



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Deres ref.: 04/3335 FM KW

Oslo, den 5. desember 2005

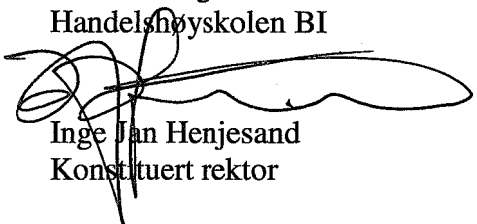
HØRINGSUTTALELSE TIL NOU 2005: 17 – OM OVERTAKELSESTILBUD

Det vises til departementets brev av 1. september 2005 med vedlagt NOU 2005: 17 "Om overtakelsestilbud (tilbudspått og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)" med høringsfrist til 5. september 2005.

Faglig stab ved vårt institutt for regnskap, revisjon og jus har utarbeidet en høringsuttalelse som følger vedlagt. For ordens skyld gjøres oppmerksom på at innstillingen og høringsuttalelsen ikke er behandlet av ledelsen ved Handelshøyskolen BI.

Henvendelser i anledning høringsuttalelser kan rettes til professor dr. jur. Tore Bråthen eller stipendiat Olav Fr. Perland.

Med vennlig hilsen
Handelshøyskolen BI



Inge Jan Henjesand
Konstituert rektor

Vedlegg

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Deres ref.: 04/3335 FM KW

Oslo, den 5. desember 2005

HØRINGSUTTALELSE TIL NOU 2005: 17 – OM OVERTAKELSESTILBUD

På vegne av Handelshøyskolen BI har faglig stab ved Institutt for regnskap, revisjon og jus, Handelshøyskolen BI gjennomgått Verdipapirmarkedslovsutvalgets innstilling I. Innstillingen ble sendt ut på høring med høringsbrev fra Finansdepartementet, datert 1. september 2005. Gjennomgangen er foretatt av instituttleder, professor dr. jur. Tore Bråthen og stipendiat Olav Fr. Perland.

Vi vil i det følgende kommentere enkelte av utvalgets lovforslag.

Innledningsvis vil vi påpeke at det er vår oppfatning at hovedformålet med Verdipapirmarkedslovsutvalgets forslag er det samme som for takeover-direktivet. Lovendringene skal bidra til å forenkle grenseoverskridende overtakelsestilbud samtidig som det tas sikte på å sikre likebehandling av aksjonærene i målselskapet, markedets integritet og selskapets drift under oppkjøpsprosessen. Det ligger en betydelig utfordring i å balansere disse hensynene mot hverandre. Vi legger til grunn at hovedhensynene i utgangspunktet betraktes som likeverdige. Dette vil naturligvis ha betydning for den nærmere rettspolitiske avveining av hensynene.

1. TILBUDSPLIKT

1.1 Grensen for tilbudsplikt

Den nærmere fastsettelse av grensen for tilbudsplikt illustrerer godt utfordringen med å balansere hensynene til likebehandling av aksjonærer og markedets integritet med hensynet til å legge forholdene til rette for overtakelsestilbud. Settes tilbudspliktsgrensen for høyt, vil kontrollen effektivt kunne overtas uten å måtte fremsette pliktig tilbud. Det vil i så fall være negativt for hensynene til likebehandling og markedets integritet. Settes tilbudspliktsgrensen for lavt, vil det kunne vanskeliggjøre oppkjøp og omstillinger.

Grensen for utløsning av tilbudsplikt er ment å ligge på et nivå der man kan anta at oppkjøper får faktisk kontroll over målselskapet. Dette må sees i sammenheng med normal fremmøtegrad i generalforsamling. Ved 80% fremmøte vil kontroll (simpelt flertall) oppnås ved passering av 40% av de stemmeberettigede aksjer. Fremmøtet på generalforsamlinger vil selvsagt variere fra selskap til selskap og fra generalforsamling til generalforsamling. Det er derfor vanskelig å finne noen "riktig"

generell grense for når en aksjonær får faktisk kontroll i norske allmennaksjeselskaper.

