppkjøpssituasjon vil kjøperselskapet kunne utstede tegningsrettsaksjer for å gjøre opp deler av vederlaget for ervervet av aksjene i målselskapet.⁹⁵ Tegningsrettsaksjer kan således fungere som en del av oppgjøret. Kjøperselskapet kan på den måten lettere få erverve målselskapets aksjer i og med at de opprinnelige eierne får ta del i en eventuell verdistigning. Dette gjelder særlig ved oppkjøp av gründervirksomheter hvor de opprinnelige eierne ofte er nært knyttet til selskapet og mindre villig til å selge sine eierandeler i selskapet. Tegningsrettsaksjer kan således fungere som et «lokkemiddel» for oppkjøpet.

En annen begrunnelse, som nevnt ovenfor, for bruk av tegningsretter er deres funksjon som forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp.

⁹³ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1136-1137.

⁹⁴ AARBAKKE M.FL. (2004) s. 1202.

⁹⁵ AABØ-EVENSEN (2011) s. 362.

5.3.3. Hvorfor omfattes tegningsretter av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer»?

Tegningsretter skal flagges som «rettigheter til aksjer», jf. vphl. § 4-2 annet ledd, jf. femte ledd. Begrunnelsen for at tegningsretter skal flagges er at eiere av slike innehar en «latent» innflytelse i selskapet ved at de har *rett* til å få utstedt nye aksjer. Dette gjelder særlig dersom innehaveren kan velge utøvelsestidspunkt selv.

Fortrinnsretter som utstedes ved emisjoner etter asal. § 10-4 omfattes, som nevnt ovenfor, også av flaggeplikten. Imidlertid vurderer Finanstilsynet det slik at det ikke er nødvendig å flagge slike for aksjeeiere som mottar fortrinnsretter i det *samme forhold* som vedkommende alt eier aksjer i.⁹⁶ Begrunnelsen for dette er at selskapet opprettholder den samme eierstrukturen. Det foregår således ingen *vesentlig endring* av eierforholdene som markedet har behov for informasjon om. Etter mitt syn er løsningen god, da hensynene bak flaggereglene ikke slår til i et slikt tilfelle, og flagging er av den grunn ikke påkrevd.

Imidlertid vil flagging være nødvendig dersom aksjeeieren mottok eller avhendet fortrinnsretter i et *annet forhold*, enn hva vedkommende alt eide aksjer i. I slike tilfeller vil det skje en forskyving av eierandeler som vil medføre flaggeplikt, så fremt aksjeeieren når opp til, overstiger eller faller under en flaggeterskel. Dette samsvarer også med hensynene bak flaggeplikten for «rettigheter til aksjer», jf. kap. 2.

⁹⁶ Ru 28/2011 s. 41.

5.4. «Opsjoner på kjøp av aksjer», jf. vphl. § 4-2 femte ledd

5.4.1. Hvilke finansielle instrumenter omfattes av «opsjoner på kjøp av aksjer»

Etter ordlyden i vphl. § 4-2 annet ledd omfattes «opsjoner på kjøp av aksjer» av flaggeplikten. I sin enkleste form gir en kjøpsopsjon innehaveren en ensidig rett – *men ingen plikt* - til å kjøpe et underliggende instrument fra selger (utsteder) for en fastsatt innløsningskurs på eller innen et fremtidig tidspunkt.⁹⁷

Kjøpsopsjoner er etter vphl. § 2-2 femte ledd et derivat. Derivater er finansielle instrumenter som utleder sin verdi fra én eller flere underliggende størrelser, ofte fra aksjer, men kan også være knyttet til valuta, renter, indekser, varer, tjenester, vær eller andre størrelser mv., jf. vphl. § 2-2 første ledd.⁹⁸ Det er imidlertid kun opsjoner på kjøp av aksjer som omfattes av vphl. § 4-2, jf. ovenfor.

Dersom opsjonen kan innløses innen et avtalt tidspunkt, omtales opsjonen som en «amerikansk opsjon». Hvis opsjonen kun kan innløses ved avtalens utløp omtales den som «europeisk».⁹⁹ Kjøpsopsjonene som omsettes på Oslo Børs er *standardiserte opsjoner*. Med dette menes det opsjoner som er knyttet til faste intervaller for innløsningskurser, faste dager for bortfall, fast løpetid, samt standard metode for håndtering av selskapshendelser og oppgjør. Alle standardiserte derivater blir cleared¹⁰⁰, og har faste underliggende instrumenter.¹⁰¹

En annen opsjonstype er de *ikke-standardiserte opsjoner* (OTC-kontrakter). Dette er opsjoner hvor partene selv blir enige om hvilke underliggende instrumenter avtalen skal omfatte, samt bortfallsdag, innløsningskurs, håndtering av selskapshendelser mv.¹⁰²

Videre er det antatt at «kontantavregnede opsjoner» *ikke* omfattes av flaggeplikten, siden disse ikke gir rett til levering av opsjonens underliggende aksjer. Dette standpunktet skal behandles nærmere i pkt. 5.5.2.¹⁰³

⁹⁷ BERGO (2008) s. 36.

⁹⁸ NOU 2006:3 s. 40.

⁹⁹ BERGO (2008) s. 37.

¹⁰⁰ Clearing er en garanti for oppfyllelse av opsjonsavtalen.

¹⁰¹ Se nærmere www.oslobors.no for hvilke aksjer som det tilbys opsjoner i.

¹⁰² BERGO (2008) s. 37.

Heller ikke salgsoptjoner omfattes av flaggeplikten, jf. bestemmelsens ordlyd. DEGRÉ hevdet at begrunnelsen for at det kun er kjøpsopptjoner som omfattes av flaggeplikten var for at flaggeplikten for «rettigheter til aksjer» bare gjelder ved *erwerb* av aksjer, altså passering av en flaggeterskel på vei opp.¹⁰⁴ Begrunnelsen kan ikke opprettholdes etter vedtakelsen av vphl. § 4-2, hvor også *avhendelse* av «rettigheter til aksjer» skal flagges.

Etter mitt syn kan en mulig begrunnelse for at salgsoptjoner ikke omfattes, være at en erverver av en kjøpsopptjon vil inneha en «long-position» i aksjen og vil oppnå gevinst ved økning i aksjekursen over opptjonens utøvelseskurs (strike). Utstederen av en kjøpsopptjon vil vanligvis sikre seg ved å erverve opptjonens underliggende instrument. Erververen av kjøpsopptjonen vil således kunne oppnå *faktisk kontroll* over sikringsaksjene eller vanskeliggjøre at konkurrenter får tak i de aktuelle aksjene, se pkt. 5.5.2.5 (ii). En erverver av en salgsoptjon vil ikke kunne oppnå samme faktiske kontroll over aksjene siden utstederen av salgsoptjonen ikke vil erverve aksjene som sikkerhet. Av den grunn vil det ikke være nødvendig å flagge salgsoptjoner.

Det er kun innehaveren av kjøpsopptjonen som er forpliktet til å flagge. Dette siden vedkommende har *rett* til å få levert opptjonens underliggende aksjer. Utsteder av kjøpsopptjonen plikter således ikke å flagge. Det samme gjelder for utstedere av salgsoptjoner, også når dette skjer til en så lav innløsningskurs at sannsynligheten for innløsning er meget høy. I forarbeidene til vphl.-1997 ble det vurdert om det skulle gjennomføres en gjennomskjæring og anse slike arrangementer som kjøp for utstedere av slike salgsoptjoners del. Forslaget ble imidlertid forkastet av Departementet.¹⁰⁵

¹⁰³ DEGRÉ (1999) s. 224.

¹⁰⁴ DEGRÉ (1999) s. 226.

¹⁰⁵ Se BERGO (2008) s. 257 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 59.

5.4.2. Begrunnelsen for bruk av opsjoner på kjøp av aksjer

Kjøpsopsjoner muliggjør at en kan overføre risikoen, og eventuelt også de positive gevinstene av et finansielt instrument, til en annen tredjepart, uten at eiendomsretten til de underliggende instrumentene overdras. Opsjonsavtalen gir således innehaveren en økonomisk eksponering mot det underliggende instrumentet uten at eiendomsretten overdras på tidspunktet for avtaleinngåelsen.¹⁰⁶

Bruk av opsjoner kan i flere tilfeller være mer effektivt enn aksjemarkedet. Eksempelvis kan en opsjonsinnehaver oppnå høyere avkastning med lavere investering ved opsjonshandel, enn i aksjemarkedet. En annen grunn kan være for å sikre et fremtidig kjøp mot verdistigning i det underliggende verdipapiret. Dette kan være særlig praktisk dersom kjøperen forventer kursoppgang, men mangler likviditet til å gjennomføre handelen før oppgangen.¹⁰⁷

Utstedere av kjøpsopsjoner gjør det på bakgrunn av sine oppfatninger om at kursutviklingen vil stagnere eller synke. Salg av en kjøpsopsjon vil i slike tilfeller gi høyere avkastning enn å sitte med aksjen selv. Dersom selgeren får rett i sin spådom av kursutviklingen, så vil opsjonen bortfalle og selgeren sitte igjen med opsjonspremien som gevinst.¹⁰⁸

Opsjoner kan også anvendes av markedets aktører til å sette sammen ulike typer opsjoner slik at man oppnår den samme kursmessige eksponering som om man var reell eier av de underliggende papirene. Dette omtales som *syntetiske aksjeopsjoner*. En kontantavregnet opsjon er en syntetisk aksjeopsjon.¹⁰⁹

5.4.3. Hvorfor omfattes kjøpsopsjoner på aksjer av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer»

Etter vphl. § 4-2 femte ledd skal «opsjoner på kjøp av aksjer» flagges som «rettigheter til aksjer». Ut fra flaggepliktens formål er det opsjoner som gir rett til levering av opsjonens underliggende aksjer som hovedsakelig omfattes. Dette gjelder f. eks. standardiserte opsjoner på Oslo Børs. I tillegg vil også ikke-standardiserte opsjoner omfattes, såfremt den

¹⁰⁶ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1083.

¹⁰⁷ «Opsjoner – På egenhånd», Informasjonshefte utgitt av Oslo Børs' juridiske avdeling, s. 42.

¹⁰⁸ Opsjonspremien er den pris opsjonskjøperen betaler ved inngåelsen av opsjonsavtalen til selgeren.

¹⁰⁹ BERGO (2008) s. 38.

underliggende aksjen er registrert på norsk regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat og opsjonen gir rett til levering av de underliggende aksjene, jf. vphl. § 4-2 første ledd.¹¹⁰

Begrunnelsen for dette er at formålet og hensynet bak flaggeplikt for «rettigheter til aksjer», som nevnt i kap. 2, er å hindre omgåelser av flaggeplikten og gi markedet informasjon om den reelle interesse og mulige innflytelse til større aksjeeiere i børsnoterte selskaper.¹¹¹ En innehaver av en kjøpsopsjon vil ha rett til å innløse opsjonen og erverve det underliggende instrumentet til innløsningskursen. Finanstilsynet har til og med ved tidligere anledninger likestilt innehav av amerikanske kjøpsopsjoner med direkte eie av opsjonens underliggende aksjer.¹¹²

¹¹⁰ Ot. prp. nr. 29 (1996-1997) s. 61.

