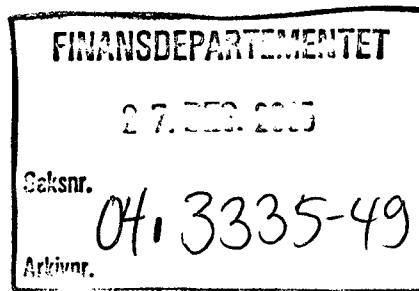


Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
Akersgt 40
0030 OSLO

Også på epost lene.kirkeng@finans.dep.no



Deres ref:

Vår ref: 390439

Dato: 22.12.2005

Høring - NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud (tilbudspått og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)

Det vises til departementets brev 1. september 2005 der verdipapirmarkedlovutvalgets lovforslag er sendt på høring med frist 5. d m. Vi beklager å ha oversittet høringsfristen.

Utvalgets mandat var å foreslå implementering av EUs takeover-direktiv (direktiv 2004/25/EF) i norsk rett. Oslo Børs setter pris på at departementet etter tidligere innspill fra Oslo Børs om blant annet å vurdere lavere tilbudspåttgrense og gjentatt tilbudspått, ga utvalget som mandat å se på behov for endringer utover direktivets krav.

Utvalgets forslag - dissenser

Børsen støtter utvalgets forslag der dette er enstemmig. Dog har vi enkelte mindre eller tekniske merknader og endringsforslag som behandles nedenfor. For enkelte forslag der det er dissens i utvalget har børsen gått inn for følgende standpunkt:

- Tilbudsgrensen i § 4-1 første ledd bør settes til 30 prosent i samsvar med mindretallets forslag.
- Tilbudspått bør også gjelde i intervallet mellom 30 prosent og 50 prosent slik mindretallet har foreslått som nytt § 4-6 første ledd,
- Tilbudsprisen i pliktige tilbud bør korrigeres for tilbyders erverv de første seks månedene etter at tilbudet er gjennomført, slik flertallet har foreslått i § 4-6 fjerde ledd. Dette vil gi en regel som øker likebehandlingsvirkningen av tilbudspått, og gir norske regler langt på vei i samsvar med svenske og engelske regler.

Vi viser til de begrunnelsene som er gitt for de nevnte standpunkter i utredningen.

Vi har ikke like sterk oppfatning i forhold til forslaget om å øke anledningen til å sette vilkår i pliktige tilbud, jf § 4-10 tredje ledd. Flertallets forslag kan gi noe større fleksibilitet uten unødig å ramme minoritetsaksjonærene, men vi er usikre på hvor stor praktisk effekt dette vil ha. Under tvil støtter vi imidlertid også her flertallet.

Særlig om statlig eierskap

Vi har merket oss at Næringsdepartementet i sin høringsuttalelse savner en gjennomgående belysning av de problemstillinger nye tilbudspliktregler skaper for statlig eierskap og Stortingets mulighet til å beslutte endringer i eierandeler for selskaper der Staten eier aksjer. Departementet understreker imidlertid at det *"er prinsipielt tilhenger av at staten som aksjonær skal stå ovenfor de samme regler som private aksjonærer"*.

Oslo Børs vil for det første understreke betydningen av Næringsdepartementets prinsipielle syn slik det er kommet til uttrykk også i eierskapsmeldingen, og at det følges i praksis. Den tillit det internasjonale kapitalmarked har til statens håndtering av sitt eierskap i disse selskapene er avgjørende for internasjonale investorers ønske og vilje til å investere i disse selskapene. Med den betydning delvis statseide selskaper har på Oslo Børs, smitter denne tilliten over på det internasjonale kapitalmarkeds interesse for øvrige selskaper notert på børsen. Med dagens internasjonale konkurranse om risikokapital, er interesse fra utenlandske aksjonærer svært viktig for likviditeten og verdsettelse av selskaper, som igjen har avgjørende betydning for den pris norsk næringsliv må betale for sin egenkapital. Det er vårt inntrykk at det nå er en høy tillit til statens forvaltning av sitt eierskap i børsnoterte selskaper, og at dette sammen med interessante selskaper har bidratt til den store interessen for norske verdipapirer. Oslo Børs er i henhold til statistikk for 2005 den børs i Norden som i 2005 har høyest likviditet – et viktig målekriterium for et markeds effektivitet.

