

Skrifstofa fjármálamarkaðar  
Fjármála- og efnahagsráðuneytið  
Arnarhvoli við Lindargötu  
101 Reykjavík

Reykjavík, 11. desember 2020

**Efni: Endurskoðun tilboðsskyldu í ákvæðum laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 („vvl.“).**

Gildi-lífeyrissjóður, („Gildi“) hefur haft til skoðunar nokkur yfirtökutilboð á verðbréfamarkaði á undanförunum misserum. Aðstæður sem komið hafa upp í kjölfar þeirra hafa leitt til þess að Gildi hefur talið rétt að taka til nánari skoðunar efnisreglur íslenskra laga um yfirtöku og yfirtökutilboð, framkvæmd reglnanna og túlkun, eftir atvikum í samanburði við sambærilegar reglur í nágrannaríkjunum og framkvæmd þeirra. Gildi fól ADVEL lögmönnum slf. („ADVEL“) að ráðast í slíka úttekt sbr. minnisblað sem fylgir hjálagt erindi þessu.

Að mati Gildis leiðir umrædd skoðun í ljós að þörf er á endurskoðun ákvæða laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007, bæði að því er varðar tilteknar efnisreglur eins og yfirtökumörk, en einnig til að stuðla að skýrari framkvæmd þeirra og auknu gagnsæi. Þá telur Gildi að hafa verði í huga markaðsaðstæður hér á landi, einkum í ljósi stöðu minni fjárfesta og stofnanafjárfesta.

Reglum um tilboðsskyldu og yfirtöku er ætlað að innleiða tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2004/25/EB um yfirtökutilboð. Ljóst er að tilskipunin veitir ríkulegt svigrúm til að móta reglur sem taka mið af markaðsaðstæðum í hverju ríki þó virða verði tilteknar grundvallarreglur. Hér má t.d. nefna að í Noregi og fleiri EES ríkjum er yfirtökuskylda þrepaskipt þannig að endurtekin yfirtökuskylda myndast við tilteknar aðstæður. Þær viðbótarreglur hafa að markmiði að koma í veg fyrir samþjöppun eignarhalds og gæta að vernd minnihluta hluthafa.

Í bréfi þessu verður stuttlega gerð grein fyrir tilteknum annmörkum sem felast í núgildandi yfirtökureglum og mögulegum leiðum til úrbóta á íslenskum verðbréfamarkaði.

Gildi vonar að erindi þetta geti reynst gagnlegt innlegg í umræðu um yfirtökureglur hér á landi og nýst ráðuneytinu við undirbúning og framkvæmd endurskoðunar þeirra.

#### **Tilboðsskylda á skipulegum verðbréfamarkaði.**

Samkvæmt 100. gr. laga um verðbréfavíðskipti myndast yfirtökuskylda við eftirfarandi skilyrði:

*Hafi aðili beint eða óbeint náð yfirráðum í félagi þar sem flokkur verðbréfa hefur verið tekinn til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði skal sá aðili eigi síðar en fjórum vikum eftir að hann vissi eða mátti vita um tilboðsskyldu eða niðurstaða um hana lá fyrir gera öðrum hluthöfum félagsins yfirtökutilboð, þ.e. tilboð um að kaupa hluti þeirra í félaginu. Með yfirráðum er átt við að aðili og þeir sem hann er í samstarfi við:*

- hafi samanlagt eignast a.m.k. 30% atkvæðisréttar í félaginu,
- hafi á grundvelli samnings við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur a.m.k. 30% atkvæða í félaginu, eða
- hafi öðlast rétt til þess að tilnefna eða setja af meiri hluta stjórnar í félaginu.

Yfirtökuskylda hvers aðila eða samstarfshóps myndast einungis í eitt skipti skv. vvl. Ekki er þannig um endurtekna yfirtökuskyldu að ræða í íslenskum rétti. Innlausnarréttur virkjast hins vegar skv. lögum um hlutafélög við 90% hlutarfjáreign hins ráðandi aðila.

Þar sem skyldubundið yfirtökutilboð og verðskilmálar þess eiga bara við um tilvik þar sem yfirráðum er fyrst náð, þ.e. 30%, þá hefur hinn ráðandi aðili tækifæri til að auka við hlut sinn í félaginu (jafnt og þétt) í kjölfarið án þess að frekari tilboðsskylda vakni allt upp að 90% eignarhlut.

### **Annamarkar tilboðsskyldu – hagsmunir minnihlutaeigenda eru ekki nægjanlega tryggðir**

Tilgangur yfirtökureglna í íslenskum rétti er skv. lögskýringargögnum fyrst og fremst að gæta að réttarvernd minnihluta hluthafa. Þeir hafi svigrúm til að taka ákvörðun um hvort þeir vilji hlíta því að tiltekinn aðili (eða aðilar saman) fari með yfirráð í félagi sem þeir eiga hlut í. Það kann að vera að minnihlutinn hefði kosið að fjárfesta ekki í viðkomandi félagi ef annar aðili færi með yfirráðin af ýmsum ástæðum.