¹¹¹ NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.3.

¹¹² BERGO (2008) s. 55.

5.5. «Tilsvarende rettigheter», vphl. § 4-2 femte ledd.

Med «tilsvarende rettigheter» menes lignende rettigheter til de opplistede instrumentene i bestemmelsen: lån etter asal. § 11-1, tegningsretter og kjøpsopsjoner.¹¹³ Som nevnt i pkt. 5.1 kjennetegnes de opplistede instrumentene med at de alle gir rett *til* aksjene som de er knyttet til. Dette innebærer at rettigheter som gir tilsvarende rettigheter som de opplistede, vil omfattes av flaggeplikten som «tilsvarende rettigheter», selv om de ikke er nevnt i bestemmelsen. Begrepet er således å anse som en «sikkerhetsventil» for å kunne omfatte lignende tilfeller, uten å måtte redegjøre for samtlige instrumenter som *kan* omfattes som «rettigheter til aksjer».¹¹⁴

Tilsvarende rettigheter for «lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1» vil f. eks. være lignende lån og warrants utstedt av utenlandske selskaper etter sitt hjemlands aksjerett.¹¹⁵ Videre vil tilsvarende rettigheter for «tegningsretter» trolig omfatte alle avtaler med utstedere om utstedelse av aksjer i fremtiden. Dette vil bl.a. kunne omfatte både ansatteopsjoner og tegningsrettsaksjer utstedt etter asal. § 11-10 før fradeling av tegningsrettene fra aksjene.¹¹⁶

Hva angår tilsvarende rettigheter for «opsjoner på kjøp av aksjer», er rettstilstanden noe mer usikker. Av hensyn til avhandlingens omfang, og for å kunne gjennomføre en grundigere behandling, vil det fokuseres på to typer rettigheter som i stadig økende grad benyttes både internasjonalt og på Oslo Børs.¹¹⁷ Dette gjelder spesielt i forbindelse med oppkjøpsforsøk av børsnoterte selskaper. Det er av den grunn både et praktisk og rettslig behov for avklaring om slike rettigheter omfattes av flaggeplikten.

Den første typen rettigheter er «betingede rettigheter» og den annen er «kontantavregnede opsjoner». I det følgende skal det drøftes om disse rettighetene kan omfattes av flaggeplikten som tilsvarende rettigheter til «opsjoner på kjøp av aksjer», jf. vphl. § 4-2 femte ledd.

¹¹³ DEGRÉ (1999) s. 223.

¹¹⁴ Omtales gjerne som *syntetisk lovgivning*.

¹¹⁵ DEGRÉ (1999) s. 223.

¹¹⁶ DEGRÉ (1999) s. 223.

¹¹⁷ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1083.

5.5.1. Betingede opsjonskontrakter, forhåndsakseppter og andre betingede rettigheter

5.5.1.1. Hva omfattes av betingede rettigheter?

Ved oppkjøp av børsnoterte selskaper vil forhandlinger med selskapets enkelte aksjeeiere være en tilnærmet umulig oppgave. Dette grunnet noterte selskapers spredte aksjeeierstruktur. I tillegg vil forhandlinger med de enkelte aksjeeierne ta svært lang tid, samt at flaggeplikten vil avsløre at et oppkjøpsforsøk er i gjære på et tidlig tidspunkt. Aksjekursen vil således stige og både fordyre og vanskeliggjøre oppkjøpet for erververen.¹¹⁸ Av den grunn vil en erverver måtte gjennomføre oppkjøpet på alternative måter.

En metode er å få selskapets aksjeeiere til å avgi *forhåndsaksept* på et mulig bud på målselskapet. Ved forhåndsakseppter gis det et tilbud til aksjeeierne om kjøp av deres aksjer, men med betingelser f.eks. knyttet til en viss akseptgrad. Forhåndsakseppter vil være mest praktisk overfor én eller flere større aksjeeiere som det er avgjørende å få aksept fra for å kunne gjennomføre oppkjøpet. Siden flaggereglene gjelder fullt ut i oppkjøpssituasjoner, vil det således være hensiktsmessig for oppkjøpere å sikre seg tilstrekkelig støtte for oppkjøpet før budet offentliggjøres ved bruk av forhåndsakseppter.¹¹⁹ Dette gjøres også for å forhindre at tredjeparter skal forpurre forsøket.¹²⁰

I tillegg vil andre avtalekonstruksjoner angående erverv og avhendelse av børsnoterte aksjer som det er knyttet uoppfylte betingelser til på avtaletidspunktet omfattes, se nedenfor.

5.5.1.2. Omfattes betingede rettigheter av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer»?

(i) Betingelsen ligger innenfor rettighetshaverens kontroll

Utgangspunktet etter vphl. § 4-2 er at flaggeplikten først inntreer når det foreligger en *bindende avtale* om erverv eller avhendelse av et finansielt instrument, se pkt. 6.4. Virkningen av dette er at avtaler som inneholder uoppfylte betingelser på avtaletidspunktet, ikke skal flagges som

¹¹⁸ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1065.

¹¹⁹ DEGRÉ (1999) s. 229.

¹²⁰ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1066-1067 med ytterligere henvisninger.

ervert av aksjene før betingelsene foreligger. Imidlertid skal også «rettigheter til aksjer» flagges. Dette medfører at det likevel kan oppstå flaggeplikt *før* betingelsene foreligger. Begrunnelsen for dette er at en betinget kjøpsavtale i realiteten er en opsjonsavtale, såfremt rettighetsinnehaveren kontrollerer *samtlig*e nødvendige rettslige betingelser for inntreden. Praksis fra Oslo Børs viser at:

«Dersom forbeholdet etter tilbudsdokumentet ensidig kan frafalles av tilbyder, er det allikevel rimelig klart at flaggeplikten gjelder».¹²¹

Ved et annet tilfelle uttalte børsen:

«Der en tilbyder har rett til å motta aksepter uansett (gjærne formulert som et vilkår om 90% tilslutning, likevel slik at tilbyder kan akseptere en lavere akseptgrad), taler gode grunner for at aksepttidspunktet legges til grunn».¹²²

Dette innebærer at betingede rettigheter og forhåndsaksepter hvor rettighetshaveren kontrollerer betingelsene skal flagges som «rettigheter til aksjer» ved inngåelsestidspunktet.¹²³ En oppkjøper vil således måtte flagge ervervede forhåndsaksepter etter hvert som de aksepteres og flaggeterskler passerer, såfremt oppkjøperen kan frafalle betingelsene i forhåndsakseptene.¹²⁴ Løsningen samsvarer godt med hensynene bak flaggeplikten, ved at markedet har behov for informasjon om rettighetshaveres posisjonering i noterte selskapers aksjer. En rettighetshaver som selv kontrollerer sin inntreden i selskapet, vil av den grunn inneha en «reell og mulig innflytelse i utstederselskapet» som markedet bør gjøres kjent med.

(ii) *Betingelsen ligger utenfor rettighetshaverens kontroll*

Foreligger det uoppfylte betingelser på avtaletidspunktet og disse betingelsene ligger *utenfor* rettighetshaverens kontroll, er det mer usikkert om slike avtaler må flagges som «rettigheter til aksjer».¹²⁵ Dette gjelder for eksempel forhåndsaksepter hvor akseptanten kan trekke tilbake sin aksept eller at akseptanten blir bundet av sin aksept, men gis anledning til å trekke tilbake aksepten dersom det inntreffer begivenheter utenfor partenes kontroll.¹²⁶ Betingelsen vil også

¹²¹ OB-2001-19

¹²² OB-2007-13

¹²³ Se også Ru 28/2011 s. 42, MICHAELSEN rettsdata note 90 til vphl. § 4-2 og BECHMANN M.FL. (2002) s. 228.

¹²⁴ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1067. Denne forståelsen er også lagt til grunn

¹²⁵ BERGO, Norsk Lovkommentar. Note 89 til vphl.-1997 § 3-2.

¹²⁶ Se fotnote 3709 i AABØ-EVENSEN (2011) s. 1068.

ligge utenfor rettighetshaverens kontroll dersom avtalen er betinget av tildeling av konsesjon eller andre selskapsbeslutninger. Forkjøpsrett til aksjer i medhold av vedtektsbestemmelse etter asal. § 4-19, vil også ligge utenfor rettighetshaverens kontroll. Dette siden forkjøpsretten først utløses ved en annen aksjeeiers avhendelse, jf. asal. § 4-21, noe som rettighetshaveren sjelden er i posisjon til å kontrollere.

Hverken ordlyden i vphl. § 4-2 femte ledd eller forarbeidene gir veiledning til om avtaler med betingelser som ligger utenfor rettighetshaverens kontroll, skal flagges. Praksis fra Oslo Børs viser at det må foretas en konkret vurdering i det enkelte tilfelle om det foreligger noen realitet i betingelsen:

«Dersom retten er betinget av en reell «hindring» utenfor rettighetshaverens kontroll, taler mye for at det først er når betingelsen faller bort at flaggeplikten for rettigheten inntreer».¹²⁷

Børsens synspunkt medfører at det ikke vil være påkrevd å flagge *før* betingelsen bortfaller. Etter mitt syn er dette en tilfredsstillende løsning, siden det er først når innehaveren har en ubetinget og selvstendig rett til å gjøre seg nytte av rettigheten, f. eks. konvertere et konvertibelt lån om til aksjer eller lignende, at markedet har behov for informasjon om rettigheten. Hvis innehaveren måtte inngi flaggemelding mens betingelsen enda var reell, vil det i ytterste konsekvens bare medført uønsket støy i markedet i form av en rekke flaggemeldinger om transaksjoner som aldri ble gjennomført pga. betingelser som ikke falt bort. En slik løsning ville undergravd flaggemeldingens funksjon ved at de ikke ville vært bærere av kurssensitiv informasjon, jf. pkt. 5.5.1.1.

Videre samsvarer Oslo Børs' praksis med Finanstilsynets rundskriv, Ru 28/2011. Tilsynet hevder at det må legges vekt på «betingelsens art» og «formålet med flaggereglene» i vurderingen av om det skal flagges i tilfeller hvor betingelsen er utenfor erververens kontroll.¹²⁸ Vurderingen er således om betingelsen er et «faktisk og reelt hinder» for gjennomføringen av transaksjonen. Et av hovedhensynene bak flaggeplikten er at verdipapirmarkedet skal gis informasjon om både «reell og mulig innflytelse i utstederselskapet». Dette taler *for* at det bør flagges allerede ved avtaleinngåelsen i de tilfeller hvor betingelsene ikke fremstår som noe «faktisk eller reelt hinder» for avtalen.