De utfordringer Næringsdepartementet ser at tilbudspliktreglene gir for statlig eierskap er de samme som andre store aksjonærer møter. Dette er heller ikke nytt med de nye reglene. Staten har også valgt å redusere sin aksjeandel i flere selskaper fra et nivå over den eksisterende tilbudspliktgrensen til et nivå under. Eksempelet som nevnes i høringsbrevet, at Stortinget skulle ønske igjen å komme i majoritet i Norsk Hydro ASA, vil staten også få tilbudsplikt under de eksisterende regler, og Stortinget vil da måtte gi fullmakt til erverv som oppfyller tilbudsplikten. Vi antar at dersom de øvrige aksjonærene fortsatt ønsker å være medeier i et selskap med så stor statlig eierandel, vil de unnlate å akseptere et tilbud som f eks kan være til gjeldende markedskurs. Dersom de skulle ønske å selge under tilbudet, vil det være en god indikator på at hensynet bak tilbudsplikten tilsier at aksjonærene bør gis denne beskyttelsen.

Næringsdepartementet har i særdeleshet uttrykt bekymring for den foreslåtte overgangsregelen hvoretter alle som eier aksjer i intervallet mellom den foreslåtte tilbudspliktgrensen og 40 prosent, får tilbudsplikt dersom de gjennom erverv øker sin eierandel. Næringsdepartementet har foreslått at det gis en overgangsperiode på noen år slik at aksjonærer som har innrettet seg etter 40-prosentgrensen kan tilpasse seg den nye grensen. Oslo Børs har forståelse for dette behovet, men vil understreke at en slik overgangsregel vil redusere tilbudspliktreglenes effektivitet i forhold til kontrollerende aksjonærer – også de med mindre demokratisk forankring enn staten. At vi i de senere år har vi sett flere eksempler på at 40-prosentgrensen kan være utilstrekkelig i forhold til formålet og at de fleste sammenlignbare land har en lavere grense, kan tyde på at innføring av en lavere grense allerede kommer i seneste laget. Vi viser også til at den av utvalget foreslåtte overgangsregel tilsvarer den gjeldende overgangsregel fra 45 til 40 prosent uten at dette har medført vesentlige problemer. Oslo Børs er derfor negativ til en slik overgangsregel.

Næringsdepartementet har også tatt til orde for en bestemmelse for fusjonstilfeller som gjør det mulig for en aksjonær å foreta en etterfølgende justering av sin eierandel opp til nivået før fusjonen. Børsen viser til at tilbudsplikt etter forslaget utløses ved erverv *som øker eierandelen*. Dersom hovedaksjonæren samtidig med kapitalforhøyelse erverver aksjer for å redusere utvanningseffekten, blir det altså ingen tilbudsplikt. Bestemmelsen må antas å gjelde både ved fusjoner og andre kapitalforhøyelser. Siden rettede emisjoner mot enkeltaksjonærer i seg selv kan utgjøre en uheldig og undertiden ulovlig forskjellsbehandling, vil vi støtte Næringsdepartementets forslag om en mulighet til at aksjonærer innen en frist kan erverve aksjer i annenhåndsmarkedet inntil den opprinnelige eierandel. Et relevant tilleggsvilkår kan være at hovedaksjonær uttrykkelig har forbeholdt seg en slik rett innen selskapets fusjonsbeslutning treffes.

Øvrige merknader

Frivillige tilbud

Direktivet innebærer en innskjerping av reguleringen av frivillige tilbud på enkelte punkter. For Oslo Børs' del kunne dette med hell vært trukket lenger ved at flere ufravikelige krav ble innført også for frivillige tilbud. Det er gjennom frivillige tilbud den faktiske overtagelsen typisk gjøres og eventuelle budkamper skjer under reglene for frivillige tilbud. Utvalget har en kort diskusjon av dette på slutten av kap 8.4.1 hvor det blant annet henvises til svenske og engelske regler som begrenser tilbyders mulighet til å sette ensidige eller skjønnsmessige betingelser for tilbudet. Oslo Børs mener slike regler med hell kunne vært innført også i norsk rett. Utvalget synes å være av samme oppfatning, men har funnet det vanskelig å utforme en retts teknisk god regel. Børsen ser dette problemet, men antar at dette kan løses ved at noe større skjønn tillegges tilbudsmyndigheten slik det er gjort i Sverige og England.

