



Det kgl. Finansdepartement  
Postboks 8008, Dep.  
0030 OSLO

Vår dato 7.12.2005  
Deres dato 7.9.2005  
Vår referanse IH/kzf  
Deres referanse 04/3335 FM KW

## Høring NOU 2005:17 om overtakelsestilbud

Det vises til departementets høringsbrev av 7. september d.å.

### Innledning

NOU 2005:17 om overtakelsestilbud er verdipapirmarkedslovutvalgets 1. delinnstilling med utkast til endring av reglene om overtakelsestilbud for å gjennomføre EU-direktivet om overtakelsestilbud i norsk rett. Utredningen inneholder i det vesentlige en oversikt over direktivets innhold, de endringsbehov og muligheter som dette innebærer for norsk retts vedkommende, samt enkelte lovendringsforslag som ikke har sin bakgrunn i direktivet.

Både de forslag som er et resultat av implementeringsforpliktelser av direktivet, og øvrige forslag, bør etter NHO oppfatning harmoniseres med implementeringen og reglene i våre nordiske naboland. Verdipapirmarkedet i Norden er til dels allerede samordnet gjennom børsenes Norex-samarbeid. En harmonisering vil kunne bidra til å forenkle tilgangen til det norske markedet for utlendinger ved at norske regler avviker lite fra de regler som man har i de øvrige nordiske markeder.

NHOs hovedsynspunkter kan sammenfattes slik:

- NHO støtter forslaget om å endre tilbudspliktsreglene, slik at tilbudsplikterskelen senkes til 1/3.
- NHO støtter at det innføres en gjentatt tilbudsplikt ved kjøp av mer enn 50 prosent av selskapets aksjer.
- NHO støtter at det åpnes for å ta forbehold om nødvendig myndighetsgodkjenning ved pliktige tilbud.
- NHO støtter ikke en ubetinget regel om at etterfølgende erverv av aksjer innen seks måneder etter gjennomført tilbud til høyere pris enn akseptert, skal utløse et krav på tilleggsvederlag for de aksjonærer som har akseptert det

opprinnelige tilbudet. NHO mener derimot at en deklarasjonsregel som utstederselskapet eksplisitt kan fravike, kan være fornuftig.

- NHO støtter at det innføres en verdipresumpsjon med tvangsinnløsning av aksjer (etter oppnådd 90 prosent av aksjene) når kjøpet skjer tre måneder etter at det er gjennomført et pliktig tilbud og tilbudsfristen er utløpt, slik at tilbudsprisen da legges til grunn som riktig pris.
- NHO støtter at frivillige tilbud reguleres noe mer, dog slik at man opprettholder adgangen til å ta forbehold også ved frivillige tilbud.

NHO vil nedenfor kommentere dette, samt enkelte andre forhold nærmere.

### **Senking av tilbudsplikterskelen**

Et viktig hensyn bak tilbudspliktsbestemmelsene er beskyttelse av minoritetsinteressen i selskapet hvor en aksjonærinteresse som representerer en majoritet oppnår reell kontroll i selskapet som er gjenstand for overtakelse. Tilbudsplikten skal gi disse aksjonærene muligheten til å komme seg ut av selskapet når kontrollen i dette endres eller går over til andre, til en pris som sikrer dem en del av den såkalte kontrollpremie som man må anta at en tilbyder har betalt. Det er også viktig at tilbudspliktsbestemmelsene utformes slik at såkalte kryptende overtakelser i liten grad kan finne sted uten at tilbudsplikt utløses.

Tilbudspliktsbestemmelser må samtidig utformes slik at de ikke hemmer eller unødige vanskeliggjør oppkjøp som representerer nødvendige strukturendringer i næringslivet. Tilbudsplikten kan av dette hensyn derfor ikke være for omfattende og legge for store økonomiske byrder og/eller uforutsigbarhet på en tilbyder på et for tidlig tidspunkt i forhold til når reell og formell kontroll antas og ansees oppnådd. I tillegg må reglene utformes slik at det ikke påløper unødvendige administrative kostnader.

