



Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Vår dato 02.11.2007  
Deres dato 14.09.2007  
Vår referanse 102918-1  
Deres referanse 07/2766 FM IG

Også til postmottak@fin.dep.no

## Høring - forskrift om overtakelsestilbud

### Innledning

Næringslivets Hovedorganisasjon støtter Finansdepartementets innstilling til å gi forskrift etter vphl. § 6-1 fjerde ledd. Gjeldende regel om likestilling av erverv av aksjer og "reelt erverv" av aksjer bør videreføres. Forskriften bør åpne for at tilbudsplikt kan bli utløst også ved erverv av andre former for interesser i aksjer, og vi er enige i at det er klagjørende med definisjoner av hva slags interesser som kan være relevante. Vi mener imidlertid at tiden ikke er inne for å gjøre tilbudsplikten videre enn den er i dag.

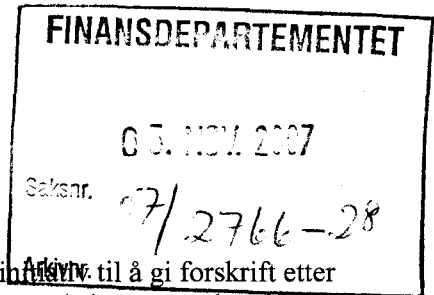
I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) på side 426 reiser departementet spørsmål ved om avtaler om finansielle instrumenter (som ikke er aksjer) bør kunne utløse tilbudsplikt. Det fremgår at spørsmålet "etter omstendighetene" bør besvares bekreftende. Vi er enige i at "interesser" i aksjer i noen situasjoner bør stilles likt med aksjer, nemlig når én (eller flere personer sammen) oppnår kontroll på en slik måte at hensynene bak tilbudspliktsreglene – minoritetsvern og likebehandling – gjør seg gjeldende. I tillegg må selvsagt tilbudsgrensen være passert på en eller annen måte. Ytterligere et hensyn gjør seg gjeldende, jf. proposisjonen side 426, nemlig forutsigbarhet. Også definisjonen av "nærstående" i vphl. § 2-5 nr. 5 kan tilsi at man benytter forskriftshjemmelen i § 6-1.

Vi mener imidlertid at gjeldende ordning – der tilbudsmyndigheten *uttrykkelig* pålegger tilbudsplikt, jf. vphl. 1997 §§ 4-1 fjerde ledd og 4-5 annet ledd – bør videreføres. Vi går dermed imot forslaget fra Oslo Børs ASA om speilvending av gjeldende ordning, som innebærer at tilbudsplikt inntreer, men at tilbudsmyndigheten kan gjøre unntak, jf. høringsnotatet punkt 5.3.7.

Vi avgir ikke uttalelse om høringsnotatet om forskrift som skal gis med hjemmel i vphl. 2007 § 6-23.

### Høringsnotatet punkt 2.1 om grunnlaget for tilbudsplikt

Det er angitt at tilbudsplikt "utløses" ved reelt erverv og ved konsolidering, jf. vphl. 1997 §§ 4-1 fjerde ledd og 4-5 første ledd. Etter vår vurdering er dette ikke en treffende beskrivelse av gjeldende regler. Lovbestemmelsene gir imidlertid børsen mulighet til å pålegge tilbudsplikt i disse situasjonene. Denne regelen er videreført i vphl. 2007 § 6-5 annet ledd når det gjelder konsolidering.



Forståelsen av gjeldende regler har betydning for våre vurderinger nedenfor.

### Vurdering av forslaget

Vi mener børsen bør ha hjemmel i forskriften til å pålegge *tilbudsplikt* i de tilfeller forskriften vil regulere.

En grunn til dette er sammenhengen med vphl. 2007 §§ 6-5 annet ledd og 6-8 tredje ledd om tilbudsmyndighetens kompetanse til å gi pålegg. Vi mener da at det er mest i samsvar med lovgivers valg – og ryddigst – at tilbudsplikt pålegges gjennom uttrykkelig vedtak.

I proposisjonen på side 426 og i høringsnotatet punkt 5.1 siste avsnitt og punkt 5.3.1 tredje avsnitt er det angitt at erverv av interesser i aksjer kan være omfattet av de konsolideringsreglene som allerede er inntatt i loven, altså *i tillegg til* av en eventuell forskrift. Nærmest etter sin art vil erverv av interesser i aksjer involvere en selger av interessen, på en måte som aktualiserer konsolidering. Velger man den ordningen som er foreslått i høringsnotatet, må det iallfall bli presisert at tilbudsplikt som tilbudsmyndigheten mener kan ha rettslig grunnlag i § 6-5 første ledd, bare kan pålegges ved vedtak med hjemmel i annet ledd i denne paragrafen. En annen løsning vil etter vår vurdering i realiteten innebære en utvidelse av tilbudsplikten, ved at konsolideringstilfeller som er behandlet i loven, utløser tilbudsplikt uten at noen identifikasjon blir vurdert. Konsolideringsbestemmelsen i loven må ses på som lovgivers balansering av hensynene for og imot tilbudsplikt.