- Reglurnar tryggja að okkar mati ekki nægilega réttarvernd minnihluta hluthafa, þar sem útganga á grundvelli hennar er takmörkuð við 30% atkvæðisréttar, en tilboðsgjafi öðlast ekki endilega raunveruleg yfirráð í félaginu við þann þröskuld, og getur í kjölfarið jafnt og þétt náð frekari yfirráðum í félaginu án þess að minnihlutavernd sé tryggð. Hér má t.d. horfa til þess að aukin yfirráð, þ.e. umfram 30%, kunna að draga úr seljanleika hlutabréfa. Minnihlutaeigandi sem ekki tekur yfirtökutilboði við 30% markið getur þannig læsts inn í félagi þar sem aukin umsvif eins hluthafa hafa þau áhrif að minni eftirspurn er eftir bréfum. Almennt er talið að það kunni að draga úr seljanleika hluta þegar verulegur hluti hlutafjár félags er undir einum yfirráðum. Ráðandi aðili geti jafnvel hlutast til um að afskrá félag af skipulegum verðbréfamarkaði skv. 2. mgr. 24. gr. laga nr. 110/2007. Hlutur minnihluta hluthafa gæti í kjölfarið orðið verðminni hvort sem það væri vegna afskráningar eða yfirráðanna.
- Á grundvelli gildandi reglna getur ráðandi hluthafi farið yfir 30% mörk og lýst því t.d. yfir að ekki sé vilji til aukningar á eignarhlut umfram það. Sú afstaða kann síðan að breytast á síðari stigum með aukningu eignarhlutdeildar. Slíkt getur haft í för með sér minni seljanleika og þar með minni möguleika til útgöngu fyrir aðra hluthafa, s.s. stofnanafjárfesta og aðra almenna hluthafa, án þess að skylda stofnist til þess að leggja fram nýtt tilboð.
- Reglunni er ætlað að veita vernd gegn skyndilegum breytingum á viðskiptaháttum skráðs félags. Þannig á að felast mikill tilkostnaður í yfirtöku og hluthafi á að jafnaði ekki að geta farið í slíka vegferð nema hann hafi fjárhagslega burði til. Honum á ekki að standa til boða, reglunnar vegna, að bæta við sig hægt og rólega hlut í félaginu þar til hann hefur náð fullum yfirráðum. Ef honum stendur slíkt til boða þá nær reglan ekki markmiðum lagasetningarinnar.
- Reglurnar tryggja ekki að tilboðsverð við 30% markið endurspegli þau verðmæti sem felast í yfirráðum yfir félaginu (e. control premium) sem kunna að falla hinum ráðandi aðila í hlut ef hann eykur frekar við hlut sinn í kjölfarið.

Auk framangreindra atriða hefur verið talið mikilvægt að gæta að rétti minnihluta hluthafa og dreifðu eignarhaldi til að tryggja heilbrigði hlutabréfamarkaðarins. Það hefur verið talinn mikilvægur hluti minnihlutaverndarinnar að viðhalda dreifðu eignarhaldi að félögum og koma í veg fyrir óhóflega samþjöppun eignarhalds. Við það má bæta að aukin samþjöppun eykur jafnframt líkur á krosseignatengslum og eykur þannig innbyggða áhættu þeirra félaga sem um ræðir. Þetta hefur verið tilgreint sem eitt meginatriða yfirtökureglna allt frá fyrstu þingsályktunartillögu um efnið og hefur ítrekað birst í umfjöllun um reglurnar og lögskýringargögnum sem þeim tengjast.

Þá ber að líta til þess að það kann að fæla fjárfesta frá fjárfestingu í tilteknu félagi ef tilboðsgjafi hefur tök á að ná fullum yferráðum í félagi án þess að yfirtökuskylda stofnist. Í það minnsta verður fjárfestir meðvitaður um að félagið gæti orðið afskráð eða fyllilega stjórnað af tilboðsgjafa án þess að fjárfestir geti losað um sinn eignarhlut. Útgöngumöguleiki minnihluta hluthafa á ásættanlegum kjörum þarf að vera tryggður við raunverulega breytt yferráð og skipan félagsins.

### **Sjónarmið úr erlendri framkvæmd**

Þau álitamál sem vikið hefur verið að hér að framan eru ekki séríslensk að uppruna, þótt íslenskur verðbréfamarkaður kunni að vera sérlega viðkvæmur gagnvart því að ráðandi hluthafi auki enn frekar við eignarhlut sinn jafnt og þétt í ljósi smæðar markaðarins annars vegar og hlutdeildar stofnanafjárfesta hins vegar.

Eins og getið er um hér að framan hefur verið gripið á það ráð í nokkrum EES ríkjum að lögfesta endurtekna tilboðsskyldu til að koma í veg fyrir að ráðandi aðili geti aukið hlut sinn í félagi jafnt og þétt með neikvæðum áhrifum á stöðu minnihlutaeigenda. Endurtekin tilboðsskylda tryggir útgönguleið fyrir minnihluta hluthafa við raunverulega breytt yferráð og skipan félagsins þar sem minnihluta hluthafar hafa tækifæri til að endurmeta stöðu sína þegar tilboðsskyldan stofnast í annað eða þriðja sinn.