¹²⁷ OB-2004-21

¹²⁸ Ru 28/2011 s. 42.

Om betingelsen utgjør et «faktisk eller reelt hinder» lar seg ikke beskrive generelt. Det vil måtte bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfelle. Tildeling av aksjer i en emisjon som er betinget av aksept fra utstederforetakets generalforsamling, vil f. eks. være en betingelse som *er* et «faktisk og reelt hinder» for avtaleinngåelsen, og følgelig utenfor erververens kontroll. Etter mitt syn vil det i et slikt tilfelle ikke være nødvendig å flagge før aksepten foreligger. Hensynene bak flaggeplikten tilsier som sagt at det ikke er nødvendig å flagge tidligere i og med at det ikke foreligger noen «reell og mulig innflytelse» i selskapet forut for aksepten.

5.5.2. Kontantavregnede opsjoner – Innenfor eller utenfor flaggeplikten?

5.5.2.1. Innledning

I det følgende skal kontantavregnede opsjoners forhold til flaggeplikten drøftes. Først vil det ses nærmere på slike avtaler og hvorfor de benyttes i markedet. Videre vil det etablerte standpunktet om at kontantavregnede kontrakter ikke omfattes av flaggeplikten drøftes nærmere. Dette gjøres siden markedsaktører i stadig økende grad etablerer flaggepliktliggende posisjoner ved hjelp av kontantavregnede kontrakter uten at dette gjøres kjent for markedet. Endelig skal det ses på om kontantavregnede opsjoner kan utløse flaggeplikt på konsolidert grunnlag. Problemstillingen er særlig aktuell etter at «SeaDrill»-dommen ble rettskraftig.

5.5.2.2. Hvilke finansielle instrumenter omfattes av kontantavregnede opsjoner?

Med kontantavregnede opsjoner menes kontrakter som forutsetter at dersom avtalens underliggende instrumenters børskurs ligger over innløsningskursen på bortfallsdagen må selger (utstederen) betale differansen til kjøperen. Hvis de underliggende instrumentenes børskurs ligger under innløsningskursen, bortfaller opsjonen som verdiløs.¹²⁹ Det foregår således ingen fysisk overlevering av kontraktens underliggende, kun en finansiell *kontantavregning* av bortfallsdagens reelle aksjekurs mot den avtalte innløsningskurs. Av den grunn omtales avtalene som *veddemål på kursutviklingen*.¹³⁰

En kontraktstype som ofte benyttes i oppkjøpssituasjoner er de såkalte «Total Return Swap»-avtalene (TRS). I «SeaDrill»-saken ble TRS-avtaler definert slik:

«En «Total return swapavtale» (TRS-avtale) er en finansiell derivatkontrakt, - nærmere bestemt en avtale knyttet til kursutviklingen på aksjer. Partene i avtalen fordeler mellom seg risikoen forbundet med svingninger i aksjekursen. Tilbyderen (gjørne et meglerforetak) påtar seg risikoen for kursstigning. Tilbyder må således betale den annen part den eventuelle positive kursutvikling på den underliggende aksjen i avtaleperioden. Den annen part (kjøper av risikoen) påtar seg å betale tilbyderen kursdifferansen ved en synkende aksjekurs.

Avtalen knyttes til en gitt aksje, for et bestemt tidsrom. Kursutviklingen måles i forhold til en avtalt inngåelseskurs (referansepris) og en definert innløsningskurs ved utløpet av avtaleperioden. Avtalen knyttes til et bestemt antall aksjer. Ved utløpet av avtalen fremkommer oppgjøret mellom partene som

¹²⁹ BERGO (2008) s. 36.

¹³⁰ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1084.

differansen mellom inngåelseskurs og innløsningskurs multiplisert med antall aksjer. I tillegg må kjøper av risikoen betale provisjon og renter til tilbyderer». ¹³¹

5.5.2.3. Hvorfor benyttes kontantavregnede opsjoner av markedsaktørene?

Det er flere årsaker til at kontantavregnede kontrakter anvendes. En erverver av f. eks. en TRS-avtale kan oppnå en kursstigningsgevinst på aksjer uten å erverve disse aksjene selv. Vedkommende kan også se avtalen som en forsikring mot at et fremtidig erverv av aksjer i selskapet i mellomtiden vil bli dyrere som følge av kursstigning. Eksponeringen i aksjen innebærer på den annen side en risiko for tap som følge av kursfall. TRS-avtalen er således bare hensiktsmessig i seg selv dersom kjøper av risikoen forventer kursstigning i avtaleperioden. ¹³²

Kontantavregnede derivater kan også anvendes for å indirekte oppnå kontroll over et målselskap på et gitt tidspunkt i fremtiden uten at innehaveren av derivatet fremkommer som eier hverken i aksjeeierregisteret eller lignende, se pkt. 5.5.2.5 ff. ¹³³ I følge Oslo Børs er andre formål med kontantavregnede kontrakter at de kan fungere som et hensiktsmessig ledd ved finansieringen av et oppkjøp, oppgjørstekniske grunner eller skattemessige formål. ¹³⁴

5.5.2.4. Omfattes kontantavregnede opsjoner av vphl. § 4-2 som «rettigheter til aksjer»?

Ordlyden i vphl. § 4-2 femte ledd omtaler «opsjoner på kjøp av aksjer» og «tilsvarende rettigheter» til slike opsjoner. En naturlig språklig forståelse av «opsjoner på kjøp av aksjer» tilsier at opsjonen må gi rett *til* den underliggende aksjen. Videre følger det etter en naturlig språklig forståelse av «tilsvarende rettigheter», at det kun er tilsvarende opsjoner som gir rett *til* de underliggende aksjer, som omfattes av ordlyden. Dette taler *mot* at kontantavregnede opsjoner omfattes av flaggeplikten, siden disse *ikke* gir rett til de underliggende aksjer.

Forarbeidene til vphl. § 4-2 tar ikke stilling til om kontantavregnede opsjoner omfattes av flaggeplikten. Imidlertid har Oslo Børs uttalt seg om spørsmålet i børssirkulære nr. 1/2003:

¹³¹ LB-2008-27119 på s. 3.

¹³² AABØ-EVENSEN (2011) s. 1084.

¹³³ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1083.

¹³⁴ Se Oslo Børs, *Vedtak og uttalelser 2006*, s. 93.

«Et finansielt derivat, børsnotert eller ikke-børsnotert, gir etter sin art ikke rett til underliggende aksje. Slike kontrakter omfattes etter Oslo Børs vurdering derfor ikke av flaggeplikten i vphl § 3-2».

Børsen hevder at siden kontantavregnede kontrakter ikke gir *rett til* den underliggende aksje, så vil de ikke omfattes av flaggeplikten. Denne oppfatningen hersker det også bred enighet om i teorien.¹³⁵

Etter mitt syn samsvarer børsens og teoriens standpunkt godt med hensynene bak flaggeplikten. Blant annet hensynet om at markedet skal sikres informasjon om hvem som *eier* eller har *rett til å bli eier* av større aksjeposter i børsnoterte selskaper, jf. kap. 2. Det er av den grunn antatt at flaggeplikten kun omfatter finansielle instrumenter som gir *rett til* levering eller tegning av instrumentets underliggende aksjer. For kontantavregnede opsjoner gjennomføres det, som nevnt ovenfor, kun en finansiell avregning mellom bortfallsdagens reelle aksjekurs mot kontraktens avtalte innløsningskurs. Det er således ingen levering av de underliggende papirer, og heller ingen endring av det noterte selskapets eierstruktur. Flaggeplikens legislative hensyn slår følgelig ikke til overfor kontantavregnede opsjoner, siden de hverken gir stemmerettigheter eller andre eierbeføyelser til opsjonens aksjer.

Kontantavregnede opsjoner omfattes ikke av flaggeplikten, de lege lata.

(i) *Bør kontantavregnede opsjoner omfattes av flaggeplikten som «rettigheter til aksjer», de lege ferenda?*

(ii) *Innledning*

Verdipapirretten er et meget dynamisk rettsområde hvor arbeidsmetodene og bruken av finansielle instrumenter er i stadig endring. I de senere år har det vist seg at erververe av kontantavregnede opsjoner har kunnet utøve betydelig innflytelse og/eller faktisk kontroll over aksjer i børsnoterte selskap uten at markedet har blitt gjort kjent med de reelle forhold, se bl.a. «SeaDrill»-saken, pkt. 5.6.6.2. Det er av den grunn hensiktsmessig å analysere nærmere om Oslo Børs og juridisk teori sitt standpunkt om at kontantavregnede kontrakter ikke omfattes av flaggeplikten, fortsatt *bør* opprettholdes i lys av markedsutviklingen.

¹³⁵ DEGRÉ (1999) s. 224, BERGO (2008) s. 257 og MICHAELSEN rettsdatanote 90 til vphl. § 4-2.

(iii) *Momenter som taler for flagging av kontantavregnede opsjoner*

For det første er det vanlig markedspraksis at utstedere av kontantavregnede opsjoner sikrer (*hedge*) seg mot kursoppgang ved å erverve opsjonens underliggende aksjer.¹³⁶ Dette vil føre til at aksjer tas ut av markedet og vil kunne vanskeliggjøre at tredjeparter får tilgang til aksjene - aksjene *parkeres*. På den måten kan en erverver av opsjonen hindre konkurrenter i å få tak i aksjene uten at vedkommende må flagge sitt erverv. Dette kan være praktisk hvis erververens posisjon i selskapet er truet eller lignende.

For det annet så vil utstederen av opsjonen, f. eks. et verdipapirforetak, sjelden inneha noen egeninteresse i å utøve eierbeføyelser over aksjene.¹³⁷ Utstederen vil ofte være en passiv forvalter av aksjene, så lenge opsjonen varer. Dette medfører at eierbeføyelsene til aksjene som omfattes av opsjonen ikke vil bli utnyttet på selskapets Generalforsamling. En erverver kan således styrke sin forholdsmessige innflytelse i selskapet.¹³⁸ Betydningen av dette vil imidlertid variere etter opsjonens størrelse sett i sammenheng med antall aksjer i selskapet.

Hvis utstederen av opsjonen likevel utøver aksjenes eierbeføyelser på Generalforsamlingen, vil det vanskelig kunne tenkes at investorens meglerhus vil stemme *mot* erververens vilje. Dette siden utstederen vil ønske å inngå fremtidige avtaler med investoren.¹³⁹ I tillegg er det lite trolig at utstederen vil selge de underliggende aksjene i løpet av opsjonstiden. Poenget med å erverve aksjene er nettopp for å sikre seg mot en eventuell oppgang i aksjekursen. Erververen vil på den måten kunne skaffe seg betydelig kontroll over en viss del av selskapets aksjer, uten at dette blir gjort kjent for markedet.¹⁴⁰

Dette viser at verdipapirmarkedet går glipp av kurssensitiv informasjon som det burde hatt. Hensynene bak flaggeplikten, er som nevnt tidligere, blant annet at markedet skal gjøres kjent med hvem som *eier* aksjer og hvem som har *rett* til å bli eier av aksjer i børsnoterte selskaper. I tillegg skal flaggeplikten for «rettigheter til aksjer» sørge for at flaggeplikten ikke blir omgått. Etter mitt syn taler derfor de ovenfor nevnte momenter sett i sammenheng med flaggepliktens bakenforliggende hensyn, for at markedet *bør* gjøres kjent med hvem som reelt sett innehar kontroll over aksjene til børsnoterte selskaper.