En viktig del Verdipapirmarkedsløvsutvalgets begrunnelse for å senke tilbudspliktgrensen er utviklingen i de øvrige Nordiske land og Storbritannia. Handelshøyskolen BI er enig i at harmonisering av de norske reglene med disse landene er et tungtveiende argument i seg selv for å redusere tilbudspliktsgrensen fra dagens nivå.

Handelshøyskolen BI noterer seg at utvalget er delt i et flertall og et mindretall vedrørende spørsmålet om hvor lavt tilbudspliktsgrensen skal settes. Utvalgets flertall foreslår en grense på 1/3, mens mindretallet foreslår en grense på 30%.

Flertallets begrunnelse for at grensen skal være 1/3 er dels at dette samtidig er grensen for negativ kontroll og dels at det innebærer en mer moderat reduksjon fra dagens grense på 40%. Den første del av denne begrunnelsen er ikke helt konsistent med diskusjonen for øvrig. Ved vurderingen av spørsmålet om kontroll tas det hensyn til lavere fremmøte enn 100% på generalforsamlingen. Tilsvarende betraktning tilsier at også faktisk negativ kontroll inntreer på lavere nivåer enn allmennaksjelovens ramme for negativ kontroll på 1/3. I så fall kan grensen like naturlig settes til 30%. Det kan for øvrig reises spørsmål ved om grensen for negativ kontroll i det hele tatt er relevant ved fastsettelsen av grensene for tilbudsplikt. En grense på 30% samsvarer også gjennomgående bedre med hva som ser ut til å bli løsningen i andre land.

Handelshøyskolen BI noterer seg videre at Verdipapirhandelslovsutvalget etter nærmere vurdering har valgt å ikke foreta noen omfattende empiriske undersøkelser av aksjonærsammensetning, fremmøteprosent m.v. av selskaper notert på Oslo Børs. Det kan spørres om det allikevel ikke er et behov for nærmere faktiske undersøkelser. Det dreier seg tross alt om å vedta en regel, som på generell basis for norske forhold, best mulig skal reflektere når faktisk kontroll oppnås. Det må antas å være relevant for en slik vurdering hva som er vanlig fremmøteprosent på generalforsamlinger, hvorvidt dette påvirkes ved konsentrert eierskap og sakstyper som er til behandling på de enkelte generalforsamlinger. Uten slikt faktisk grunnlag vil vurderingene lett kunne bære preg av synsing og løse antagelser. Dette gjelder særlig hvis diskusjonen dreier seg om man skal ha en grense på 30% eller 1/3.

Handelshøyskolen BI vil derfor anbefale at det foretas nærmere empiriske undersøkelser av norske børsnoterte selskaper som nærmere grunnlag for vurderingen av hvilken grense som er best egnet for tilbudsplikt etter norske forhold.

Basert på vurderingene i NOU 2005: 17 er det for øvrig Handelshøyskolen BIs oppfatning at mindretallets løsning har de beste grunner for seg.

1.2 Gjentatt tilbudsplikt

Handelshøyskolen BI viser til at et flertall i Verdipapirmarkedsløvsutvalget foreslår at det innføres en gjentatt tilbudsplikt ved passering av 50% andel av de stemmeberettigede aksjene. Et mindretall foreslår her gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv i intervallet mellom den nedre tilbudspliktsgrensen på 1/3 eller 30% og 50%. Gjentatt tilbudsplikt er ikke påkrevd i henhold til takeover-direktivet.

Begge forslag innebærer at tilbudsplikt kan utløses minst to ganger ved oppkjøp etter hvert som oppkjøper øker sin andel i målselskapet. Dette vil åpenbart øke de administrative kostnader forbundet med visse oppkjøp i forhold til dagens regler. Hensynet til å legge forholdene til rette for oppkjøp vil bli skadelidende ved en slik løsning. Mindretallets forslag om suksessiv tilbudsplikt vil innebære størst kostnader i denne sammenheng. Det blir da nærliggende å spørre om hensynet til likebehandling av aksjonærer og markedets integritet er tilstrekkelig tungtveiende til å forsvare de negative konsekvenser forslagene fører med seg.

