

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

30. oktober 2007

Høring – forslag til forskriftsbestemmelser i verdipapirforskriften om overtakelsestilbud

Det vises til departementets brev 14. september 2007.

Denne høringsuttalelsen gjelder forslag til forskriftsbestemmelser om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer. Vi har ikke merknader til bestemmelsene knyttet til anvendelsesområde.

NFMM vil først understreke at tilbudspliktreglene er vesentlige for norsk næringsliv evne til å foreta ønskede strukturendringer. Samtidig er regelverket viktig for å sikre investors tillit til at aksjeeierne blir behandlet likt i oppkjøpssituasjoner. Siden utenlandske investorer dominerer handelen på Oslo Børs og Oslo Axess, og det norske aksjemarkedet er særdeles avhengig av utenlandske investorer, er det særdeles viktig at de norske tilbudspliktsreglene i hovedsak svarer til standarder utviklet på anerkjente regulerte markedet. Mindre avvik må imidlertid kunne tolereres fordi norske selskaper gjennomgående er små, sammenlignet med for eksempel selskaper notert på London Stock Exchange. Vi støtter utgangspunktet om å se hen til den engelske "Take-over-kodeksen", men det er ikke gitt at alle bestemmelsene i kodeksen passer for det norske marked, og da særlig ut fra størrelsene på de norske selskapene.

NFMM støtter at det gjennom regelverket klargjøres hvilke typer finansielle kontrakter som skal inngå i beregningsgrunnlaget for utløsning av tilbudsplikt. I så måte er forskriftsutkastet et fremskritt i forhold til dagens situasjon. Vi er imidlertid ikke enig i at reglene bør få anvendelse på transaksjoner i avledede instrumenter, der det ikke skjer noen underliggende sikringshandel eller der sikringsaksjer umiddelbart etter innkjøp kan bli gjort til gjenstand for annen omsetning. Etter vår oppfatning vil forutsetningene lagt til grunn av Oslo Børs ikke være oppfylt i slike situasjoner, med den følge at behovet for konsolidering må anses vesentlig redusert.

Videre stiller vi oss undrende til at en og samme aksje skal kunne bli konsolidert inn i flere uavhengige investors beholdninger ved vurdering av om tilbudspliktsgrensen er passert, jfr. drøftelsene i høringsnotatets s. 14 flg. Dette vil for eksempel kunne skje ved aksjelån hvor vi forstår høringsnotatet slik at både utlåner og innlåner kan få de samme underliggende aksjer konsolidert inn i sine beholdninger. Det samme kan være tilfelle ved terminforretninger. Ved slike transaksjoner vil det kun være en av partene som vil ha anledning til å utøve eierbeføyelser og da synes reglene å gå noe lenger enn nødvendig.

Et annet forhold vi synes er noe uklart i høringsdokumentet er hvorvidt forhåndsaksepter som sådan skal konsolideres inn ved beregning av om tilbudspliktsgrensen er passert. Betingede forhåndsaksepter er vanlig i det norske markedet, typisk at tilbyder ikke blir bundet av aksepten før tilbyder har mottatt aksept på en forhåndsdefinert andel av aksjekapitalen/stemmene i selskapet. Det vanlige er at slike betingelser må innfris for at aksepten skal bli bindende. Dersom betingelsen ikke kan endres eller frases av tilbyder innenfor tilbudsfristen, synes det ikke naturlig å konsolidere inn slike forhåndsaksepter før fristen er utløpt, betingelsen innfridd og akseptene bindende. I andre tilfeller kan tilbyder frasi seg slike betingelser før tilbudsfristens utløp. Aksepten kan da bli bindende når betingelsen frases, og dette vil være under tilbyders kontroll. I slike tilfeller kan det være hensiktsmessig å konsolidere mottatte forhåndsaksepter inn i tilbyrers beholdninger når betingelsen frases og akseptene blir bindende.

I det norske markedet har det også utviklet seg en praksis som innebærer at aksjeeier som gir en forhåndsaksept betinger seg at aksepten automatisk kanselleres dersom det kommer et nytt, høyere bud på aksjene som den opprinnelige tilbyder ikke ønsker å overby. Etter vår vurdering er det sterke argumenter for at slike betingede forhåndsaksepter fortsatt ikke skal konsolideres ved beregning av grensen for tilbudsplikt. Betingelsen knyttes i disse tilfellene til forhold som er underlagt tredjeparts kontroll, slik at betingelsen må anses reell frem til tidspunktet hvor akseptene ikke lenger kan kanselleres under henvisning til et nytt bud. Tilbyder har naturlig nok ingen kontroll over hva andre aktører måtte foreta seg innen tilbudsfristens utløp, og det vil da herske usikkerhet knyttet til om forhåndsakseptene vil gi tilbyder aksess til aksjene og dermed kontroll over selskapet før ved fristens utløp. Slik vi ser det vil det kunne være urimelig å inkludere slike betingede forhåndsaksepter i beregningsgrunnlaget for tilbudsplikt. En motsatt konklusjon vil kunne få store praktiske konsekvenser i det man i realiteten vil frata potensielle oppkjøpere muligheten til å "teste" markedet for om et oppkjøp er mulig å gjennomføre, og derigjennom heve terskelen for når potensielle oppkjøpere begir seg inn i en oppkjøpssituasjon. Vi vil be om at det i det endelige regelsettet tas høyde for at betingende forhåndsaksepter innenfor en gitt periode, ikke skal utløse tilbudsplikt.

Med vennlig hilsen
Norges Fondsmeglerforbund

Per Broch Mathisen
Adm. Dir.