¹³⁶ Se bl.a. Børsklagenemnda sak 7/2006 pkt. 3.

¹³⁷ LB 2008-27119 (SeaDrill) s. 17.

¹³⁸ I følge Oslo Børs ble TRS-avtaler brukt slik i bl.a. Rieber-familiens posisjonering i Rieber ASA og Petter Stordalens posisjonering i Choice Hotels Scandinavia ASA, jf. Oslo Børs, *Vedtak og uttalelser 2006*, s. 93.

¹³⁹ LB 2008-27119 (SeaDrill) s. 17.

¹⁴⁰ LB 2008-27119 (SeaDrill) s. 17.

Imidlertid må det bemerkes at det kun er i samarbeidstilfeller som skissert ovenfor at kontantavregnede opsjoner bør omfattes av flaggeplikten. Dette siden rene finansielle eksponeringer i noterte aksjer ikke vil være i strid med hensynene bak flaggereglene. Av den grunn er det neste spørsmålet om kontantavregnede opsjoner kan utløse flaggeplikt på konsolidert grunnlag.

5.5.2.5. Kan kontantavregnede opsjoner utløse flaggeplikt på konsolidert grunnlag?

(i) Innledning

Som konkludert i pkt. 5.5.2.4 omfattes ikke kontantavregnede opsjoner av flaggeplikten som «tilsvarende rettigheter» til «opsjoner på kjøp av aksjer». Imidlertid kan det etter vedtakelsen av verdipapirhandelloven stilles spørsmål om kontantavregnede opsjoner kan utløse flaggeplikt på konsolidert grunnlag.¹⁴¹

Etter vphl. § 4-2 annet ledd kan flaggeplikten nå utløses ved «annen omstendighet», se nærmere pkt. 6.1.4. Hva som skal betraktes som «annen omstendighet» er regulert i verdipapirforskriften § 4-3. Etter verdipapirforskriften § 4-3 bokstav e kan flaggeplikten utløses som «annen omstendighet» dersom det inngås et «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5. Etter vphl. § 2-5 nr. 5 regnes følgende som noens nærstående:

«...noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument herunder samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres».

Virkingen av lovendringene er at dersom motparten i en kontantavregnet opsjon sikrer (hedger) sin posisjon ved å erververe opsjonens underliggende aksjer som sikring, så vil partene i avtalen etter en konkret vurdering kunne anses som nærstående, slik at det utløses flaggeplikt på konsolidert grunnlag, jf. vphl. § 4-2 sjette ledd. Dette innebærer at kontantavregnede kontrakter som i seg selv ikke omfattes av flaggeplikten, jf. pkt. 5.6.4, likevel kan omfattes på konsolidert grunnlag. En forutsetning for dette er at erververen av den kontantavregnede opsjonen enten er aksjeeier eller rettighetshaver i selskapet som sikringsaksjene er utstedt fra, jf. vphl. § 4-2 annet ledd.

¹⁴¹ Vphl. § 4-2 sjette ledd henviser til vphl. § 2-5.

Problemstillingen er særlig aktuell i kjølvannet av «SeaDrill»-saken¹⁴² hvor tilbudsplikten ble utløst på konsolidert grunnlag, siden partene i en TRS-avtale ble ansett som nærstående.¹⁴³ Dommen har betydning for dagens flaggeplikt siden både vphl. § 4-2 sjette ledd og tilbudsplikten vphl. § 6-5 henviser til vphl. § 2-5. Etter forarbeidene er bestemmelsen felles for både tilbudsplikten og flaggeplikten, og skal praktiseres tilsvarende.¹⁴⁴ Dette innebærer at dersom partene i en TRS-avtale blir ansett som konsoliderte etter dagens § 2-5 nr. 5, så vil partene sannsynligvis også regnes som nærstående etter flaggeplikten, jf. vphl. § 4-2 sjette ledd.

I det følgende skal dommen og dens betydning for flaggeplikt for kontantavregnede opsjoner behandles.

(ii) Nærmere om «SeaDrill»-dommen, LB-2008-27119.

Spørsmålet i saken var om tilbudsplikten etter vphl.-1997 § 4-1 ble utløst ved at partene i en TRS-avtale ble ansett som nærstående etter vphl.-1997 § 1-4 nr. 5, jf. vphl.-1997 § 4-5.¹⁴⁵

Faktum var at SeaDrill Ltd. (SeaDrill), styrt av John Fredriksen, eide gjennom sitt heleide datterselskap SeaDrill Norge AS 39,75% av aksjene i selskapet Eastern Drilling ASA (Eastern) ved årsskiftet 2005/2006. På vårparten 2006 forsøkte Ocean Rig ASA (Ocean) å gjennomføre flere oppkjøp av Eastern – uten å lykkes. Begrunnelsen for at Oceans forsøk mislyktes var at meglerforetaket Carnegie ASA (Carnegie) ervervet ca. 3,7% av aksjene i Eastern, og tilbydde disse som en TRS-avtale til SeaDrill. SeaDrill aksepterte tilbudet, og samarbeidet sikret SeaDrill fortsatt kontroll over Eastern.

Utover våren 2006 inngikk partene totalt åtte TRS-avtaler med 4,3 millioner underliggende Eastern-aksjer uten at noen informasjon ble kjent for markedet. I en børsmelding av 7. september 2006 ble det offentliggjort at SeaDrill hadde passert tilbudspликтsterskelen (40% etter vphl.-1997 § 6-1) i Eastern, og ville inngi et pliktig bud på samtlige aksjer i selskapet. På dette tidspunktet omfattet TRS-avtalene 11% av samtlige aksjer på utvannet basis i Eastern. Under godkjenningen av SeaDrills bud ble Oslo Børs oppmerksom på SeaDrill og Carnegies

¹⁴² LB-2008-27119.

¹⁴³ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1006-1007.

¹⁴⁴ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) pkt. 3.2.3. Se også DEGRÉ (1999) s. 242.

¹⁴⁵ Vphl.-1997 § 1-4 er videreført i dagens vphl. § 2-5, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 420. Vphl.-1997 § 4-5 er videreført i dagens vphl. § 6-5, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 427.

tette samarbeid. SeaDrill og Carnegie hevdet at TRS-avtalene kun hadde til hensikt å øke SeaDrills finansielle eksponering i Eastern. Oslo Børs mente imidlertid at det ikke lå finansielle motiver bak TRS-avtalene, men at de var inngått for å forhindre Oceans oppkjøpsforsøk av Eastern.

Lagmannsretten gjennomgikk partenes opptreden og kom etter en konkret vurdering til, det samme som Oslo Børs, at SeaDrills motiv med TRS-avtalene ikke var av ren finansiell art, men for å forhindre Oceans oppkjøp i Eastern. Retten vektla følgende momenter i vurderingen:

«De sentrale momenter i denne forbindelse er SeaDrills generelle interesse for Eastern, fremstøtet fra Ocean Rig, at SeaDrill ikke selv kunne erverve Easternaksjer uten å overskride tilbudsgrensen i verdipapirhandelloven, utformingen og gjennomføringen av avtalene, Carnegies helt parallelle oppkjøp av sikringsaksjer, Smedvigs/SeaDrills skifte i synet på ønsket om oppkjøp av det konvertible lånet, og det forhold at både Carnegie og SeaDrill gjennom hele perioden unnlot å informere børsen og markedet om TRS-avtalene og kjøp av sikringsaksjer.»

Videre la Lagmannsretten til grunn at:

«Lagmannsretten legger etter dette til grunn at SeaDrills primære siktemål og hensikt med inngåelsen av TRS-avtalen den 6. april ikke var av finansiell art, knyttet til forventet kursoppgang, men å vanskeliggjøre Ocean Rigs forsøk på å kjøpe aksjemajoriteten i Eastern. Selv om SeaDrill samlet inngikk TRS-avtaler for et forholdsvis lite antall aksjer den 6. og 7. april - til sammen om lag 3,7% av aksjene på utvannet basis - kan det ikke være tvilsomt at de beskrevne transaksjoner hadde en slik effekt. I tillegg til at aksjer ble gjort utilgjengelige, kom også det forhold inn at Carnegie på enkelte tidspunkt kjøpte aksjer i markedet over den kurs som lå i tilbudet fra Ocean Rig».

Etter dette konkluderte lagmannsretten med at det forelå et «forpliktende samarbeid» mellom partene:

«Basert på den faktiske situasjon som forelå fra april til september 2006, særlig SeaDrills og Carnegies motiver for å inngå de aktuelle TRS-avtaler, og deres felles forståelse om hvordan de mente å innrette seg og faktisk gjennomførte dette, finner lagmannsretten i likhet med tingretten at det var grunnlag for konsolidering mellom selskapene etter verdipapirhandelloven § 4-1, jfr § 1-4 nr 5.»

Retten kom på den bakgrunn til at det forelå et ”forpliktende samarbeid” mellom SeaDrill og Carnegie som medførte at partene ble ansett som konsoliderte, jf. vphl.-1997 § 1-4 nr. 5, jf. § 4-5 (vphl.-2007 § 2-5 nr. 5).¹⁴⁶ «SeaDrill»-dommen ble rettskraftig etter Høyesteretts ankeutvalg nektet anken fremmet.¹⁴⁷

¹⁴⁶ Se nærmere om konsolidering i pkt. 6.5.

¹⁴⁷ HR. 2009 s. 1342 U.

(iii) *Hvilken betydning har «SeaDrill»-dommen for flaggeplikt for kontantavregnede opsjoner?*

I SeaDrill-saken kom lagmannsretten til at partene i en TRS-avtale kan regnes som nærstående etter en konkret helhetsvurdering, jf. ovenfor. Retten åpnet med det opp for at parter i en TRS-avtale kan bli regnet som nærstående, dersom tilbyder av TRS-avtalen sikrer sin posisjon ved å erverve avtalens underliggende aksjer. Partene kan således bli ansett som nærstående uten at sikringshandelen hverken er en forutsetning for avtalen eller at de underliggende aksjene skal leveres ved avtalens opphør.