Det sentrale poeng i denne sammenheng ser ut til å være at man ved reduksjon av tilbudspliktsgrensen øker risikoen for at tilbudsplikt inntreffer før oppkjøper faktisk får kontroll. Da kan man anta at oppkjøper ikke har betalt noen kontrollpremie for å komme opp til tilbudspliktsgrensen. Han vil da heller ikke være forpliktet til å tilby noen kontrollpremie i det pliktige tilbudet. Uten en regel om gjentatt tilbudsplikt, risikerer man at den faktiske kontrollen erverves etter gjennomført pliktig tilbud, og at bare enkelte aksjonærer da får glede av oppkjøpers betaling av kontrollpremien. Det innebærer i så fall at hensikten med tilbudspliktreglene ikke oppnås. Dette forhold tilsier med stor tyngde at man innfører en regel om gjentatt tilbudsplikt dersom grensen for tilbudsplikt nedsettes betydelig fra dagens nivå.

Formålet med gjentatt tilbudsplikt oppnås imidlertid ikke fullt ut med flertallets forslag. Selv om faktisk kontroll i det enkelte tilfellet ikke oppnås ved den reduserte tilbudspliktsgrensen, må antakelsen om at faktisk kontroll oppnås ved et nivå lavere enn 50% kunne opprettholdes. Det er nærmest utenkelig at man vil oppnå 100% fremmøte i en generalforsamling i et børsnotert selskap.

Dersom gjentatt tilbudsplikt først inntreffer ved passering av 50%-grensen, vil en oppkjøper som ikke har betalt for kontrollpremien ved passering av den nedsatte tilbudspliktsgrensen, kunne få faktisk kontroll på et lavere nivå enn 50% av aksjene. For slik faktisk kontroll vil han etter omstendighetene betale en kontrollpremie til et begrenset antall av selskapets aksjonærer. Deretter har oppkjøper muligheten til å utpeke nytt styre og ha faktisk kontroll uten å måtte kjøpe seg over 50% og utløse gjentatt tilbudsplikt. Oppkjøper kan da også avvente et eventuelt fall i markedskursen på aksjen (hvilket ikke er unaturlig hvis kontrollpremien allerede er tatt ut). Deretter kan han kjøpe seg opp over 50% og utløse gjentatt tilbudsplikt, men da slik at kontrollpremien ikke nødvendigvis er reflektert i tilbudsprisen i det gjentatte tilbudet hvis det er gått over seks måneder siden kjøpene som gav kontroll fant sted. Dette åpner for "krypende oppkjøp". Det er nærliggende å tro at oppkjøpere vil benytte seg av slike muligheter til å oppnå kontroll uten å måtte betale kontrollpremie til samtlige aksjonærer dersom forholdene legges til rette for det. Et slikt "smutthull" i tilbudspliktsreglene vil derfor kunne få store konsekvenser i praksis og redusere troverdigheten av tilbudspliktsreglene i Norge. Det vil være negativt for markedets integritet.

Dette medfører imidlertid betydelige ulemper for en oppkjøper. På den annen side kan oppkjøper unngå ulempene ved å kjøpe seg opp til en større andel ved første passering av tilbudspliktsgrensen. Oppkjøper kan også tilby kontrollpremien allerede ved første passering av tilbudspliktsgrensen og således øke sannsynligheten for tilstrekkelig aksept til å komme over 50% av de stemmeberettigede aksjene allerede i det første

pliktige tilbudet. For øvrig står oppkjøperen fritt til å unnlate å erverve små aksjeposter i det aktuelle intervallet. Han har uansett mulighet til å selge seg ned igjen og således unngå gjentatt tilbudsplikt.

Tungtveiende hensyn taler derfor for å følge mindretallets forslag om en løsning hvor det oppstår gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv i intervallet mellom den nedre tilbudspliktsgrense og 50%.

