

Finansdepartementet
Postboks 8008 - Dep.
0030 OSLO

Dato: 31.10.2007

Vår ref.:2007/00526 – FJA/AJH
Deres ref.: 07/2766 FM IG

Forslag til forskriftsbestemmelser i verdipapirforskriften om overtakelsestilbud

Vi viser til departementets brev 14.09.07 vedrørende forslag til forskriftsbestemmelser i verdipapirforskriften om overtakelsestilbud. Saken gjelder to høringsnotater pr. 01.09.07, utarbeidet av Oslo Børs: Det ene gjelder inneholder forslag til forskriftsbestemmelser om tilbudspunkt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer. Det andre gjelder forslag til forskriftsbestemmelser vedrørende anvendelsesområde, tilbudsmyndighet og lovvalg i forbindelse med overtakelsestilbud knyttet til flere stater. Vi behandler nedenfor forslagene i den samme rekkefølge.

I. Hovedsynspunktene i uttalelsen:

- FNH mener det er positivt at det fastsettes en forskrift som gir nærmere regler om hvordan man skal ta hensyn til erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer i ved praktiseringen av reglene om tilbudspunkt og frivillige tilbud ved oppkjøp. Regelverket bør tydeliggjøre hvilke finansielle kontrakter som er relevante i denne sammenhengen, og hvordan rettighetene skal kvantifiseres. Slike regler vil gi markedsaktørene bedre forutsigbarhet, samtidig som det styrker minoritetsaksjonærenes interesser.
- I følge Oslo Børs er de inspirert av tilvarende regler i Storbritannia, jf. den såkalte Take-over-koden i på Londonbørsen. FNH støtter prinsippet om rettslikhet med britisk rett. Det er viktig å ha regler som er på linje med toneangivende europeiske markeder.
- FNH stiller seg spørrende til om det er korrekt uten videre å medberegne såkalte longposisjoner på grunnlag av inngåtte derivatavtaler, uavhengig om det er gjort sikringshandler i underliggende aksjer.
- FNH mener at det er fare for at reglene, slik de er foreslått, kan medføre at én og samme beholdning av aksjer kan bli tilordnet både kjøper og selger i en derivatavtale. En slik "dobbelregning" kan være uheldig og skape uklarheter om hvem som er de reelle eierne av aksjeposter.

FINANSNÆRINGENS HOVEDORGANISASJON

Postadresse/Postal address: P.b. 2473 Solli, 0202 Oslo, Norway. Kontoradresse/ Visiting address: Hansteens gate 2, Oslo
Telefon/Telephone: (+47) 23 28 42 00, E-mail: fnh@fnh.no, web: www.fnh.no. Organisasjonsnr.: Finansiell nærings
Hovedorganisasjon: NO 981 423 682, Finansnærings Servicekontor: NO 969 000 938

- Det er en svakhet ved høringsnotatet og de foreslåtte reglene at det ikke er gitt en mer presis anvisning på hvordan man skal ta hensyn til betingede tilbud og betingede forhåndsaksepter.
- Når det gjelder lovvalgsspørsmålene, legger FNH til grunn at den foreslåtte forskriftsreguleringen følger opp tilsvarende konkrete og detaljerte bestemmelser i oppkjøpsdirektivet (Take Over).

II. Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer

a) Rettigheter

Forslaget knytter seg til verdipapirhandelloven 2007 § 6-1 fjerde ledd som gir departementet rett til å fastsette regler som pålegger tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, herunder nærmere regler om hvilke rettigheter eller interesser som skal kunne utløse tilbudsplikt og nærmere regler om en slik tilbudsplikt.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) mener at det er viktig å ha et regelverk som ivaretar næringslivets behov for strukturendringer og effektivisering, samtidig som reglene fører til likebehandling og gir tilstrekkelig god beskyttelse av minoritetsaksjonærenes interesser. Vi støtter et regelverk som bidrar til å øke forutsigbarheten for markedsaktørene.

Vi forstår det slik at de reglene som her foreslås, er inspirert av markedsutviklingen og tilsvarende regelverk i Storbritannia, jf. The Takeover Code. Etter vårt syn er det et godt utgangspunkt for å fastsette slike bestemmelser. Imidlertid er det viktig at de norske reglene ikke innebærer en innstramning sammenliknet med de engelske reglene.