På hvilket nivå man skal legge til grunn at reell kontroll oppnås, vil variere mellom selskaper, og kan være situasjonsbestemt. Her vil det derfor ikke være slik at "one size fits all". Hvilket nivå tilbudspliktsgrensen skal legges på må derfor vurderes i forhold til bl.a. eiersituasjonen i norske selskaper, herunder utviklingen i dette over tid og de erfaringer man har med eksisterende terskel.

Gjeldende tilbudspliktsgrense i norsk rett er 40 prosent. Direktivet medfører ingen forpliktelse for til endring av gjeldende rett i Norge.

Oslo Børs reiste for flere år siden spørsmålet om behovet for å redusere grensen på 40 prosent, og NHO støttet den gang at det var behov for en reduksjon. NHO er fortsatt tilhenger av at man justerer tilbudspliktskelen noe ned i forhold til dagens regel. NHO har i denne sammenheng særlig lagt vekt på at det har vært reist kritikk

mot den eksisterende tilbudspliktsterskel som for høy i forhold til når en aksjonær oppnår reell kontroll i de fleste norske selskaper, forholdet til såkalte krypende overtakelser, og at det i sammenlignbare markeder er foretatt en justering av tilbudspliktsterskelen, slik at denne i dag ligger lavere enn i Norge. Som nevnt innledningsvis er NHO av den oppfatning at man bør tilstrebe en samordning av tilbudspliktstersklene i markeder det er naturlig å sammenligne seg med.

NHO støtter flertallets forslag om å justere tilbudspliktsterskel til kontroll av 1/3 av aksjene/stemmene.

NHO støtter flertallets vurdering og avveining av de ulike hensyn som taler i ulik retning i forhold til hvor lavt man skal sette en tilbudspliktsterskel. Både størrelsen på det noterte marked, eierkonsentrasjon, andre selskapsrettslige og verdipapirhandletsrettslige forhold, ulike terskler for ”kontroll” i selskapsrettslig sammenheng, risiko for manglende forsøk på overtakelse ved for lav tilbudspliktsterskel samt muligheten til å unndra minoritetsaksjonærenes berettigede kontrollpremie, konkurranserettslige forhold, samt et eventuelt harmoniseringsbehov mot andre land, er vurdert.

Utvalgets flertall har etter denne samlede vurdering anbefalt at tilbudspliktsterskelen senkes til en tredjedel av stemmene, og legger avgjørende vekt på sammenfall med grensen for negativ kontroll. Som nevnt ovenfor, slutter NHO seg til forslaget og begrunnelsen. NHO er dermed ikke enig med utvalgets mindretall som synes å legge avgjørende vekt på harmoniseringshensynet når de foreslår å redusere terskelen til 30 prosent ut fra at denne grensen skal være valgt av flere land det er naturlig å sammenligne seg med (Sverige, Finland og Storbritannia). Selv om harmoniseringshensyn er viktig, er det i denne sammenheng ikke så viktig at man ikke kan legge seg noe høyere enn i disse land. NHO nevner at man i Danmark har en annen regel, og det vil således uansett ikke være rettsenhet i Norden ved at Norge legger seg på 30%.

NHO slutter seg således til utvalgets flertall som i valget mellom en tredjedel og 30 prosent legger avgjørende vekt på at man dels ikke vil foreta en for stor endring av tilbudsplikts grensen i forhold til dagens regler og at en tredjedel er sammenfallende med grensen for såkalt negativ kontroll i selskapsrettslig sammenheng

### **Gjentatt tilbudsplikt**

Utvalget har også behandlet grundig vurderingen av behov for ytterligere tiltak for å ivareta partenes interesser ved pliktige tilbud, herunder det å innføre en gjentatt tilbudsplikt.

En generell tilbudsplikts grense vil nødvendigvis ikke være sammenfallende med grensen for oppnåelse av kontroll i et hvert tilfelle. For de tilfeller hvor det reelle

kontrollskiftet skjer ved erverv av en høyere andel av stemmene enn tilbudspliktsgrensen, vil minoritetsbeskyttelsen kunne styrkes ved regler om gjentatt tilbudsplikt. Regler om en gjentatt tilbudsplikt kan utformes på ulike måter, noe som også er gjort i andre land. I Storbritannia har man en gjentatt tilbudsplikt ved alle etterfølgende erverv fra 30 til 50 prosent av stemmene.

NHO mener at en gjentatt tilbudsplikt vil styrke minoritetsaksjonærenes interesser og vil kunne avhjelpe tilfeller hvor kontrollskifte først inntreffer ved erverv av en høyere andel enn tilbudspliktsgrensen på en tredjedel eller 30 prosent. Den kan også sikre at aksjonærene får muligheter til å vurdere situasjonen på nytt og bidra til å reparere følgene av såkalt krypende overtakelser. Gjentatt tilbudsplikt vil også kunne medføre høyere tilbudspris i de tilfeller hvor tilbyder faktisk ønsker å oppnå kontroll og ikke hadde en annen motivasjon for å kjøpe seg opp i selskapet.

Som utvalget også gjør rede for, har en gjentatt tilbudsplikt den konsekvens at majoritetsaksjonærene får økte forpliktelser, og at oppkjøp og strukturendringer kan bli mer kostnadskrevenne enn nødvendig. Antall overtakelser kan dermed reduseres. Som nevnt innledningsvis er det NHOs oppfatning at det er viktig at tilbudspliktsbestemmelsene utformes slik at man fremmer og ikke hemmer nødvendige omstruktureringer i næringslivet.

NHO vil støtte utvalgets flertall som foreslår at det innføres en gjentatt tilbudsplikt ved oppnådd mer enn 50 prosent av stemmene i selskapet. Dette vil etter NHOs oppfatning gi minoritetseiere i norske selskaper betydelig bedre vern enn det som finnes etter dagens regler. Når en eier overtar mer enn 50 prosent av aksjene i et selskap, settes denne både selskapsrettslig og regnskapsmessig i en ny situasjon, både i forhold til konsolideringsbestemmelser og i forhold til formell kontroll rettslig gjennom aksjerettslige bestemmelser.

NHO har i likhet med utvalgets flertall funnet at en tilbudspliktsbestemmelse som medfører at ethvert nytt erverv over første tilbudspliktstærskel skulle utløse gjentatt tilbudsplikt opp til kontroll (50 prosent), vil være å gå altfor langt i forhold til en stor aksjonær og være en for stor hemske for oppkjøp og overtakelser i næringslivet. NHO kan derfor ikke støtte mindretallets forslag om å etablere en gjentatt tilbudsplikt i Norge etter engelsk mønster (gjentatt tilbudsplikt ved ethvert nytt kjøp), og vil i tillegg vise til at man heller ikke har slike bestemmelser i de øvrige nordiske land.

### **Betingede tilbud**

Etter gjeldende verdipapirhandellov § 4-10, 3. ledd kan et pliktig tilbud ikke gjøres betinget. Frivillige tilbud kan imidlertid inneholde betingelser. Utvalget har vurdert om det bør åpnes for at man ved pliktige tilbud kan ta forbehold om at man oppnår nødvendig offentligrettslig tillatelse for å kunne drive ervervsvirksomheten videre, og har foreslått at dette tillates. NHO støtter forslaget. Slik NHO ser det, er det et

behov for å kunne ta slike forbehold, særlig hvis at tilbudspliktsgrensen senkes ned mot 30 prosent. Det vil være en klar fordel for en aksjonær som kommer i en tilbudspliktssituasjon å ha trygghet for at man ikke etter gjennomført tilbud må selge seg ned igjen med de kostnader dette kan ha hvis slik tillatelse ikke oppnås.

Slik NHO vurderer det, har tilbyderen et reelt behov for å sikre seg mot den risiko han har ved at tillatelse ikke gis. NHO viser til forslaget fra utvalgets flertall og den begrunnelsen som dette gir for å foreslå slik adgang til å ta konsesjonsforbehold.