Handelshøyskolen BI slutter seg derfor til mindretallets forslag på dette punkt.

Som en alternativ løsning kan også tenkes gjentatt tilbudsplikt ved et fast angitt nivå som ligger lavere enn 50%, for eksempel ved dagens tilbudspliktsgrense på 40%. Dette er ikke foreslått av Verdipapirmarkedsløvsutvalget. En slik løsning vil gi bedre investorbeskyttelse enn flertallets forslag og innebære mindre byrder for oppkjøper enn mindretallets forslag. I forhold til dagens regler vil et slikt forslag i kombinasjon med redusert tilbudspliktsgrense også generelt innebære en styrking av investorbeskyttelsen. Heller ikke denne løsningen er helt effektiv, ettersom den ikke løser situasjoner hvor faktisk kontroll entydig erverves på nivåer mellom nedre tilbudspliktsgrense og 40% eller i intervallet mellom 40% og 50%.

For øvrig fremgår det ikke klart av utkastene til nytt første ledd i vphl. § 4-6 hvorvidt gjentatt tilbudsplikt inntreffer også når tilbyder i det første pliktige tilbudet får aksept fra tilstrekkelig antall aksjonærer til å bringe ham over 50% av stemmene i selskapet. Handelshøyskolen BI antar at bestemmelsen ikke er ment å utløse gjentatt tilbudsplikt automatisk dersom erverv gjennom opprinnelig tilbudsplikt (eller frivillig tilbud omfattet av unntaket i forslaget til ny § 4-1 femte ledd, annet punktum) bringer tilbyder over grensene i vphl. § 4-6. Dette vil eventuelt innebære at de fleste pliktige tilbud i praksis må fremsettes to ganger. Det er åpenbart ikke hensiktsmessig. Formålet med forslaget i vphl. § 4-6 første ledd strekker heller ikke til i disse tilfellene. Dette burde vært presisert i lovteksten eller i det minste i lovforarbeidene. Lovteksten kan eksempelvis lyde:

”Aksjeeier som gjennom erverv på annen måte enn gjennom fremsettelse av pliktig tilbud eller frivillig tilbud som omfattet av § 4-1 femte ledd, annet punktum, blir eier av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt).”

2.4 Betingelser i tilbudet

Handelshøyskolen BI har merket seg at et flertall i utvalget foreslår at det innføres adgang til å ta forbehold i det pliktige tilbudet om at det gis nødvendig myndighetsgodkjennelse eller at myndighetene ikke forbyr ervervet. Et mindretall foreslår å opprettholde dagens løsning.

Både konkurranseloven og en rekke særlover inneholder bestemmelser som innebærer at myndighetene kan forby et oppkjøp. Den nye regjeringen har også gitt signaler om at den ønsker å innføre en ny ervervslov. Flertallets forslag adresserer derfor et praktisk viktig forhold. Muligheten til å ta forbehold om at myndighetene ikke forbyr transaksjonen innebærer at forholdene legges bedre til rette for oppkjøp. Dette er

således i tråd med én av hovedmålsetningene ved Verdipapirmarkedslovsutvalgets innstilling.

I praksis har imidlertid usikkerheten ved myndighetsgodkjenning blitt løst ved at et slikt forbehold har vært inntatt i et forutgående frivillig tilbud. I mange tilfelle vil det være behov for oppkjøper å ta også andre forbehold, blant annet knyttet til minste akseptgrad. Dette vil antagelig medføre at det i mange tilfeller fortsatt vil bli fremsatt frivillig tilbud med forbehold forut for et pliktig tilbud. I slike situasjoner vil fordelene ved den foreslåtte lovendring bli marginale i praksis.

Mindretallet i utvalget påpeker at endringsforslaget i realiteten innebærer å overføre risikoen for myndighetenes godkjenning/forbud fra tilbyder til aksjonærene. Dette medfører en økt usikkerhet og utsettelse av oppgjøret for aksjonærene som aksepterer tilbudet. Denne usikkerheten er søkt avhjulpet i utkastet til lovendring ved at de aksjonærer som har akseptert tilbudet kan trekke tilbake sin aksept etter seks måneder hvis ikke forbeholdet allerede er frafalt av tilbyder.

Handelshøyskolen BI vil vise til at flertallet påpeker at en forutsetning for at tilbyder kan påberope seg betingelsen er at han samtidig selger seg ned til under tilbudspliktsgrensen. I så fall skjer det i realiteten ikke noe kontrollskifte, og aksjonærene vil ikke ha noe reelt behov for den beskyttelse som tilbudspliktreglene er ment å gi dem. Dette taler for at loven endres i samsvar med flertallets forslag.

Også på dette området må løsningen baseres på en interesseavveining. Det er ikke åpenbart hva som er den beste løsningen, men det kan se ut til at flertallets forslag i det store og hele har de beste grunner for seg.

Handelshøyskolen BI slutter seg derfor til flertallets forslag på dette punkt.

En problemstilling som riktignok ikke fanges opp av flertallets forslag, er situasjonen hvor myndighetene godkjenner oppkjøpet på vilkår som er av vesentlig negativ betydning for tilbyder. Tilbyder beskyttes ikke mot et eventuelt tap som følge av at han ser seg nødt til å selge aksjene fordi vilkårene endrer grunnleggende forutsetninger for oppkjøpet. Slike situasjoner bør saklig sett likestilles med at oppkjøpet forbys eller ikke godkjennes av myndighetene. Et problem er imidlertid at en slik regel kan åpne for forholdsvis skjønnsmessige vurderinger om hva slags vilkår som eventuelt har vesentlig betydning for tilbyder.

Handelshøyskolen BI vil påpeke at forutsetningen om at tilbyder må selge seg ned til under tilbudspliktsgrensen dersom han vil påberope seg betingelsen, ikke fremkommer klart av lovens ordlyd. Departementet burde vurdere å endre ordlyden i lovutkastet slik at dette fremkommer klart av lovteksten.

2.5 Tilbudsprisen – etterfølgende markedskjøp

Handelshøyskolen BI viser til at et flertall i Verdipapirmarkedslovsutvalget foreslår å innføre en bestemmelse om at oppkjøper plikter å betale et tilleggsvederlag til de som aksepterer tilbudet, dersom han kjøper aksjer til en høyere kurs enn tilbudsprisen i en periode på seks måneder etter tilbudet. Tilleggsvederlaget utgjør differansen mellom den høyere prisen som betales i etterkant og tilbudsprisen. Det er foreslått et unntak

for situasjoner hvor det i mellomtiden er fremsatt et oppkjøpstilbud fra andre enn den opprinnelige oppkjøper. Et mindretall foreslår å opprettholde dagens regel om at oppkjøper etter avslutning av det pliktige tilbudet står fritt til å kjøpe aksjer til høyere kurser i markedet.

Takeover-direktivet inneholder ingen krav om bestemmelser av den typen som utvalgets flertall foreslår. Det kan imidlertid spørres om direktivet allikevel begrenser den enkelte stats mulighet til å oppstille en slik regel. Det kan vises til direktivets artikkel 5 nr 4, annet punktum, som innebærer til at budet skal økes dersom tilbyder har kjøpt aksjer i markedet til en høyere pris i perioden "*before the offer closes for acceptance*". Det bør vurderes om direktivet på dette punkt utelukker lovbestemmelser om at tilbudsprisen i realiteten skal forhøyes også ved markeds kjøp i en periode etter dette.

Forslaget innebærer for øvrig en omfattende begrensning av oppkjøpers handlingsfrihet i en oppkjøpsprosess. Det kan stilles spørsmål ved om hensynene til likebehandling av aksjonærer og markedets integritet er tilstrekkelig tungtveiende til å begrunne en slik begrensning. Dette bør også sees i sammenheng med reduksjonen av tilbudspliktsgrensen og forslaget om å innføre en gjentatt tilbudsplikt. Reglene om gjentatt tilbudsplikt vil medføre en forsikring om at aksjonærene gjennom pliktige tilbud faktisk får ta del i kontrollpremien som eventuelt betales av oppkjøper. Dette gjelder især dersom mindretallets forslag om gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv i intervallet mellom tilbudspliktsgrensen og 50% blir vedtatt.