Tilboðsgjafi er í slíku umhverfi jafnframt líklegri til að leggja fram tilboð sem endurspeglar breytt yferráð í félaginu. Þar liggur að baki sú hugsun að tilboðsgjafi leggi fram tilboð sem er nægjanlega hátt til að útiloka endurtekna tilboðsskyldu af hans hálfu ef hann hyggur á raunverulega yferráð í félaginu á annað borð.

Endurtekin tilboðsskylda virðist almennt skiptast í tvo flokka innan aðildarríkja EES. Annars vegar þá markaði þar sem tilboðsskylda stofnast þegar aðili með yferráð hefur aukið við hlut sinn í skráðu félagi um ákveðin mörk (t.d. 30% atkvæðisréttar) innan tiltekens tímabils (t.d. 12 mánaða) og hins vegar markaði þar sem tilboðsskylda stofnast ef yferráðandi hefur aukið við hlut sinn í félagi umfram ákveðinn viðbótarþröskuld (t.d. 50% atkvæðisréttar). Noregur og Finnland hafa lögfest ákvæði þess efnis. Í Noregi stofnast tilboðsskylda við 1/3 atkvæðisréttar í félagi. Endurtekin tilboðsskylda (n. *gjentatt tilbudsplikt*) myndast síðan þegar aðili ræður yfir fyrst 40% og síðan 50% atkvæðisréttar. Í Finnlandi stofnast tilboðsskylda við 30% atkvæðisrétt og endurtekin tilboðsskylda við 50% atkvæðisrétt.



## Niðurlag

Reglum um yfirtökuskyldu er ætlað að vernda mikilvæg réttindi minnihluta hluthafa og standa vörð um heilbrigði hlutabréfamarkaðar og viðskiptalífsins. Reglurnar eiga að veita minnihlutahluthöfum möguleika á að selja sig út úr félagi þegar yfirtaka felur í sér breytingu á yfirráðum, þar sem slík breyting geti haft áhrif á stefnumörkun félags. Reglunum er jafnframt ætlað tryggja sanngjarnt endurgjald fyrir seldan hlut enda kann að draga úr seljanleika hlutanna þegar verulegur hluti hlutafjár félags er undir einum yfirráðum.

Á íslenskum markaði er til staðar dreift eignarhald stofnanafjórfa og annarra fjórfa sem hafa takmarkaða möguleika til varna eða annarra aðgerða vegna framkominna yfirtökutilboða. Á þeim grundvelli er ráðandi hluthafi í yfirburðarstöðu gagnvart minnihlutahluthöfum og svo kann að fara að verðtilboð hans endurspegli ekki þau yfirráð sem fylgja því að fara yfir mörk tilboðsskyldu.

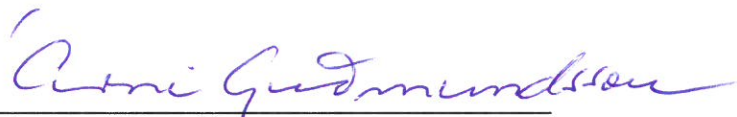
Afleiðing framangreinds er m.a. tilhneiging hluthafa til að taka ekki yfirtökutilboðum sem fram koma en þá nýtur minnihluti hluthafa jafnframt ekki nægilega greiðs aðgangs til útgöngu ef eignarhlutdeild er aukin eftir að yfirtökutilboð er sett fram. Þetta á sérstaklega við ef lýst er yfir í upphafi af tilboðsgjafa að ekki sé áhugi á eignarhlutdeild mikið umfram 30% mörk eða ekki tókst að fara umfram 40% eða 50% mörk í upphaflegu tilboði þar sem ásættanlegt verð að mati annarra hluthafa var ekki boðið fram.

Aðildarríki EES hafa mörg hver staðið frammi fyrir sambærilegum álitamálum og á þeim grunni m.a. sett reglur um endurtekna tilboðsskyldu. Hér má líta til þess að Noregur, þar sem regluverk er að mörgu leyti sambærilegt íslenskum veruleika á þessu sviði, hefur t.a.m. tekið upp slíka þröskulda.

Gildi telur rétt að hvetja ráðuneytið til að taka gildandi yfirtökureglur til sérstakrar endurskoðunar og eftir atvikum líta til þeirra sjónarmiða sem hér hafa verið rakin, alveg sérstaklega að kanna fýsileika þess að taka upp reglur um endurtekna tilboðsskyldu.

Fyrirsvarsmenn Gildis eru reiðubúnir að ræða efni bréfs þessa nánar á fundi með fulltrúum ráðuneytisins og skýra frekar röksemdir og sjónarmið sjóðsins í þessum efnum ef eftir verður leitað.

Virðingarfyllt,  
f.h. Gildis-lífeyrissjóðs



Árni Guðmundsson framkvæmdastjóri