Utvalget har også vurdert om det skal åpnes for å ta andre forbehold knyttet til et pliktig tilbud, for eksempel stille betingelser om at et visst antall aksjonærer aksepterer budet, eller at tilbyder finner målselskapet attraktivt etter en due diligence prosess. NHO støtter utvalgets flertall i at det ikke åpnes for en slik adgang. Etter NHOs oppfatning vil dette skape for stor usikkerhet for minoritetsaksjonærene, særlig i tilfeller hvor forbeholdet ikke knytter seg til objektivt konstaterbare forhold. I tillegg, slik utvalget også anfører, vil det kunne føre til uheldig innelåsing av aksjonærer i tilbudsperioden. For de tilbydere som ikke ønsker å komme i en slik posisjon, vil et alternativ være å fremme et frivillig tilbud før man kommer i en tilbudspliktssituasjon, og der stille de betingelser som man anser som nødvendige for å kunne gjennomføre oppkjøpet. NHO ser at ved senket tilbudspliktsterskel vil risikoen for en tilbyder som må fremsette et frivillig tilbud før denne terskelen er nådd, bli større enn i dag, men NHO mener likevel at denne adgangen til å stille betingelser knyttet til tilbud, må være tilstrekkelig for slike situasjoner.

NHO slutter seg også til utvalgets flertall som foreslår at forbeholdet gjelder tillatelse eller ikke tillatelse, og at det ikke kan tas forbehold om tillatelser på eventuelt strenge vilkår. NHO slutter seg også til utvalgets forslag om at det må oppsettes en frist for hvor lenge aksjonærene må være bundet av sin aksept i forhold til en behandling av en søknad om tillatelse. NHO støtter utvalgets flertallsforslag om at fristen skal være tilsvarende eventuelle offentligrettslige frister med tillegg av klagefrist, men der slike frister ikke foreligger, vil etter NHOs oppfatning utvalgets forslag om seks måneder være tilfredsstillende. Hensynet til hvor lenge aksjonærene med rimelighet må finne seg i å være bundet av en aksept, må veies mot tilbyders behov for tid til avklaring. Et halvt år må, etter NHOs oppfatning, anses som rimelig tid for tilbyder til å få avklart spørsmål i saker hvor offentligrettslig regulering ikke gir egne frister

### **Betingelser knyttet til frivillige tilbud**

Det er ikke nødvendig å gjøre endringer i verdipapirhandellovens § 4-18 om frivillige tilbud for å sikre implementeringen av direktivet. Utvalget har vurdert om det bør gjøres endringer i dagens adgang til å stille betingelser knyttet til frivillige tilbud, men er kommet til at det retts teknisk er vanskelig å utforme en fornuftig regel på dette området. NHO støtter utvalgets konklusjon. NHO kan ikke se at det er konstatert behov for endring av dagens retts tilstand, og legger således til grunn at dagens regler fungerer godt. NHO vil også bemerke at dagens regler legger til rette

for overtakelse av virksomhet skjer gjennom frivillige tilbud, fordi dette gir overtakeren en god forutsigbarhet i forhold til viktige betingelser knyttet til en videreføring av virksomheten. I og med at det ikke er høstet negative erfaringer med dette systemet, støtter NHO en videreføring av dette.

### **Etterfølgende tilbudsplikt**

Etter gjeldende rett kan en tilbyder som gjennomfører et pliktig tilbud straks etter at det pliktige tilbudet er gjennomført, erverve aksjer til høyere kurs, uten at dette får konsekvenser for hans betalingsplikt til de aksjonærer som har akseptert tilbudet. I Storbritannia kan en tilbyder som eier mer enn 50 prosent i en periode på seks måneder etter gjennomført tilbud, ikke kjøpe aksjer i selskapet til bedre vilkår. I Sverige eksisterer en lignende regel om at en tilbyder i en periode på 9 måneder etter gjennomført tilbud ikke kan kjøpe aksjer i selskapet til bedre vilkår enn i tilbudet, uten at de som aksepterte tilbudet betales prisdifferansen. (Regelen er endret eller skal endres til seks måneder.)

Bakgrunnen for slike bestemmelser er at det i etterfølgende kjøp også kan ligge en kontrollpremie som de aksjonærene som har akseptert et tilbud ikke vil få med seg. Dette vil i særlig grad gjelde mindre aksjonærer enn aksjonærer som sitter på større poster og som vil være i en forhandlingsposisjon. Denne type klausuler er nettopp av denne grunn også forekommende relativt ofte i avtaler om kjøp av nettopp større poster forut for pliktige eller frivillige tilbud.

På den annen side vil minoritetsaksjonærene, gitt en senkning av tilbudsplikten og ikke minst gjennom en innføring av gjentatt tilbudsplikt, allerede tilgodeses i stor grad gjennom dette.