I lys av dette medfører forslaget om tilleggsvederlag i realiteten at aksjonærene som har akseptert tilbudet gis rett til å ta del også i vederlag utover kontrollpremien. Det kan spørres om det er noe legitimt behov for likebehandling av aksjonærer også på et slikt nivå. Aksjonærer er generelt ikke sikret full likebehandling ved markedstransaksjoner i verdipapirmarkedet. Det kan da spørres om de har noen berettiget forventning om å kunne ta del i vederlag som strekker seg utover kontrollpremien.

Etter Handelshøyskolen BIs oppfatning går flertallets forslag for langt i å forsøke å oppnå likebehandling av aksjonærene på bekostning av oppkjøpers handlingsfrihet i oppkjøpsprosessen.

Handelshøyskolen BI slutter seg derfor til mindretallets forslag på dette punkt.

3. FRIVILLIGE OPPKJØPSTILBUD

Handelshøyskolen BI slutter seg til Verdipapirmarkedsløvsutvalgets forslag til endring av vphl. § 4-18.

Handelshøyskolen BI viser til at utvalget også foreslår en praktisk viktig bestemmelse som åpner for at en oppkjøper på visse betingelser etter et frivillig tilbud kan tvangsinnløse minoritetsaksjene uten først å fremsette pliktig tilbud, jfr forslaget til vphl. § 4-21 tredje ledd. Denne endringen har svært gode grunner for seg og Handelshøyskolen BI slutter seg til forslaget.

4. OPPKJØPSVERN

Handelshøyskolen BI viser til at Verdipapirmarkedslovsutvalget ikke foreslår å utvide vphl. § 4-17 i samsvar med bestemmelsene i takeover-direktivets artikkel 9 (2) og (3). Verdipapirmarkedslovsutvalget foreslår imidlertid at anvendelsesområdet til de någjeldende begrensninger i vphl. § 4-17 utvides til også å gjelde ved frivillige tilbud.

Handelshøyskolen BI gir sin tilslutning til at vphl. § 4-17 får anvendelse også ved frivillige tilbud omfattet av vphl. § 4-18.

Handelshøyskolen BI har for øvrig merket seg at Verdipapirmarkedslovsutvalget heller ikke foreslår å inkorporere "breakthrough"-reglene i takeover-direktivets artikkel 11 i norsk rett.

Sett i lys av den omfattende debatt som har vært i EU om innføring av regler til begrensning av målselskapets oppkjøpsvern, er det etter Handelshøyskolen BIs oppfatning påfallende at ikke disse spørsmål har vært gjenstand for en bredere vurdering og analyse av Verdipapirmarkedslovsutvalget. Momentene som tas opp i utvalgets begrunnelse er relevante, men de er på ingen måte fyllestgjørende for en dyptgripende vurdering av disse viktige spørsmål de lege ferenda. Det kan godt tenkes at løsningen som utvalget foreslår er god. Lovgivningsprosessen ville imidlertid vært tjent med en mer inngående vurdering av spørsmålet om å inkorporere slike bestemmelser som takeover-direktivet åpner for på dette område.

5. ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER

Handelshøyskolen BI viser til gjennomgangen av de økonomiske konsekvenser i innstillingens punkt 15. Etter Handelshøyskolen BIs oppfatning vil valg av løsninger i de enkelte lovforslag kunne ha stor betydning for de norske kapitalmarkeder. Handelshøyskolen BI savner en grundigere analyse av slike konsekvenser i tilknytning til vurderingen av de ulike lovforslag i innstillingen.

Med vennlig hilsen
Handelshøyskolen BI
Institutt for regnskap, revisjon og jus



Tore Bråthen
Prof. dr. jur./instituttbestyrer



Olav Fr. Perland
Stipendiat