Imidlertid må det bemerkes at «SeaDrill»-dommen er en lagmannsrettsdom og følgelig intet prejudikat for gjeldende rett.¹⁴⁸ Dommens rettskildemessige vekt er derfor betydelig lavere enn en høyesterettsdom. Men på den annen side er det den eneste dommen som omhandler problemstillingen. I mangel av andre relevante rettskildefaktorer vil den av den grunn måtte tillegges rettskildemessige vekt, jf. pkt. 1.5.2.3.

Videre er både lagmannsrettsdommen og tingrettsdommen usedvanlige grundige og klargjørende for å være underrettsdommer. Dette styrker dommens rettskildemessige vekt. Et annet rettskildemessig poeng er at saken ble påanket til Høyesterett.¹⁴⁹ Ankeutvalget uttalte:

«Høyesteretts ankeutvalg finner enstemmig at verken avgjørelsens betydning utenfor den foreliggende sak eller andre forhold tilsier at saken blir fremmet for Høyesterett, jf. tvisteloven § 30-4. Anken tillates derfor ikke fremmet.»

Den rettskildemessige betydningen av ankeutvalgets samtykkenektelse er liten. Nektelsen kan derfor ikke tas til inntekt for at ankeutvalget mener at dommen som sådan er «riktig». Ankeutvalget har ikke vurdert de påankede spørsmål, men kun tatt stilling til om saken var av slik prinsipiell karakter at den ville få betydning utover den foreliggende sak. Imidlertid ville lagmannsrettsdommens rettskildemessige vekt kunne økt noe dersom Høyesterett hadde vurdert det slik at det var *åpenbart* at anken ikke ville føre frem.¹⁵⁰

Videre må det bemerkes at dommen omhandler «forpliktende samarbeid» i relasjon til *tilbudsplikt* og ikke i tilknytning til flaggeplikten. Av den grunn kan det tenkes forskjeller i

¹⁴⁸ NYGAARD (2004) s. 75, se også pkt. 1.5.2.3 om underrettsdommer.

¹⁴⁹ HR. 2009 s. 1342 U.

¹⁵⁰ NYGAARD (2004) s. 211, imidlertid gjaldt alternativet den tidligere tvml. § 373 tredje ledd nr. 1.

praktiseringen av bestemmelsen basert på at hensynene bak tilbuds- og flaggeplikten ikke er sammenfallende. Hovedhensynene bak tilbudsplikten er vern av selskapets minoritetsaksjeeiere og likebehandling av aksjeeiere.¹⁵¹ Mens flaggeplikten skal sikre at aktørene gis den til enhver tid oppdaterte informasjon om større erverv eller avhendelser av aksjer og/eller rettigheter til aksjer i børsnoterte selskaper.¹⁵² Tilbudsplikten verner således selskapets konkrete aksjeeiere, mens flaggeplikten ivaretar markedets generelle informasjonsbehov. Imidlertid angir forarbeidene at vphl. § 2-5 nr. 5 er felles både for tilbuds- og flaggeplikten, og skal praktiseres tilsvarende.¹⁵³ I tillegg taler hensynene bak flaggeplikten for at ved slike samarbeidstilfeller, som beskrevet ovenfor, så bør flaggeplikten utløses på konsolidert grunnlag, jf. pkt. 5.5.2.5.

Konklusjon er således at partene i en TRS-avtale kan, etter en konkret vurdering, bli ansett for å ha et «forpliktende samarbeid» som medfører konsolidering også i tilknytning til flaggeplikten. Etter dette kan erverv av kontantavregnede opsjoner utløse flaggeplikt på konsolidert grunnlag, såfremt utstederen sikrer sin posisjon ved å erverve avtalens underliggende aksjer og at erververen av opsjonen, enten er aksjeeier eller rettighetshaver i det samme selskapet som sikringsaksjene er utstedt fra, jf. vphl. § 4-2 sjette ledd, jf. § 2-5 nr. 5.

¹⁵¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 359.

¹⁵² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 315.

¹⁵³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) pkt. 3.2.3.

6. Når utløses flaggeplikten for «rettigheter til aksjer»?

6.1. Innledning

I det følgende kapitlet skal det først gjøres rede for de ulike transaksjonene som utløser flaggeplikt. Deretter skal det ses nærmere på flaggegrensene og begrunnelsen bak de ulike flaggeintervallene. Videre skal beregningen av rettighetshavers eierandeler behandles. Endelig i kapitlet skal det drøftes når flaggeplikten inntreffer for de ulike «rettighetene til aksjer».

6.2. Transaksjoner som utløser flaggeplikt for «rettigheter til aksjer»

6.2.1. «Erverv» av rettigheter til aksjer

Ordlyden «erverv» er ment å dekke Rapporteringsdirektivets «acquires», jf. art. 9 nr. 1.¹⁵⁴ En naturlig språklig forståelse av «erverv» tilsier at begrepet omfatter de fleste ervervsformer. Dette bekreftes av forarbeidene.¹⁵⁵ Begrunnelsen er at det ikke er ervervsformen og/eller ervervs måten som er det interessante for markedsaktørene. Det avgjørende er om det faktisk *har* skjedd et erverv som kan føre til en «reell og mulig innflytelse i utstederselskapet», jf. kap. 2 .

Den klassiske ervervsformen er kjøp eller tegning av «rettigheter til aksjer» som f.eks. standardiserte opsjoner og derivater i annenhåndsmarkedet, konvertible lån eller tegningsretter. Konvertering av konvertible obligasjoner eller utnyttelse av tegningsretter vil også anses som «erverv», selv om disse allerede ble flagget ved ervervet.¹⁵⁶

¹⁵⁴ NOU 2006:3 s. 209.

¹⁵⁵ NOU 2006:3 s. 207.

¹⁵⁶ DEGRÉ (1999) s. 231 og BERGO (2008) s. 256.

Videre følger det av forarbeidene at vederlagsfrie overføringer som gaver, arv, og skifte mv. også omfattes av flaggeplikten.¹⁵⁷ Hvorvidt ervervet skjer etter erververens egen aktivitet eller ikke, er uten betydning. Av den grunn vil også bytte av rettigheter til aksjer omfattes av begrepet «erverv».¹⁵⁸

6.2.2. «Avhendelse» av rettigheter til aksjer

En naturlig språklig forståelse av ordet «avhendelse» tilsier at begrepet omfatter typiske tilfeller som salg, bytte eller andre måter man kan skille seg av med «rettigheter til aksjer» på. Begrepet «avhendelse» tar sikte på å gjennomføre Rapporteringsdirektivets «disposes», jf. art. 9 nr. 1.¹⁵⁹

Forut for vedtakelsen av verdipapirhandelloven av 2007 var avhendelse av «rettigheter til aksjer» ikke flaggepliktig, jf. pkt. 3.5. Etter hvert som utviklingen av finansielle instrumenter tiltok, meldte det seg et økende informasjonsbehov også om rettighetshaveres posisjoner, i tillegg til informasjon om aksjeeieres posisjoneringer. På grunn av denne utviklingen ble avhendelse av «rettigheter til aksjer» inkludert i Rapporteringsdirektivet.¹⁶⁰

Ved implementeringen av direktivet i 2007 ble flaggeplikt for avhendelse av «rettigheter til aksjer» lovfestet i vphl. § 4-2. Forarbeidene presiserer dog at det kun er avhendelse av rettigheter *til* aksjer, som omfattes.¹⁶¹ Avhendelse av rett til å selge aksjer, utløser derfor ikke flaggeplikt.

6.2.3. «Annen omstendighet»

6.2.3.1. Vphl. § 4-2 annet ledd, jf. verdipapirforskriften § 4-3

Forut for vedtakelsen av dagens vphl. § 4-2 ble flaggeplikten kun utløst ved «erverv» og «avhendelse» av aksjer og erverv av «rettigheter til aksjer» som medførte at flaggetersklene ble nådd eller passert, jf. vphl.-1997 § 3-2 første og annet ledd. Dette medførte at dersom en

¹⁵⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 312.

¹⁵⁸ DEGRÉ (1999) s. 231. Bytte av rettigheter er mest praktisk i forbindelse med fusjon av selskaper.

¹⁵⁹ NOU 2006:3 s. 207.

¹⁶⁰ Direktivets art. 13 nr. 1 som gir art. 9 tilsvarende anvendelse for «rettigheter».

¹⁶¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 312 og 316.

aksjeeiers eierandel passerte en flaggegrense som følge av *andre forhold* enn «erverv» og «avhendelse», så utløste det ingen flaggeplikt.

Ved gjennomføringen av Rapporteringsdirektivet i vphl.-2007 ble det lovfestet i § 4-2 annet ledd at det skal flagges dersom en flaggegrense ble nådd eller passert som følge av «annen omstendighet».

At flaggeplikten kan utløses som følge av «annen omstendighet» tilsier etter en språklig tolkning at flaggeplikten kan inntre ved en rekke tilfeller. For å begrense omfanget regulerer verdipapirforskriften § 4-3 nærmere hvilke tilfeller som inngår i begrepet «annen omstendighet». Etter forskriften vil bl.a. tildeling og tilbakekall av fullmakter kunne utløse flaggeplikt, jf. § 4-3 bokstav b. En særlig aktuell omstendighet for «rettigheter til aksjer» er at inngåelse eller oppløsning av et «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5, kan medføre flaggeplikt, jf. § 4-3 bokstav e, se pkt. 5.5.2 og pkt. 7.2.

Etter forskriftens § 4-3 bokstav g vil også inngåelse eller opphør av avtaler om overføring av stemmerettigheter etter vphl. § 4-2. Flaggeplikt vil også kunne oppstå ved ren passivitet, jf. § 4-3 bokstav f. For eksempel ved selskapsbegivenheter som endrer stemmerettsfordelingen, herunder kapitalforhøyelser, kapitalnedsettelse, fusjoner, fisjoner mv.¹⁶²

Aksjeeiere kan således havne i flaggeposisjon uten å være klar over det. Dette kan medføre at markedet ikke får flaggepliktig informasjon som det skulle ha hatt, siden den flaggepliktige ikke vet at han har plikt til å flagge. Det påpekes imidlertid av forarbeidene at § 4-2 må ses i sammenheng med utsteders plikt til å offentliggjøre endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter etter vphl. § 5-8. Overholdes informasjonsplikten i § 5-8 vil sannsynligheten for at en rettighetshaver befinner seg i flaggeposisjon uten å ha kjennskap til det reduseres, og markedet vil således få tilgang på den flaggepliktige informasjonen.¹⁶³

¹⁶² Børssirkulære nr. 8/2007 pkt. 4.2.

¹⁶³ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 316.

6.3. Nærmere om flaggetersklene

Etter vphl. § 4-2 annet ledd skal det flagges ved følgende flaggeterskler:

«...5 prosent, 10 prosent, 15 prosent, 20 prosent, 25 prosent, 1/3, 50 prosent, 2/3 og 90 prosent. av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene...»