Finansieringsforbehold

Finansieringsforbehold er et eksempel på betingelser i frivillige tilbud som synes regulert i direktivet, uten at dette er hensyntatt i utvalgets forslag. Artikkel 3 (1) (e) i direktivet krever at myndighetene skal påse at "an offeror must announce a bid only after ensuring that he/she can fulfil in full any cash consideration offered ...". Vi er usikre på om dette pålegger myndighetene å fastsette begrensninger i muligheten til å ta slike forbehold. Forslaget inneholder ingen begrensninger på dette punkt. Uansett kan det være grunn til å implementere bestemmelsen, f eks ved en tilføyelse i § 4-18.

Tilbaketrekning av bud

Etter direktivet art 13 a) skal nasjonale regler inneholde regulering av "*the irrevocability of bids and the conditions permitted*". Etter vår vurdering gir henvisningen til generell avtalerett noe svak veiledning i forhold til risikoen for at et annonsert tilbud trekkes. Avtalerettens lære om bristende forutsetning gir ikke alltid åpenbare og lett forutberegnelige svar i forhold til annonserte tilbud. Vi anbefaler at det gis en forskriftshjemmel som i hvert fall dekker muligheten til å frafalle et annonsert eller gitt tilbud.

Offentliggjøring av tilbud

Etter forslaget § 4-8 første ledd oppstår den tilbudspliktiges plikt til å offentliggjøre budet (gjennom børsen) "når tilbudsplikt inntreer". Tilbudsplikten inntreer etter § 4-1 første ledd for "den som gjennom erverv blir eier". Dette er i praksis forstått slik at det vesentligste av eierrettighetene er gått over på eier. Således vil avtale om erverv som regel ikke være tilstrekkelig. I forarbeider og praksis er det lagt til grunn at tilbudsplikten normalt oppstår når de utløsende aksjene er registrert på erververs VPS-konto. Dette innebærer at det fra avtaletidspunktet til meldeplikten etter § 4-8 inntreer vil være et tidsrom der det foreligger ikke-utlignet innsideinformasjon. Aksjer kjøpt over børs vil eksempelvis først være på erververs konto tre dager etter handelsdagen. Problemstillingen er hensyntatt i forhold til flaggeplikten som oppstår "straks avtale om erverv eller avhendelse er inngått". Direktivets fortale (12) omhandler også problemstillingen: "To reduce the scope for insider dealing, an offeror should be required to announce his/her decision to launch a bid as soon as possible and to inform the supervisory authority of the bid".

På denne bakgrunn foreslås at § 4-8 første ledd bør lyde :

"Når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt etter § 4-1 til 4-6 er inngått skal den som har eller vil få tilbudsplikt straks gi melding...."

Det er naturlig at meldeplikten reserveres for ubetingede avtaler, men dette vil være naturlig å henvise til tolkning evt nærmere omtale i forarbeidene.

§ 4-17 a

Forslaget har en misvisende overskrift. Overskriften bør reflektere at den omhandler resultat av tilbud.

Forlengelse av tilbud

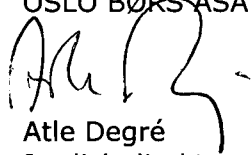
Etter direktivet art 7 (1) kan tilbudet forlenges ut over de angitt 10 uker på de vilkår som der er angitt. Det er lagt opp til at departementet kan fastsette dette i forskrift, jf § 4-11. Etter vår oppfatning kan det også være behov for dispensasjonsmulighet som nevnt i art 7(2). En slik skjønnsmessig adgang for tilbudsmyndigheten vil måtte veie hensyn for og mot forlengelse. Slik myndighet kan gis i nevnte forskrift.

Tvungen overføring

Presumsjonsregelen i § 4-21 første ledd gjelder for tilbyder som har "frem satt pliktig eller frivillig tilbud". Begrepet "frivillig tilbud" har språklig sett et videre område enn § 4-18. Eksempelvis vil en aksjonær som eier 70 prosent og som fremsetter tilbud om kjøp av de resterende aksjene i selskapet fremsette et frivillig tilbud etter alminnelig språklig forståelse, men ikke etter § 4-18. Hensynet bak presumsjonsregelen slår heller ikke til i førstnevnte situasjon. Vi foreslår derfor at § 4-21 første ledd viser til "frivillig tilbud iht § 4-18".

Dersom departementet skulle ønske å drøfte problemstillinger med børsen under lovprosessen, står vi naturligvis til disposisjon

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Atle Degré
Jurdisk direktør