En annen grunn til å beholde gjeldende ordning, er at børsloven § 40 fører til at tilbudsmyndigheten må sørge for tilstrekkelig opplysning av saken og at vedtaket begrunnes. Etter vår mening er dette et forvaltningsrettslig prinsipp som bør brukes også ved tilbudsplikt – iallfall når det ikke er tungtveiende grunner som tilsier noe annet. Prinsippet står enda sterkere når det er et privat organ som har forvaltningsmyndigheten.

Ytterligere en grunn til at tilbudsplikt må pålegges uttrykkelig, er at plikten bør være begrunnet med at hensynene faktisk gjør seg gjeldende i de aktuelle situasjonene. Vi viser her til proposisjonen side 426 om at det må være snakk om å erverve kontroll eller forhindre at en tredjepart erverver kontroll, for at tilbudsplikt skal kunne pålegges "[e]tter omstendighetene". Også i høringsnotatet punkt 1.1 er det angitt at det sentrale må være om noen har oppnådd "faktisk kontroll". Ved å videreføre ordningen etter vphl. 1997 sikrer man gjennomsiktighet.

I proposisjonen fremgår det at Finansdepartementet har balansert de relevante hensynene i reglene om overtagelse, se kapittel 24. Oslo Børs ASA har på sin side argumentert for at minoritetsvern/likebehandling må styrkes, se proposisjonen punkt 26.1.4 (tilbudspliktgrensen), 26.2.4 (gjentatt tilbudsplikt), 26.4.4 (etterfølgende kompensasjon), 27.4 (betingelser i frivillige tilbud) og 28.1.5 (melding om tilbud) og brev til Finanskomiteen, uten å få gjennomslag i lovforberedelsen. Oslo Børs ASA er eneste tilbudsmyndighet i Norge. Vi betviler ikke børsens evner og ønsker om lojalt å anvende tilbudsreglene slik lovgiver har forutsatt. På bakgrunn av børsens uttrykte oppfatning av hvordan minoritetsvern og likebehandling bør være i det norske markedet, mener vi det er ryddigst overfor aktørene at man nå legger opp til gjennomsiktighet når det gjelder børsens rettsanvendelse ved slike skjønnsmessige avgjørelser.

Videre viser vi til at tilbudsreglene kan reise en rekke spørsmål som er både uløste og vanskelige, jf. ulike vedtak hos børsen og i Børsklagenemnden, og søksmål mot Børsklagenemndens vedtak i Eastern Drilling-saken. Høringsnotatet, for eksempel punkt 5.3.4 og 6.2, viser også dette. Også disse forholdene gjør det viktig at vedtakene er begrunnet, både slik at man sikrer at tilbudsplikt bare utløses når det er reell grunn til det og slik at rettsikkerheten ivaretas ved at rettsanvendelsen blir synlig.

Vi ser behovet for å kunne gi forskrift som legger til rette for å dekke markedets behov, slik departementet skriver i proposisjonen på side 426. Ut fra de hensyn lovgiver og Finansdepartementet la til grunn ved forberedelsen av verdipapirhandelloven 2007, kan vi imidlertid ikke se at dette behovet har materialisert seg allerede nå. I den grad forslaget til forskrift utvider tilbudsplikten slik den følger av gjeldende rett og selvsagt verdipapirhandelloven 2007, mener vi at dette i det minste må føre til at tilbudsmyndigheten – i den konkrete sak – kan påvise at tilbudsplikt er reelt begrunnet.

#### **Kommentarer til forskriften**

Følgende kommentarer kan til dels gjelde uavhengig av om man vedtar forslaget fra børsen:

Om tilbudsmyndigheten skal ha vedtakskompetanse, kan man vurdere om forskriften bør pålegge informasjonsplikt slik at tilbudsmyndigheten kan vurdere om vilkårene for å pålegge tilbudsplikt er til stede.

Man bør vurdere om man uttrykkelig skal gi tilbudsmyndigheten muligheten til å gjøre pålegg om tilbudsplikt betinget av for eksempel at nedsalg ikke finner sted, at vilkårene i interessene i aksjene endres eller at konsolidering opphører.

I høringsnotatet punkt 5.3.7 er det referert til spørsmål som oppstår med foretakssammenslutninger etter konkurranseloven, mens forskriften sjette ledd er mer generell. I prinsippet er det ikke noe i veien for at erverv kan være underlagt behandling under konkurranserettslige regimer som er annerledes utformet enn det norske, uten at man nødvendigvis har med "myndighetstillatelse" etter tredje ledd å gjøre. Slike situasjoner bør avklares i forskriften.

Forskriftens tredje ledd unntar tilsynelatende noen interesser fra definisjonene i annet ledd. Spørsmålet er om det ikke er forpliktelsen i første ledd man gjør unntak fra, siden annet ledd egentlig er en ren definisjon.