De ulike flaggegrensene har sin bakgrunn i at flaggereglene skal ivareta verdipapirmarkedets behov for informasjon om hvilke aksjeeiere/rettighetshavere som har reell og potensiell interesse og mulige innflytelse i børsnoterte selskaper.¹⁶⁴ Det er av den grunn særlig viktig at markedet blir gjort kjent med transaksjoner som kan føre til større endringer i selskapers eierstruktur. Desto mer informasjon markedet gis, desto mer transparent blir markedet og dette fører til økt tillit til verdipapirmarkedet fra aktørene, se kap. 2.

Etter Rapporteringsdirektivet anvendes flaggetersklene ved 30% og 75%. Imidlertid følger det av art. 9 nr. 3 bokstav b og c at medlemslandene kan velge tersklene 1/3 og 2/3 istedenfor. Bakgrunnen for at lovgiver valgte å anvende flaggetersklene ved 1/3 og 2/3 er i forarbeidene¹⁶⁵ begrunnet med den sentrale betydning disse grensene gis i allmennaksjelovens bestemmelser.¹⁶⁶ Det vil av den grunn være mer interessant for markedet å vite om en aksjeeier har ervervet «negativ kontroll» i selskapet (1/3) eller «positiv kontroll» over selskapet (2/3), enn der det erverves 30% eller 75%.¹⁶⁷ I tillegg ble flaggegrensen ved 90% beholdt siden dette er grensen for tvangsinnløsning av minoritetsaksjeeiere etter asal. § 4-25.¹⁶⁸

Flaggeplikten utløses når aksjeeierens flaggepliktige andel «når opp til, overstiger eller faller under» en flaggegrense. Etter en naturlig språklig forståelse av «når opp til» skal det flagges når eierandelen er nøyaktig like stor som en flaggegrense. Med «overstiger eller faller under» forstås det at eierandelen enten passerer en flaggegrense enten oppover som følge av erverv eller nedover som følge av avhendelse eller utvanning. Det skal av den grunn flagges når eierandelen flyttes fra et flaggeintervall til et annet.¹⁶⁹

¹⁶⁴ NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.3.

¹⁶⁵ NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.4.

¹⁶⁶ Se f. eks. asal. §§ 5-18, 10-5, 13-3 og 16-1.

¹⁶⁷ NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.4.

¹⁶⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 313.

¹⁶⁹ DEGRÉ (1999) s. 236.

6.4. Nærmere om beregningen av rettighetshavers eierandel

6.4.1. Hva skal inkluderes ved beregningen av rettighetshavers flaggepliktige eierandel?

Hvis en rettighetshavers andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer/stemmerettigheter til aksjer «når opp til, overstiger eller faller under» en flaggegrense grunnet erverv, avhendelse eller annen omstendighet, inntreffer flaggeplikten, jf. § 4-2. Det skal av den grunn flagges når andelen av bare aksjer, bare rettigheter/stemmerettigheter til aksjer eller den totale andel av aksjer og rettigheter/stemmerettigheter når eller passerer en flaggegrense.¹⁷⁰

Dette kan illustreres slik:

En aksjeeier som eier 4% av aksjene i et selskap vil måtte flagge passering av 5%-grensen, dersom vedkommende ervervet ytterligere 2 % av aksjene som «kjøpsopsjoner». Aksjeeieren vil derfor måtte aggregere sitt aksjeinnhav med rettighetene, og flagge passering av 5%-terskelen. Videre må aksjeeieren også flagge passering av 5% grensen som et aksjeerverv dersom rettighetene utøves.

6.4.2. «Selskapets registrerte aksjekapital»

Etter vphl. § 4-2 annet ledd skal den flaggepliktiges innehav av finansielle instrumenter beregnes etter «aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene». Det er altså det samlede antall aksjer og stemmer uavhengig av om hele kapitalen er børsnotert eller ikke. At andelen skal beregnes både etter aksjekapitalen og stemmene i selskapet har kun betydning dersom selskapet har aksjeklasser med ulik stemmevekt.¹⁷¹ Hvis selskapet har flere aksjeklasser, f.eks. A- og B-aksjer, må det flagges både når andelen passerer flaggegrensen for aksjekapitalen og for stemmene.

Med «aksjekapitalen» menes selskapets «registrerte aksjekapital», jf. vphl. § 4-2 annet ledd.¹⁷² Selskapets registrerte aksjekapital er kapitalen som er registrert i Foretaksregisteret.¹⁷³

Tidspunktet for beregningen av rettighetshaverens eierandel er når den flaggepliktige handelen gjennomføres. Dette utledes av vphl. § 4-2 annet ledd sett i sammenheng med

¹⁷⁰ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 318.

¹⁷¹ DEGRÉ (1999) s. 237.

¹⁷² NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.4.

¹⁷³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 58.

sjuende ledd om når flaggemeldingen skal inngis, jf. «straks». ¹⁷⁴ Vedkommende rettighetshaver må sammenholde sitt innehav av aksjer og/eller rettigheter/stemmerettigheter til aksjer med selskapets registrerte aksjekapital på *avtaletidspunktet*.

I følge forarbeidene vil det samme også gjelde for erverv og tegning av rettigheter til ikke-utstedte aksjer. ¹⁷⁵ Imidlertid kan det tenkes at f.eks. konverteringen av et konvertibelt lån ikke vil føre til passering av en flaggegrense pga. utvanning ved kapitalforhøyelsen.

I det følgende skal problemstillingen drøftes.

6.4.2.1. Skal rettigheter til ikke-utstedte aksjer beregnes etter aksjekapitalen på avtaletidspunktet eller utøvelsestidspunktet?

Spørsmålet er om rettighetshaverens innehav av rettigheter til ikke-utstedte aksjer skal beregnes ut fra selskapets aksjekapital på tegningstidspunktet eller aksjekapitalen *etter* at aksjene er utstedt og kapitalforhøyelsen er gjennomført.

Hverken ordlyden i vphl. § 4-2 eller dens forarbeider gir direkte veiledning til spørsmålet. Juridisk teori hevder at ved å sammenholde «aksjekapitalen» i § 4-2 annet ledd med tidspunktet for flaggeplikten i sjuende ledd, så er det aksjekapitalen på tidspunktet den flaggepliktige transaksjon finner sted, som utgjør beregningsgrunnlaget, jf. ovenfor. ¹⁷⁶ Denne tolkningen har også støtte i forarbeidene til vphl.-1997 § 3-2. Lovutvalget uttalte følgende om problemstillingen:

«Etter utvalgets syn er imidlertid den eneste *praktiske løsning* at registrert kapital på tidspunktet for utstedelse av tegningsretter eller konvertible obligasjoner, legges til grunn.» ¹⁷⁷ (min kursivering)

Forarbeidene legger således til grunn at det er aksjekapitalen på tegningstidspunktet for den flaggepliktige transaksjonen som skal utgjøre beregningsgrunnlaget for rettighetshaverens andel. Rettighetshaveren skal følgelig sammenholde sitt innehav av finansielle instrumenter

¹⁷⁴ DEGRÉ (1999) s. 238 for videre henvisninger.

¹⁷⁵ NOU 1996:2 s. 92.

¹⁷⁶ DEGRÉ (1999) s. 238.

¹⁷⁷ NOU 1996:2 s. 92.

med selskapets aksjekapital på tegningstidspunktet for det konvertible lånet eller tegningsretten.¹⁷⁸ Dette har senere blitt lagt til grunn i praksis fra Oslo Børs.¹⁷⁹

Imidlertid kan det stilles spørsmål ved forarbeidenes løsning om at beregningen av rettighetshavers eierandel skal gjøres med utgangspunkt i selskapets registrerte aksjekapital ved tidspunktet for *tegningen* av ikke-utstedte rettigheter. Dette siden kapitalforhøyelsen som må gjennomføres ved f. eks. konverteringen av lånet, i enkelte tilfeller, vil kunne utvanne aksjeeierens andel slik at vedkommendes innehav av finansielle instrumenter likevel *ikke* passerer noen flaggegrense og derfor heller ingen flaggeplikt. Eksempelvis:

Dersom en investor eier 9,5% av aksjene i et selskap og tegner et konvertibelt lån på 0,51% av aksjekapitalen, så skal det som utgangspunkt flagges ved tegningen på grunn av passering av 10%-flaggegrensen. Imidlertid så vil det ved konverteringen bli utstedt nye aksjer som utvaner aksjekapitalen tilsvarende. Investoren vil derfor ikke passere flaggegrensen ved 10% etter konverteringen.

Hvorfor forarbeidene uttalte at aksjekapitalen ved tegningstidspunktet var den eneste «praktiske løsning» ble ikke ytterligere presisert.¹⁸⁰ DEGRÉ antar at mulige årsaker kan være at det var vanskelig å finne en alternativ beregningsmåte. Dette gjelder for eksempel om det skal tas hensyn til hele kapitalforhøyelsen som sådan, alle utestående rettigheter til å erverve aksjer eller bare den aktuelle rettighetshaverens mulige tegning.¹⁸¹ Rettstekniske hensyn taler således *for* forarbeidenes løsning.

På den annen side skal hensynene bak flaggeplikt for «rettigheter til aksjer», som nevnt i kap.2, bl.a. hindre omgåelser av flaggeplikten, og gi markedet informasjon om den reelle interesse og mulige innflytelse større aksjeeiere har i børsnoterte selskaper.¹⁸² Etter mitt syn slår ikke disse hensynene til overfor et tilfelle som beskrevet ovenfor, idet rettighetshaveren hverken når eller passerer 10%-grensen etter kapitalforhøyelsen. Siden en tegner av et konvertibelt lån eller tegningsrett har kunnskap om hvor mange instrumenter han tegner seg for, vil vedkommende ha tilstrekkelig oversikt til å kunne beregne sin eierandel og følgelig vite om en flaggegrense vil bli nådd eller passeres etter kapitalforhøyelsen er gjennomført. Av

¹⁷⁸ DEGRÉ (1999) s. 251 og BERGO (2008) s. 256.

¹⁷⁹ Se DEGRÉ (1999) s. 238 med henvisninger til pressemelding fra Oslo Børs av 25. januar 1999 vedrørende Storebrand ASA sitt oppkjøp av Finansbanken ASA i 1999.

¹⁸⁰ NOU 1996:2 s. 92.

¹⁸¹ DEGRÉ (1999) s. 239.

¹⁸² NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.3.

den grunn bør aksjekapitalen *etter* konverteringen av det konvertible lånet legges til grunn, de lege ferenda.

6.5. Konsolidering, § 4-2 sjette ledd

6.5.1. Innledning

Etter vphl. § 4-2 sjette ledd skal «aksjer», «rettigheter til aksjer» og «stemmerettigheter til aksjer» som tilkommer nærstående etter vphl. § 2-5, inkluderes i beregningen av rettighetshaveres flaggepliktige eierandel. I det følgende skal det ses nærmere på hensynene som begrunner flaggeplikt på konsolidert grunnlag, og omfanget av reglene.