Kurssvingninger i aksjer i en så lang periode som seks måneder vil kunne skje uavhengig av forhold på selskapets hånd, og således uavhengig av den pris som blir tilbudt selgerne på tilbudstidspunktet. Som et nærliggende eksempel kan nevnes svingninger i markedspris for råvarer, for eksempel olje og den betydningen dette har for kursen på de selskaper som opererer innenfor disse segmentene.

NHO støtter den siste vurderingen og vil anføre at det vil være forholdsmessig byrde og en uforholdsmessig innskrenkning i tilbyders adgang til etterfølgende erverv å pålegge alle tilbydere en slik plikt og slik innskrenkning i friheten til å kjøpe aksjer i etterkant. Tidspunktet for slike kjøp vil ikke alltid kunne velges, og det vil uansett være urimelig at aksjonærer som har solgt sine aksjer, skal nyte godt av etterfølgende uforutsette fordeler av en markedssvingning. Selv om etterfølgende kurssvingninger kan skyldes at det i selskapet lå andre verdier også på tidspunktet for salg, mener NHO at selgerne da eventuelt må vurdere ikke å selge og heller avvente utviklingen med sikte på å oppnå en høyere kurs senere.

I tråd med NHOs standpunkt om at tilbudspliktsbestemmelsene må gjøres såpass hensiktsmessige og forutsigbare og ikke for byrdefulle for en tilbyder for å oppnå nødvendige omstruktureringer i næringslivet, vil vi i likhet med utvalgets mindretall gå mot en slik plikt til etteroppgjør ved etterfølgende kjøp av aksjer.

### **Etterfølgende tilbudsplikt - alternativt forslag**

Utvalget foreslår ikke å endre gjeldende norske regler om kravene til tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud, med henvisning til at direktivets minimumskrav antas oppfylt. Det er imidlertid uavklart om gjeldende regler, i verdipapirhandelloven § 4-10 (4) jf. (6), tillater at det fremsettes et tilbud hvor vederlagets størrelse er betinget. Hvis det for eksempel er avtalt betinget tilleggsvederlag i forbindelse med et erverv som utløser tilbudsplikt, er det usikkert om retten til tilleggsvederlag ("top up") må verdsettes og tilbys som et fast pengebeløp, eller kan tilbys som sådan. Hvis retten kan eller må omregnes til et fast pengebeløp ved tilbudet reises uavklarte og kompliserte spørsmål i tilknytning til verdsettelsen og løsning av eventuell tvist knyttet til dette.

Klausuler om "top up" er utbredt ved omsetning aksjer - også i børsnoterte selskaper. Loven bør derfor ikke begrense muligheten til å anvende slike tilbud for transaksjoner som kan medføre tilbudsplikt. Det bør være adgang til å fremsette tilbud hvor deler av vederlaget utgjøres av et betinget kontant tilleggsvederlag hvor slikt tilleggsvederlag er avtalt for det ervervet som utløser (eller inngår i verdiberegningen) for det pliktige tilbudet.

Etter NHOs mening bør man på denne bakgrunn innføre en deklarasjonsregel som åpner for tilleggsvederlag ved pliktige tilbud. Dette vil være gunstig for de selskaper som ønsker å gi en slik garanti for å øke akseptgraden eller har brukt "top up"-klausuler i forbindelse med de kjøp som bestemmer prisen i det pliktige tilbud, samtidig som tilbyder har mulighet til å fravike regelen dersom det foreligger forhold (særlig knyttet til markedsrisiko/volatilitet) som gjør at man ikke ønsker å påta seg en forpliktelse til å betale tilleggsvederlag ved etterfølgende kjøp.

### **Tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud**

Direktivets artikkel 5 gir regler for tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud. Utvalgets vurdering har vært at norsk rett er i tråd med direktivets forpliktelser, og man har ikke gått nærmere inn på de alternativer direktivet åpner for.

Etter NHOs mening bør man vurdere om verdipapirhandelloven fortsatt skal kreve at tilbudet inneholder et kontantalternativ i alle tilfeller, eller om man bør ha regler som åpner for å akseptere tilbud med helt eller delvis oppgjør i likvide verdipapirer, slik direktivets artikkel 5 (5) gir mulighet til.

Når det gjelder tilbudsprisens størrelse, gir vphl § 4-10 (4) annet punktum pålegg om å oppjustere tilbudsprisen (fastsatt i samsvar med første punktum) på basis av et generelt kriterium – ”markedskursen”. Etter NHOs mening kan det reises spørsmål om bestemmelsen er i overensstemmelse med direktivets krav til prosedyre og kriterier for slik justering. Direktivet artikkel 5 (4) andre og tredje ledd fastsetter at medlemsstatene ”may authorise their supervisory authorities to adjust the price” ... ”in circumstances and in accordance with criteria that are clearly determined”. Etter NHOs mening kan det reises spørsmål ved om dette ikke innebærer at det skal fattes en beslutning om justering i den enkelte sak. Bestemmelsen i § 4-10 bør derfor vurderes erstattet med en hjemmel til myndighetene til å fastsette justeringsbestemmelse i overensstemmelse med direktivet.

### **Verdipresumpsjon ved tvangsinnløsning**

Direktivets bestemmelser om tvangsinnløsning og innløsningsrett gjelder bare i forbindelse med pliktige eller frivillige tilbud. NHO støtter utvalgets forslag om å innta enkelte særskilte regler i verdipapirhandelloven om tvangsinnløsning og innløsningsrett i forbindelse med slike frivillige eller pliktige tilbud, men videreføre reglene om tvangsinnløsning i andre tilfeller i allmennaksjeloven uendret.

NHO slutter seg til utvalgets vurdering om å videreføre ordlyden i ASA-lovens § 4-25 uendret, selv om direktivet opererer med ”minst” 90 prosent av stemmene.

Direktivet inneholder også en presumpsjonsregel om at en tilbudspris, etter et forutgående pliktig eller frivillig tilbud, normalt skal anses som ”fair price”. NHO støtter utvalgets forslag om at presumpsjonsregelen innføres eksplisitt i norsk rett på samme vilkår som etter direktivet. For selskaper notert på regulert marked (børs) vil det da det gjelde en spesialregel ved tvungen innløsning innen tre måneder etter akseptperiodens utløp / erverv av mer enn 90 prosent av de stemmeberettigede aksjer, slik at tilbudsprisen da normalt vil anses som markedspris. Etter NHOs oppfatning er det en fordel at man får en klarere regulering av slike situasjoner enn det som er tilfellet etter gjeldende rett.

Utvalget har foreslått at presumpsjonsregelen gjelder, med mindre særlige grunner tilsier noe annet, og viser til at forhold som kan tilsi at tilbudsprisen fravikes kan være at det har skjedd vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført eller tvungen innløsning ble erklært, eller fordi det ikke foreligger en reell takeover-situasjon.

Etter NHOs oppfatning bør departementet vurdere hvorvidt det er nødvendig med et slikt forbehold knyttet til presumpsjonsregelen, og vil peke på at en presumpsjonsregel uten slik modifikasjon, vil gi en klarere og mer forutsigbar situasjon som reduserer behovet for omstendelige og kostbare skjønnsprosedyrer. Det vil også fjerne det incitament som ligger i dagens regel for aksjonærer til å



forsøksvis presse opp en innløsningspris for at det overtakende selskap skal slippe slike skjønnsprosedyrer.

### **Offentliggjøring av resultatet av tilbudet**

Gjeldende rett inneholder ingen uttrykkelig regel om plikt til offentliggjøring av resultatet av tilbudet. NHO støtter utvalgets forslag om at denne bestemmelsen i direktivets artikkel 13 implementeres uttrykkelig i norsk rett, og at det innføres en bestemmelse i verdipapirhandellovens § 4-17 a om dette. NHO støtter også at dette skal gjelde både pliktige og frivillige tilbud.

### **Kompetent myndighet for tilsyn og avgjørelser**

NHO slutter seg til utvalgets vurdering om at det er naturlig at det regulerte markedet hvor selskapets aksjer er notert, fortsatt er tilbudsmyndighet i forhold til norske selskaper. Tilsvarende gjelder selskaper som har aksjer notert på regulerte markeder i annen EØS-stat, men ikke i Norge.

Vennlig hilsen,  
NÆRINGSLIVETS HOVEDORGANISASJON

Finn Bergesen jr.  
Adm. direktør