Forskriftens femte ledd kan forstås som en objektiv konsolideringsregel, dvs. at tilbudsplikt inntreer uten noe eget vedtak, altså motsatt ordning av den vi finner i vphl. § 6-5. Hvis dette er riktig forståelse, mener vi ordningen ikke er i samsvar med lovens, og at det fortsatt bør være slik at konsolidering må pålegges uttrykkelig. I motsatt fall vil tilbudsplikt lettere oppstå ved nærstående erverv av interesser enn ved nærstående erverv av aksjer; dette kan ikke være meningen. Dette gjelder enda mer når konsolideringstilfellene i vphl. 2007 § 2-5 nr. 5 – om man legger børsen og børsklagenemndens praksis til grunn – er særlig aktuelle ved erverv av interesser.

Hvis det er meningen at vphl. § 6-5 skal gjelde fullt ut ved erverv av interesser, mener vi dette bør gjøres klarere. Da vil man også få en reell prøving av om vilkårene i § 2-5 er oppfylt.

Det er angitt i høringsnotatet punkt 5.3 at unntaksadgangen i sjettede ledd skal være snever. Etter vår vurdering bør unntaksadgangen – om man vedtar forslaget – formuleres slik at unntak kan gjøres der hensynene bak tilbudsplikten ikke slår til.

### **Andre kommentarer**

Forskrift om at erverv av rettigheter utløser tilbudsplikt, bør være utformet slik at de hensyn som begrunner tilbudsplikten ved erverv av aksjer – minoritetsvern og likebehandling – er avgjørende. I høringsnotatet punkt 5.1 er det pekt på at Norge gjennom de foreslåtte reglene får ”konkurransedyktige tilbudspliktsbestemmelser”. Vi er usikre på hva man mener med dette, men ser ikke bort fra at det er Oslo Børs ASAs konkurransedyktighet man i realiteten sikter til. I så fall er hensynet uten vekt ved utarbeidelse av en forskrift.

I høringsnotatet punkt 1.1 slår man fast at ”økt likebehandling og minoritetsbeskyttelse, ... er viktig for det norske verdipapirmarkedets konkurranseevne”. Det er ikke dokumentert at noen slik evne styrkes, og det er heller ikke gitt at det finnes noen generell eller entydig oppfatning av dette. Gjennom det nylige lovarbeidet har lovgiver nettopp funnet en balanse mellom de ulike hensyn, og denne balansen bør man ikke justere i forskrift allerede nå.

Så vidt vi kjenner til, er det i de andre nordiske landene ikke regler om at erverv av interesser i aksjer kan utløse tilbudsplikt. Selv om børsen viser til reglene for London-børsen, er vi usikre på om det er dekning for uttalelsen i proposisjonen på side 426 om at det ”ikke [er] uvanlig med slike regler i andre finansmarkeder det er naturlig å sammenligne seg med”. Dessuten har London-børsen som kjent en helt annen type regelverk enn den norske, som kan gjøre sammenligningen mindre opplagt.

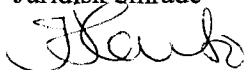
Det er grunn til å spørre om det er en hensiktsmessig fremgangsmåte å la et organ forberede regler det selv skal håndheve. Spørsmålet er enn mer aktuelt når det er snakk om en privat aktør, og enda mer aktuelt når den private aktøren er kommersiell. I dette tilfellet har børsen – som vist ovenfor – uttrykt andre syn enn lovgiver på hvordan minoritetsvern skal være utformet. De særlige hensynene som gjelder for regulerte markeder – jf. for eksempel børsloven §§ 1 og 22 – kan tilsi at børsen ikke burde hatt oppgaven med å forberede regler som den selv skal håndheve i egenskap av tilbudsmyndighet. I tillegg kommer at høringsnotatet mister vekt når det – iallfall i teorien – er et potensial for at børsen kan ha egeninteresse i hvordan høringsnotatet er utformet. Det er naturlig å se for seg at håndhevingsorganet vil være mindre tilbøyelige enn andre til å fremheve forhold som kan være ufordelaktige for organet selv.

Når forarbeidene på nevnte måte mister vekt, mener vi at departementet bør innta en formålsbestemmelse i forskriften, slik at man får en mer autoritativ rettskilde å holde seg til ved forståelsen av forskriften. Vi viser også til proposisjonen side 426, der det fremgår at forskriftshjemmelen nettopp skal dekke situasjoner der det ”etter omstendighetene” bør være tilbudsplikt og til høringsnotatet punkt 3.1 om at det er ”faktisk kontroll” som bør utløse tilbudsplikt. En slik formålsbestemmelse – kombinert med en treffende adgang til å gjøre

unntak, jf. ovenfor – vil føre til at tilbudsmyndigheten i tilstrekkelig grad må påvise at slike omstendigheter foreligger.

Videre viser vi til at Oslo Børs ASA ikke er omfattet av utredningsinstruksen i arbeidet med høringsnotatene, og at dette også svekker forarbeidet.

Vennlig hilsen,  
NÆRINGSLIVETS HOVEDORGANISASJON  
Juridisk område



Ingebjørg Harto  
Avdelingsdirektør