Det må imidlertid bemerkes at en omfattende analyse av flaggepliktens konsolideringsregler vil falle utenfor avhandlingens problemstilling, jf. pkt. 1.1.¹⁸³ Av den grunn vil konsolideringsreglene behandles kort for fullstendighetens del, siden nærståendes flaggepliktige beholdning skal inkluderes ved beregningen av rettighetshaveres flaggepliktige beholdning.

6.5.2. Hvorfor flaggeplikt på konsolidert grunnlag?

Det primære hensynet bak konsolideringsbestemmelsen er å unngå at aktører samarbeider for å omgå flaggereglene.¹⁸⁴ Hensynene som begrunner flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» og konsolideringsreglene er således sammenfallende, jf. pkt. 2.3.5. Uten konsolideringsbestemmelsen ville flaggereglene lett kunne blitt gjenstand for omgåelser. For eksempel ved at aktører i forbindelse med et oppkjøp fordeler eierandelene på flere hender for å unngå at markedet blir kjent med oppkjøpet. I et slikt tilfelle vil det holdes skjult for markedet hvem som har den reelle kontrollen over selskapet, og de samarbeidene aktørene vil kunne foreta et «skjult oppkjøp».

Videre taler det generelle informasjonshensynet sterkt for flagging på konsolidert grunnlag. Dersom konsolideringsbestemmelsen ikke hadde vært innlemmet i vphl. § 4-2 ville

¹⁸³ Bakgrunnen for at deler av konsolideringsreglene ble behandlet i pkt. 5.5.2.6. var at reglene hadde direkte innvirkning på om kontantavregnede opsjoner kunne omfattes av flaggeplikten.

¹⁸⁴ Ot.prp. nr. 72 (1984-1985) s. 7-8.

verdipapirmarkedet gått glipp av kurssensitiv informasjon om viktige endringer og potensielle endringer i børsnoterte selskapers eierstruktur på konsolidert grunnlag.

Konsolideringsbestemmelsen bidrar således til økt tillit til verdipapirmarkedet, og til at lovens formål i § 1-1 om en «sikker, ordet og effektiv handel i finansielle instrumenter» nås.

6.5.3. Hvem er rettighetshaverens nærstående?

Det følger av vphl. § 4-2 sjette ledd at nærstående etter vphl. § 2-5 sine «aksjer», «rettigheter til aksjer» og «stemmerettigheter» skal medregnes i rettighetshaverens flaggebeholdning.

Etter vphl. § 2-5 nr. 1 og nr. 2 regnes rettighetshaverens ektefelle, samboer, samt rettighetshaverens og samboerens mindreårige barn, som nærstående. Dersom rettighetshaveren er en juridisk person regnes også foretak innen samme konsern som nærstående etter § 2-5 nr. 3.

Videre etter § 2-5 nr. 4 regnes selskap som rettighetshaveren eller noen som nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har «bestemmende innflytelse» over etter asl. § 1-3 annet ledd, asal. § 1-3 annet ledd eller selskapsloven¹⁸⁵ § 1-2 annet ledd. Det presiseres i forarbeidene at selskaper opprettet i medhold av andre særlover ikke omfattes av bestemmelsen.¹⁸⁶

Endelig etter § 2-5 nr. 5 omfattes parter som rettighetshaveren antas å ha et «forpliktende samarbeid» med når det gjelder bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres. Det nærmere innhold i begrepet «forpliktende samarbeid» er ikke avklart og det vil bero på skjønnsmessig vurdering av om det foreligger et slikt samarbeid i det enkelte tilfelle, se pkt. 5.5.2.6. Innenfor dette arbeidets rammer og tema vil det ikke være rom for en nærmere behandling. Det henvises av den grunn til den juridiske teori.¹⁸⁷

6.5.4. Ensidig og gjensidig konsolidering

Som omtalt i pkt. 6.2.3, kan konsolidering utløse flaggeplikt på selvstendig grunnlag, jf. «annen omstendighet» i vphl. § 4-2 annet ledd, jf. verdipapirforskriften § 4-3 bokstav e.

¹⁸⁵ Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper nr. 83 av 21. juni 1983.

¹⁸⁶ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367.

¹⁸⁷ AABØ-EVENSEN (2011) s. 1007-1008, BERGO (2008) s. 66-72.

I den juridiske teori skilles det mellom to typer konsolidering: *ensidig* og *gjensidig* konsolidering.¹⁸⁸ «Ensidig konsolidering» foreligger dersom rettighetshaverens samlede andel av aksjer og/eller «rettigheter til aksjer», når opp til eller passerer, en flaggeterskel på grunn av den nærstående handel, uten at det foreligger en selvstendig flaggeplikt for den nærstående.

Dette kan illustreres slik: En personlig aksjeeier som eier 30% av aksjene i selskap B, vil måtte flagge passering av 1/3-flaggegrensen i selskap B, dersom hans kontrollerte selskap, selskap A, ervervet kjøpsopsjoner i selskap B tilsvarende 4% av aksjekapitalen. Selskap A trenger ikke å flagge passeringen siden majoritetsiere ikke regnes som nærstående av selskapet etter vphl. § 2-5 nr. 4. Konsolideringen er således ensidig. Det samme gjelder overfor rettighetshaverens mindreårige barn, jf. vphl. § 2-5 nr. 2.

«Gjensidig konsolidering» foreligger dersom partene regnes som konsoliderte begge veier. Dette er tilfelle for ektefeller, konsernselskaper og avtaleparter, jf. vphl. § 2-5 nr.1, 3 og 5. I følge forarbeidene påhviler flaggeplikten ved gjensidig konsolidering vedkommende som foretar den utløsende flaggepliktige transaksjon.¹⁸⁹

6.6. Når inntreer flaggeplikten for «rettigheter til aksjer»?

6.6.1. Vphl. § 4-2 sjuende ledd – «straks»

Etter vphl. § 4-2 sjuende ledd skal det flagges

«...straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel i annet ledd».

En naturlig språklig forståelse av ordlyden «straks», tilsier at det skal flagges så snart som mulig etter at den flaggepliktige avtalen er inngått, eller straks vedkommende ble kjent med eller burde ha blitt kjent med den omstendighet som førte til at flaggeplikten ble utløst.¹⁹⁰

Det er således *avtaletidspunktet* som er det avgjørende for flaggeplikten. Leverings- og oppgjørstidspunktet for instrumentene har ikke betydning for når det skal flagges.¹⁹¹ Dersom

¹⁸⁸ BECHMANN M.FL (2002) s. 236 og DEGRÉ (1999) s. 245 for videre henvisninger.

¹⁸⁹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 60.

¹⁹⁰ Denne forståelse støttes av MICHAELSEN rettsdatanote 91 til vphl. § 4-2.

¹⁹¹ NOU 1996:2 pkt. 7.3.3.

avtaleinngåelsen gjennomføres etter stengetiden for det regulerte markedets meldingssystem, er det tilstrekkelig at flaggemeldingen gis før markedsplassen åpner neste dag.¹⁹²

Flaggeplikten knytter seg til enkelthandler, ikke enkeltordrer. Dette innebærer at dersom en flaggeterskel passerer som følge av flere enkelttransaksjoner uten at hele ordren er gjennomført, så skal det flagges straks terskelen passerer. Det eneste unntaket er dersom ordren er en såkalt «all or nothing-ordre», som innebærer at ordren ikke fullføres med mindre den kan gjennomføres fullt ut.¹⁹³

6.6.2. Hva menes med «avtale»?

Etter vphl. § 4-2 sjuende ledd inntreffer flaggeplikten «...etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått». Om det er inngått en «avtale» må vurderes etter alminnelige avtalerettslige prinsipper. Hovedregelen om gjensidig binding er tilbud og aksept.¹⁹⁴ Dette innebærer at det må foreligge en *bindende avtale* mellom partene. Avtaleretten oppstiller ingen formkrav for binding og partene har som hovedregel frihet til å avgjøre hvordan de skal binde seg. Dette gjelder for kjøp og salg utenfor det regulerte markedet. For handler via det regulerte markedet vil endelig og bindende avtale foreligge ved matching av ordrene i handelssystemet.¹⁹⁵ En ren innleggelse av en kjøps/salgsordre vil derfor ikke være nok til å kunne anses som et «erverv», i og med at slike ordrer ofte blir trukket tilbake.

6.6.3. Når skal «rettigheter til aksjer» flagges?

Dette medfører at både «erverv», «avhendelse» og «tegning» av «rettigheter til aksjer» etter vphl. § 4-2 femte ledd, skal flagges når partene har inngått *bindende avtale*, se pkt. 6.4.2.1. I tillegg skal utøvelsen av rettigheten flagges som alminnelig aksjeerverv.¹⁹⁶ Dette innebærer at en erverver av en kjøpsopsjon vil måtte flagge ervervet av opsjonen som «rettighet til aksjer», og dersom opsjonen utøves, vil rettighetshaveren måtte flagge utøvelsen som et alminnelig aksjeerverv, såfremt en flaggeterskel nås eller passerer.

¹⁹² Ru 28/2011 s. 52.

¹⁹³ BECHMANN M.FL. (2002) s. 234.

¹⁹⁴ JOHAN GIERTSEN, *Avtalerett*, Bergen 2006, s. 32.

¹⁹⁵ BECHMANN M.FL. (2002) s. 234.

¹⁹⁶ NOU 2006:3 s. 208.

Ved andre transaksjonsmåter enn «erverv», «avhendelse» og «tegning», vil det avgjørende være om disposisjonen er bindende for den flaggepliktige.¹⁹⁷ Dette innebærer at for en mottaker av «rettigheter til aksjer» gjennom ensidige disposisjoner som f.eks. arv eller gave, vil det avgjørende for flaggeplikten være mottakerens kunnskap om disposisjonen og at denne er endelig og reell.¹⁹⁸

¹⁹⁷ DEGRÉ (1999) s. 252.

¹⁹⁸ DEGRÉ (1999) s. 252.

7. Vurdering av dagens rettstilstand

7.1. Opptakt

Avhandlingen har vist at det eksisterer et behov for flaggeplikt for «rettigheter til aksjer». Flaggeplikten omfattet tidligere kun «aksjer», men etter hvert som verdipapirmarkedet endret karakter, utvidet lovgiver flaggeplikten til også å omfatte «rettigheter til aksjer», jf. kap. 3. Dette for å hindre omgåelser av flaggeplikten, og med sikre tilliten til det norske verdipapirmarkedet. Det grunnleggende hensynet bak flaggeplikt for «rettigheter til aksjer» er derfor *omgåelseshensynet*, se pkt. 2.3.5.

Siden verdipapirmarkedet stadig er i endring, er det nødvendig med et flaggeregelverk som tilpasser seg den stadige utviklingen på dette rettsområdet. Av den grunn er det avgjørende at markedets aktører vet *hvilke* finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten. Dette for at aktørene skal vite *når* det skal flagges, og med det legge til rette for et tillitsfullt og velfungerende verdipapirmarked i tråd med lovens formål i vphl. § 1-1.

