

Norges Fondsmeglerforbund

Norwegian Securities Dealers Association

Stiftet 5. oktober 1915

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

7. desember 2005

Høring - NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud

Det vises til departementets brev 1. september 2005. Nedenfor følger våre synspunkter på enkelte av de hovedspørsmål som ble drøftet i lovutvalget.

1 Adgangen til å gjøre et pliktig tilbud betinget av at konsesjon blir gitt

Etter dagens lovgivning er det ikke adgang til å innta noe forbehold om at konsesjon blir gitt eller at konkurransemyndighetene griper inn mot ervervet. Utvalget delte seg i spørsmålet om man skal tillate at forbehold kan inntas i et pliktig tilbud. Flertallet mener at det bør innføres en slik adgang og begrunner dette med økt behov for oppkjøper å sikre seg mot den risiko som det medfører for ham at konsesjon ikke gis som følge av at tilbudspliktsgrensen reduseres fra 40 pst til 33 pst. Flertallet viser til at oppkjøper tidligere måtte fremsette tilbud på inntil 60 pst av aksjene, mens han etter de nye reglene må fremsette tilbud på inntil 2/3 av aksjene.

Etter vår oppfatning er denne argumentasjonen ikke tilstrekkelig sterk i forhold til de øvrige aksjonærenes behov for forutsigbarhet når oppkjøper har kjøpt seg over tilbudspliktsgrensen. Ved fastsettelse av tilbudspliktsgrensen bygger man på den presumsjon at kontrollen over et selskap normalt går over på oppkjøper ved passering av 33 pst av stemmene i selskapet. Overtakelse av kontrollen over et selskapet, innebærer etter vår oppfatning at oppkjøper må bære ansvaret for selskapets viktige beslutninger og utvikling, herunder forholdet til offentlig myndighet. Dersom oppkjøper er usikker på om konsesjon vil bli gitt og ikke vil bære risikoen for dette, har han mulighet til å fremsette et frivillig tilbud før han overtar kontrollen med selskapet.

Vi mener at aksjonærenes behov for forutsigbarhet i en oppkjøpssituasjon bør veie tyngre enn oppkjøpers behov for redusert risiko. Når en aksjonær aksepterer et tilbud, vil han i praksis være uten mulighet til å selge aksjene før konsesjonsspørsmålet er avklart. Dette kan ta

nærmere ett år inkludert klagebehandling, jf behandlingsfrister hos Konkurransetilsynet. Den viktigste begrunnelse for tilbudspliktsreglene er at minoritetsaksjonærer skal ha mulighet til å komme seg ut av et selskap når et kontrollskifte har skjedd. I de tilfelle hvor oppkjøpet krever myndighetsgodkjenning, oppnås ikke denne mulighet umiddelbart dersom oppkjøper får adgang til å ta et slikt forbehold. Vi mener at det er oppkjøper som må bære risikoen for myndighetsgodkjenning, ikke minoritetsaksjonærene. Dersom oppkjøper ikke ønsker å ta risikoen for en myndighetsgodkjenning, kan han fremsette et frivillig tilbud med forbehold for kontroll over selskapet er oppnådd. For øvrig vil vi legge til at oppkjøpers risiko uansett ikke vil avhjelpest fullt ut ved retten til å ta forbehold fordi oppkjøper må se bort fra betingelser som myndighetene måtte stille for konsesjon.

2 Tilbudspliktgrensen

Vi støtter utvalgets flertall om at tilbudspliktgrensen reduseres til 1/3 av stemmene. Vi mener at denne grensen er den mest treffende sett ut fra norske forhold. Sammenlignet med andre land, for eksempel Sverige, er norske selskaper gjennomgående små og med et nokså lite innslag av privatpersoner som aksjonærer. Eierstrukturen i norske selskaper er således normalt ikke så spredt at kontrollskifte skjer på et lavt nivå. Vi mener derfor at det ut fra hensynet til aksjonærene i norske selskaper, ikke er nødvendig å senke tilbudspliktgrensen ned til 30 pst. slik grensen er i Sverige og England. Vi mener at det er riktig å gå gradvis og skrittvis frem og at det er den beste løsningen å vinne noen års erfaring med en 1/3 grense før eventuell ytterligere reduksjon vurderes.

3 Gjentatt tilbudsplikt

Vi støtter utvalgets flertall om gjentatt tilbudsplikt dersom en aksjonær som eier mer enn 1/3 av stemmene som følge av et tidligere tilbud kjøper seg ytterligere opp og passerer 50 pst av stemmene. Ved passering av 50 pst går kontrollen definitivt over på majoritetsaksjonærens hånd, og minoritetsaksjonærene får en ny mulighet til å vurdere situasjonen på nytt. Bestemmelsen om gjentatt tilbudsplikt kan også få som virkning at oppkjøper i første omgang fremmer et så vidt godt tilbud slik at risikoen for å måtte fremme et nytt tilbud blir liten. Således vil gjentatt tilbudsplikt øke minoritetsaksjonærenes mulighet for å få andel av den "reelle" kontrollpremien allerede ved det første tilbudet.

4 Erverv etter at pliktig tilbud er gjennomført

Utvalgets flertall foreslår at tilbyder som kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden, skal betale differansen mellom høyeste betalte eller avtalte pris og tilbudsprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet.

Etter vårt syn er dette en unødig byrdefull regel for tilbyder. Vi legger til grunn at de fleste oppkjøpstilbud fremsettes med det formål å oppnå kontroll i selskapet. Det normale vil da være at tilbyder byr en pris som ligger over markedskurs og hvor kontrollpremien er reflektert i den tilbudte pris. Dersom tilbyder i ettertid (de neste 6 måneder) velger å kjøpe flere aksjer i markedet til markedskurs, så bør han ha adgang til dette uten å måtte kompensere tidligere aksjonærer dersom kursen har gått opp. At kursen har gått opp etter at tilbudet er gjennomført betyr ikke at de aksjonærene som aksepterte tilbudet, har fått en for lav pris på tidspunktet for gjennomføringen av tilbudet. Markedsforholdene kan forandre seg sterkt i løpet av få måneder og det bør ikke bli en byrde for hovedaksjonæren som ønsker å kjøpe seg ytterligere

opp i et selskap. Bestemmelsen kan dessuten lett føre til spekulasjon fra tidligere aksjonærer. De kan presse opp kursene ved egne kjøp av aksjer i markedet hvis de skjønner at hovedaksjonæren har planer om ytterligere aksjekjøp i selskapet. At hovedaksjonæren må kompensere tidligere akseptanter av tilbudet som i ettertid har presset aksjeprisen oppover ved egne aksjekjøp, finner vi lite rimelig.

Med vennlig hilsen

NORGES FONDSMEGLERFORBUND

Per Broch Mathisen

Adm dir