

Dato: 30. september 2019

Høringsuttalelse - NOU 2019: 1 Overtakelsestilbud

Oslo Børs ser positivt på at departementet har tatt opp til vurdering behovet for gjennomgang av reglene om overtakelsestilbud. Reglene er viktig for det norske kapitalmarkedet som har et særlig aktiv marked for selskapsovertakelser.

Oslo Børs støtter de forslag til endringer og suppleringer i regelverket om overtakelsestilbud som Verdipapirutvalget har fremmet i NOU 2019: 1. Vi har i vårt brev kommentert nedenfor enkelte forhold nærmere.

Lovstruktur, temaer som behandles m.v.

Utvalget mener det er behov for en lovstruktur som gjøre det enklere å kunne tilpasse reglene for å fange opp til utviklingstrekk og endringer i markedspraksis. Det er derfor foreslått større bruk av forskrift og mulighet for unntak. En slik tilnærming vil bedre ivareta direktivets forutsetning om at de nasjonale reglene bør være fleksible slik at de kan fange opp nye situasjoner. Oslo Børs mener dette er en riktig tilnærming.

Det er samtidig viktig at forutsigbarhet er i varetatt. Reglene om overtakelsestilbud kan være svært inngripende. Oslo Børs mener at utvalget har funnet en hensiktsmessig balanse. I tillegg er det gunstig, slik som utvalget foreslår, at forskriftsbestemmelsene fremkommer av et samlet kapittel i verdipapirforskriften bygget opp etter samme systematikk som kapittelet i verdipapirhandelloven. Dette bedrer forutberegneligheten.

Utvalget drøfter ikke hvem som bør være tilbudsmyndighet, men viser til drøftelser av dette spørsmålet i forbindelse med tidligere lovrevisjoner. Funksjonen er i dag lagt til det enkelte regulerte marked. Utvalget har foreslått, for å legge til rette for at funksjonen kan legges til et annet organ enn operatøren for det regulerte markedet, og for at det kan utpekes flere tilbudsmyndigheter, at kompetansen til å utpeke tilbudsmyndighet legges til departementet. Utpekingen gjøres ved at departementet bestemmer hvem som skal være tilbudsmyndigheten i forskrift. Vi mener at dette er

en fornuftig tilnærming. Utpeking gjennom forskrift gjør det mulig å ta hensyn til de endringer i infrastrukturen for verdipapirmarkedet som kan medføre behov for nye vurderinger av dette. Vi har videre notert oss at regelverket utvalget foreslår totalt sett fremstår som mer nøytralt i forhold til hvilket organ som utpekes som tilbudsmyndighet. Dette gjelder særlig forhold rundt tilsyn og virkemidler.

Dagens regler om overtakelsestilbud er sentrert om pliktig tilbud og i mindre grad om frivillig tilbud. Utvalget foreslår å innta mer i regelverket om de frivillige tilbudene. Blant annet foreslås regler om hvilken informasjon tilbyder skal offentliggjøre før offentlige tilbud fremmes. Etter forslaget gjelder dette både for frivillig tilbud og pliktig tilbud. Fordi frivillige tilbud inneholder betingelser er behovet for denne type informasjon normalt størst for frivillige tilbud. Forslaget vil derfor få størst praktisk betydning for frivillige tilbud. Videre foreslås det å fastsette en frist for fremsettelsen av frivillig tilbudet. Oslo Børs mener det er riktig å i større grad også regulere de frivillige tilbudene.

Utvalget har nærmere vurdert enkelte forhold rundt de situasjonene som oppstår der tilbyder foretar tvungen overføring av aksjer i etterkant av et gjennomført tilbud. Slike tilbud kan sees på som en særlig variant av pliktig tilbud. Tilbyder kan benytte et unntak fra tilbudsplikten under forutsetning av at enkelte av de materielle reglene om pliktig tilbud følges. Oslo Børs mener det er riktig, som utvalget foreslår, at disse tilbudene om innløsningssum i større grad samordnes med de ordinære pliktige tilbudene.