På side 6 – 8 i høringsnotatet gis det en begrunnelse for utvidelse av tilbudspliktreglene. Vi legger til grunn at Oslo Børs har gjort undersøkelser når det bl.a. gjelder praktiseringen av det britiske regelverket for å sikre seg at de forutsetningene som her er lagt til grunn stemmer overens med gjeldende markedspraksis. Vi forstår forslaget dit hen at det er tilstrekkelig at man erverver en ren finansiell eksponering i en aksje via derivatavtaler, gjennom såkalte longposisjoner, for at disse posisjonene skal aggregeres med investorens øvrige aksjeinnehav og dermed kunne utløse tilbudsplikt. Etter vår oppfatning kan det stilles spørsmål ved om man skal ta hensyn til transaksjoner i avledende instrumenter, derivater, uten at det skjer en sikringshandel i denne forbindelse, eller i de tilfellene der sikringsaksjer umiddelbart etter innkjøp kan bli gjort til gjenstand for annen omsetning. I slike situasjoner synes ikke kontrollhensynet bak tilbudspliktreglene å slå til.

Vi stiller oss også tvilende til om det kan være riktig og formålstjenlig at én og samme aksje kan bli konsolidert inn i flere uavhengige aktørers beholdninger ved vurdering av om tilbudspliktgrensene er nådd, jf. drøftelsene på side 14 flg., slik at det blir en form for dobbeltregning. Dette vil kunne være tilfellet ved transaksjoner i form av aksjelån og ved bruk av terminer, på den måten at begge partene i avtalen vil kunne få medregnet de samme aksjene i sin beholdning. Det er bare en av partene som kan utøve organisatoriske rettigheter etter aksjelovgivningen, først og fremst stemmeretten, slik at de nye reglene om tilbudsplikt ikke harmonerer godt med reglene om organisatoriske rettigheters overgang. Denne form for dobbeltregning kan også skje etter dagens regelverk, men når flere derivatinstrumenter tas med i beregningen, kan dette skje oftere. Når rene finansielle eksponeringer tas med i beregningen,

bør det vurderes å benytte netto posisjoner for å avgjøre om terskelen for tilbudsplikt er overskredet. Det er riktignok foreslått en dispensasjonshjemmel i forskriftsforslaget § 6 som kan tenkes å brukes i slike tilfeller, men det er forutsetningen at den bare skal brukes i rene unntakstilfeller. På den måten kan det være en fare for at reglene kan skape uoversiktlige situasjoner og nye uklarheter.

Disse forholdene bør avklares nærmere før den endelige forskriften blir fastsatt.

b) Forhåndsaksepter

Det fremstår som uklart i høringsnotatet om forhåndsaksepter som sådan skal konsolideres inn ved beregning av om tilbudspliktgrenser er passert. Det har utviklet seg en praksis med å gi betingede forhåndsaksepter, typisk på den måten at tilbyder ikke blir bundet av aksepten før tilbyderen har mottatt aksept på en gitt andel av aksjekapitalen.

Slike betingelser må normalt innfris, for at tilbudet skal bli bindende. Vi mener at så sant ikke betingelsen(e) endres eller tilbyder uttrykkelig frafaller dem før tilbudsfristen løper ut, er det ikke naturlig å medberegne slike forhåndsaksepter før fristen er ute og betingelsene er innfridd. Skulle tilbyder heve betingelsene før utløpet av fristen, vil det ikke lenger være betingelser knyttet til tilbudet. I så fall vil det være inngått en bindende avtale og det er naturlig å ta hensyn til de innkomne akseptene.

Det har også i det norske markedet utviklet seg en *annen* form for betingelser enn de som er nevnt ovenfor, nærmere bestemt betingelser fra *akseptantens* side. Disse går gjerne ut på at de som aksepterer tilbudet, stiller som betingelse at det ikke kommer et nytt, høyere kjøpstilbud på aksjene som den opprinnelige tilbyder ikke ønsker å følge opp ved å gi et tilsvarende eller høyere bud. Dette kan også ligge som premiss i det tilbudet som blir avgitt. Vi er uansett av den oppfatning, at inntil slike forhold blir avklart mellom kjøpere og selgere, vil det ikke være riktig å ta hensyn til slike *betingede aksepter*. Begrunnelsen er at det ikke er inngått noen forpliktende avtale før en slik avklaring har funnet sted.

Når noen fremsetter et kjøpstilbud på et selskap, vil selskapet kunne settes i spill. Det kan komme andre aktører på banen som ønsker å gi konkurrerende bud. Inntil det har blitt en avklaring på dette, vil tilbyder ikke ha en slik kontroll over selskapet som er bærende for innholdet og konsekvensene i tilbudspliktreglene. Dersom "bordet fanger" for tidlig, vil dette kunne ha den uheldige konsekvens at man blir mer tilbakeholden med å gi tilbud og frata potensielle oppkjøpere muligheten av å teste ut i markedet om det er mulig å gjennomføre et oppkjøp innenfor det som oppfattes om økonomisk realistiske rammer.

Vi er av den oppfatning at slike betingelser som er omtalt ovenfor, både sett fra tilbyders og fra akseptantens side, er helt "renslike" og åpne forholdsregler som det er naturlig og hensiktsmessig å kunne ta i en oppkjøpsprosess. Det vil da ikke være korrekt og formålstjenlig at slike betingede tilbud og betingede forhåndsaksepter uten videre medregnes for å finne ut om tilbudspliktgrensen er passert.

Det er viktig at det er fastsatt klare regler om hvordan man skal gripe an situasjonen med betingelser knyttet til både tilbud og aksept, og vi ber at Finansdepartementet, i samråd med Oslo Børs, sørger for at det skjer.

III. Lovvalgsspørsmål mm

Det *andre* høringsnotatet omhandler først og fremst lovvalgsspørsmål ved grenseoverskridende tilbud. Tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven gjelder, som hovedregel, når et norsk selskap som er notert på norsk regulert marked, dvs. Oslo Børs, blir forsøkt kjøpt opp, jf. § 6-1 første ledd. Det er i § 6-23 gitt regler om overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater: Norske regler kommer til anvendelse selv om målselskapet har sitt hovedkontor i en annen stat, men er notert på *norsk* regulert marked. For selskap som har forretningskontor i Norge, men er notert på regulert marked i en annen EØS-stat, gjelder loven tilsvarende, jf. første ledd nr. 2. For oss synes det tvilsomt om bestemmelsen i første ledd nr. 2 er i harmoni med direktivet, noe som ellers lå til grunn for lovbehandlingen. De foreslåtte forskriftsbestemmelsene synes likevel å forutsette det vi oppfatter er innholdet og logikken i EU-direktivet. (Det understøttes også av eksemplet i høringsnotatet side 8 om at norsk selskap notert på svensk regulert marked, men ikke på norsk regulert marked, vil være underlagt svensk tilbudsmyndighet. En naturlig forståelse av loven § 6-23 første ledd nr. 2, gir imidlertid motsatt resultat.)

Det er i § 6-23 annet ledd gitt departementet hjemmel til å gi nærmere forskrifter om anvendelsen av bestemmelsene i kapittel 6 om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp.

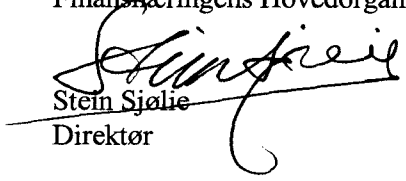
Oslo Børs foreslår da regler som følger opp denne bestemmelsen. Retningsgivende for forslaget har vært direktivbestemmelsene (Take Over), samt regelverket i UK og Danmark. Det mener FNH er positivt.

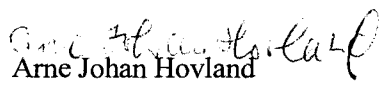
Så langt kan sees, implementer forskriftsutkastet vedkommende bestemmelser i direktivet og følger logikken i disse. Imidlertid er forskriftsutkastet språklig og disposisjonsmessig vanskelig tilgjengelig, særlig gjelder dette utkastet til § 3. Forskriftsutkastet må leses sammen med lovteksten. Det ville vært bedre å redigere forskriftsteksten på den måten at man tok både hovedreglene, unntakene og de nærmere bestemmelsene under ett, selv om dette måtte innebære at man gjentar lovtekst. Det ville markert øke brukervennligheten i forslaget.

Med disse merknader og forbehold gir FNH støtte til forslaget om lovvalgsspørsmål.

Med vennlig hilsen

Finansnæringens Hovedorganisasjon


Stein Sjølie
Direktør


Arne Johan Hovland
Fagsjef