På den bakgrunn skal det i det følgende vurderes om det er behov for ytterligere regulering av *hvilke* finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten.

7.2. ***Er det behov for forskriftsregulering av «rettigheter til aksjer» i relasjon til vphl. § 4-2?***

Etter min mening er det tre grunner som taler *for* at innholdet i begrepet «rettigheter til aksjer» bør forskriftsreguleres.

For det *første* vil en forskriftsregulering av begrepet «rettigheter til aksjer» føre til økt forutberegnelighet vedrørende hvilke finansielle instrumenter som skal flagges. Dette vil vanskeliggjøre omgåelser av flaggeplikten gjennom finansielle arrangementer, og føre til økt likebehandling av aktørene, jf. likhetsprinsippet i vphl. § 5-14. I tillegg vil en forskriftsregulering bedre lovens effektivitet, og samsvare med formålsbestemmelsen om å legge til rette for en «sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter», jf. vphl. § 1-1.

For det *annet* vil en forskriftsbestemmelse legge til rette for en dynamisk rettsutvikling. Dette er særlig viktig på et rettsområde hvor utviklingen av nye finansielle instrumenter og handelsmetoder alltid er i forkant. Lovgivningen vil således alltid være på etterskudd. En regulering av begrepet «rettigheter til aksjer» vil derfor kunne bidra til et mer oppdatert regelverk som kan inkludere «nye» instrumenter etter hvert som de oppstår. På den måten vil lovgivningen lettere «følge med» i markedsutviklingen, og med det skape økt tiltro til markedet.

For det *tredje* vil en forskriftsregulering kunne være viktig for det norske verdipapirmarkedets omdømme i utlandet. Dette siden en nærmere regulering av «rettigheter til aksjer» vil verne mot omgåelser av flaggeplikten, og på den måten styrke utenlandske investorers tillitt til det norske verdipapirmarkedet. Utenlandske investorer står, som nevnt i pkt. 2.3.3, for ca. 70% av omsetningen på Oslo Børs. Av den grunn er det norske verdipapirmarkedet avhengig av disse aktørenes tillit. Hensynet til det norske markedets omdømme i utlandet var, som nevnt i pkt. 3.3, også en del av begrunnelse for innføringen av flaggeplikten i norsk rett. Hensynet gjør seg gjeldende igjen.

På den annen side har lovgiver alt inntatt begrepet «tilsvarende rettigheter» i vphl. § 4-2 femte ledd. Begrepet er, som nevnt i pkt. 5.5, en sikkerhetsventil og omfatter alle finansielle instrumenter som har en tilsvarende effekt som de opplistede instrumentene i femte ledd. Dette innebærer at dersom det oppstår nye finansielle instrumenter i markedet som gir rett *til* levering av aksjene, så vil instrumentet omfattes av vphl. § 4-2 som «tilsvarende rettigheter». Etter mitt syn er det mer hensiktsmessig med en slik syntetisk begrepslovgivning, fremfor en prøyssisklignende kasuistisk oppramsing av «alle» tilfellene som kan omfattes av bestemmelsen. Dette taler *mot* at det er nødvendig med en nærmere forskriftsregulering av *hvilke* instrumenter som omfattes av «rettigheter til aksjer».

Et annet moment som taler *mot* forskriftsregulering, er at flaggeplikten etter innføringen av «annen omstendighet», nå kan utløses som følge av inngåelse eller opphør av «forpliktende samarbeid», jf. vphl. § 2-5 nr. 5, jf. verdipapirforskriften § 4-3 bokstav e. For flaggepliktens del er det kun i tilfeller hvor aktører forsøker å omgå flaggeplikten gjennom kreative finansielle arrangementer med kontantavregnede kontrakter, at slike kontrakter behøver å medregnes i vedkommende flaggepliktige innehav. Dette siden det først er ved slike omgåelsessamarbeid at rettighetshavere kan utøve innflytelse eller få faktisk kontroll over noterte aksjer, uten at dette blir gjort kjent for markedet. Det er således kun i slike tilfeller at

bruken av kontantavregnede kontrakter kan undergrave flaggeplikten bakenforliggende hensyn.

Av den grunn er det ikke behov for en lignende regulering av «kontantavregnede kontrakter» med tanke på flaggeplikt, som Oslo Børs' forskriftsforslag til tilbudsplikten, hvor det var tilstrekkelig med «*finansiell eksponering der det oppnås en gevinst eller et tap dersom kursen på det noterte selskapets aksje stiger*».¹⁹⁹ Dette siden hensynene bak flaggeplikten tilsier at rene finansielle eksponeringer i børsnoterte selskapers aksjer ikke skal flagges, siden de ikke påvirker selskapets eierstruktur eller stemmerettigheter, jf. kap. 2.

Når dagens flaggeregler, etter inkluderingen av «annen omstendighet», omfatter slike omgåelsestilfeller på konsolidert grunnlag, såfremt det kan dokumenteres at det foreligger et «forpliktende samarbeid», så fungerer dagens flaggeregler etter mitt syn tilfredsstillende.

Etter dette konkluderes det med at det *ikke* er behov for forskriftsregulering av begrepet «rettigheter til aksjer» i relasjon til vphl. § 4-2.

¹⁹⁹ Høringsnotat «Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer av 1. september 2007» s. 3.

8. Kildeliste

8.1. Litteratur

- AABØ-EVENSEN (2011) Aabø-Evensen, Ole-K, *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet*, (Oslo 2011).
- AARBAKKE M.FL. (2004) Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, *Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer*. 2. utgave (Oslo 2004).
- ANDENÆS (2006) Mads Henry Andenæs, *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper* (Oslo 2006).
- BECHMANN M.FL (2002) Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tøgård Trøbråten, *Verdipapirhandelloven. Kommentarutgaven* (Oslo 2002).
- BERGO (2008) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett* (Oslo 2008).
- BERNT & DOUBLET (1998) Bernt, Jan Fridthjof og Doublet, David R, *Vitenskapsfilosofi for jurister*, (Bergen 1998).
- BOE (1996) Boe, Erik, *Innføring i juss* (Oslo 1996).
- BRÅTHEN (2008) Bråthen, Tore, *Selskapsrett* 3. utgave (Oslo 2008).
- DEGRÉ (1999) Degré, Atle, «Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper», *Tidsskrift for forretningsjus*, 1999 s. 217-262.
- ECKHOFF (2001) Eckhoff, Torstein, *Rettskildelære* 5. utgave (Oslo 2001).
- FALKANGER (1998) Falkanger, Aage Thor, *God tro*, (Oslo 1998)
- FLEISCHER (1998) Fleischer, Carl August, *Rettskilder og juridisk metode*, 1. utgave (Oslo 1998).
- GIERTSEN (2006) Giertsen, Johan, *Avtalerett*, (Bergen 2006).

HOEL LIE (2011)	Hoel Lie, Markus, <i>Kommunalrettslig representasjon</i> , (Oslo 2011).
MICHAELSEN	Michaelsen, André, www.rettsdata.no .
MYKLEBUST (2011)	Myklebust, Trude, <i>Innføring i finansmarkedsrett</i> , (Oslo 2011).
NYGAARD (2004)	Nygaard, Nils, <i>Rettsgrunnlag og standpunkt</i> , 2. utgave (Bergen 2004).
SEJERSTED M.FL (2004)	Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyn og Olav Kolstad: <i>EØS-rett</i> . 2. Utgave (Oslo 2004).
SKOGHØY (1994)	Skoghøy, Jens Edvin A., «Rett, politikk og moral», <i>Tidsskrift for rettsvitenskap</i> , 1994 s. 837-881.

8.2. Øvrige rettskilder

8.2.1. Lover

Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 61.

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 97.

Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45.

Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44.

Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper av 21. juni 1983 nr. 83.

Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74.

8.2.2. Forskrifter

Forskrift av 29. juni 2007 nr. 876: Verdipapirforskriften.

Forskrift av 5. Mai 1989 nr. 1091: Flaggeforskriften.

8.2.3. EU-Lovgivning

8.2.3.1. Direktiver

Rapporteringsdirektivet: Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.

Overtakelsesdirektivet: Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids.

MiFID: Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

Rådsdirektiv Rdir 88/627/EØF: Council Directive of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of.

8.2.3.2. Kommisjonsdirektiver

Kommisjonsdirektiv 2007/14/EF av 8. mars 2007.

8.2.4. Forarbeider

NOU 1996:2	«Verdipapirhandel».
NOU 2005:17	«Om overtakelsestilbud (tilbudspåkt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)».
NOU 2006:3	«Om markeder for finansielle instrumenter».
Ot.prp. nr. 72 (1984-1985)	«Om lov om endringer i lov 4 juni 1976 nr 59 om aksjeselskaper med mer».
Ot.prp. nr. 29 (1996-1997)	«Om lov om verdipapirhandel».
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	«Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)».

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)

«Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)».

St.prp. nr. 37 (2005-2006)

« Om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens -beslutning nr. 120/2005 av 30. september 2005 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om krav til åpenhet med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer».

8.2.5. Rettspraksis:

Høyesterett: HR-2009-1342 U (SeaDrill)

Lagmannsrett: LB-2008-27119 (SeaDrill)

8.2.6. Børspraksis

Børsklagenemnda sak 7/2006 (Sinvest ASA)

OB-2004-21 Tolkningsuttalelse fra Oslo Børs

OB-2007-13 Tolkningsuttalelse fra Oslo Børs

8.2.7. Finanstilsynets rundskriv

Finanstilsynets rundskriv nr. 28/2011 «Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4».

Finanstilsynets rundskriv nr. 9/2009 «Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4».

Finanstilsynets rundskriv nr. 3/2008 «Nye regler om flagepliktig verdipapirhandel i lov om verdipapirhandel § 4-2».

8.2.8. Oslo Børs sirkulære

Børssirkulære nr. 8/2007	«Ny verdipapirhandellov og ny børslov»
Børssirkulære nr. 1/2003	«Meldeplikt, innsideregeler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater».

8.2.9. Elektroniske kilder

«Opsjoner på egenhånd»:

[http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Publikasjoner/Derivater-opsjoner-forwards-og-futures/\(tab\)/1](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Publikasjoner/Derivater-opsjoner-forwards-og-futures/(tab)/1)

Oslo Børs, *Vedtak og uttalelser 2006*:

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser>

Økokrim: <http://www.okokrim.no/verdipapirkriminalitet>

Finanstilsynets høringsuttalelse:

http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2006/0002/ddd/pdfv/283090-080606_transparency_kt.pdf

Finanstilsynet oversikt over overtredelsesgebyrer:

http://www.finanstilsynet.no/Global/Noterte_foretak_Prospekter/Flaggeplikt/Oversikt_overtredelsesgebyr.pdf

Finanstilsynets Årsmelding 2011:

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2012/Arsmelding_2011.pdf