Utvalget har særlig plukket ut et område for nærmere vurdering – førtilbudsfasen. Offentliggjøring av informasjon om at det vil eller kan bli fremmet et overtakelsestilbud kan virke forstyrrende på målselskapet og umiddelbart påvirke prisdannelsen for de aktuelle aksjer og andre tilknyttede finansielle instrumenter. Utvalget har særlig fokusert på krav til forberedelser og offentliggjøring av informasjon i denne fasen. Oslo Børs mener det er behov for å vurdere denne fasen nærmere. Utvalgets forslag om krav til de forberedelser tilbyder skal gjøre før informasjon om tilbudet offentliggjøres fremkommer av utredningen pkt. 3.6. og spesialmerknadene til § 6-5. Oslo Børs har, som operatør av regulert marked og som tilbudsmyndighet, observert enkelte tilfeller der markedet utsettes for unødige forstyrrelser som følge av meldinger om mulige tilbud som ikke i tilstrekkelig grad er forberedt. Dette kan dreies seg om tilbud som det ikke er realistisk at kan gjennomføres eller offentliggjøring av informasjon som er uklar og ufullstendig. Oslo Børs mener det er behov for en regel som krever tilfredsstillende forberedelser av en tilbyder for å bedre på dette problemet. Dette vil også bringe de norske reglene nærmere krav som stilles i andre sammenlignbare markeder. Oslo Børs kan heller ikke se at dette skal virke tyngende for potensielle tilbydere eller hemme aktiviteten på markedet for selskapsovertakelser. Utvalgets forslag om hvilken informasjon som må offentliggjøres i førtilbudsfasen er omtalt særskilt nedenfor.

Melding om overtakelsestilbud

Utvalget har i utredningen pkt. 4.2, 4.3 og 5.2 fremmet forslag til informasjon tilbyder må offentliggjøre om et kommende tilbud. Gjeldende rett stiller ikke krav til hvilken informasjon som må offentliggjøres. Informasjon om et tilbud, herunder om vilkår og pris, er avgjørende for prisdannelsen. Markedet er avhengig av informasjon om tilbudet og tilbudssituasjon for å kunne vurdere tilbudet i denne fasen. Behovet for informasjon kan være særlig viktig for de frivillige tilbudene. Disse tilbudene inneholder gjennomgående viktige og reelle betingelser for gjennomføringen. Oslo Børs mener det er viktig at det introduseres regler om offentliggjøring av informasjon fra tilbyder allerede fra starten av den offentlige tilbudsprosessen.

Rett til å trekke aksept ved konkurrerende tilbud

Utvalget har foreslått en ny materiell regel som gir aksjonærer en rett til å trekke sin aksept av et tilbud når et konkurrerende tilbud offentliggjøres. Oslo Børs mener i utgangspunktet at dette er et bra prinsipp ved at det sikrer at minoritetsaksjonærer kan velge det tilbudet de oppfatter som best. Reglene bør i utgangspunktet utformes slik at minoritetsaksjonærene gis mulighet til å selge sine aksjer til de beste vilkårene, herunder beste pris. Vi har imidlertid forstått det slik at enkelte er bekymret for at en regel om tilbaketrekning kan virke dempende på muligheten for å gjennomføre overtakelser. I forkant av offentliggjøring av overtakelsestilbud har tilbyder ofte avtalt såkalte forhåndsaksepter med større aksjonærer. Dette er en avtale om at aksjonæren skal akseptere det tilbudet som vil bli fremsatt. Disse vil kunne være utformet slik disse aksjonærene ikke kan trekke sin forpliktelse selv om det senere skulle komme et høyere konkurrerende tilbud. Regelen bør her kunne være utformet slik at det er mulig å sondre mellom de forpliktelsene som er direkte avtalt mellom tilbyder og de som har forpliktet seg til å akseptere tilbudet og hvilke rettigheter øvrige aksjonærer skal ha direkte gjennom det offentlige tilbudet. Det er viktig at regler som gis til beskyttelse av minoritetsaksjonærer ikke får uheldige virkninger på markedet for selskapsovertakelser. I ytterste konsekvens vil det være negativt for alle aksjonærene at det ikke får tilbud de ellers ville ha fått. En regel om rett til å trekke aksept av et tilbud bør derfor utformes slik at det ikke griper inn hvilke avtaler tilbyder kan inngå med slike aksjonærer i forkant og utenfor tilbudet. Det vil gjøre det mulig å fortsette med den praksis om forhåndsaksepter som brukes i dagens marked samtidig som minoritetsaksjonærer ikke fratras muligheten til å velge det beste tilbudet.

Forholdet til tvungen overføring

Utvalget har foreslått en klargjøring av tilbudsmyndighetens rolle i forbindelse med tvungen overføring. Oslo Børs mener dette er fornuftig. Videre foreslår en ny regel om at innløseren/tilbyderen skal utarbeide et dokument om tilbudet om innløsningssum. Oslo Børs støtter dette forslaget. Et slik dokument vil bedre aksjonærenes tilgang på relevant informasjon for å vurdere tilbudet og situasjonen totalt sett, noe det er behov for.

Med vennlig hilsen
OSLO BØRS ASA

Øivind Amundsen
Direktør førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester