



MINNISBLAÐ

Til: Gildis lífeyrissjóðs

Frá: ADVEL lögmönnum slf.

Dags.: 30. nóvember 2020 - með uppfærslu 15. desember 2020

Efni: Yfirtökuskylda - íslenskur réttur og nágrannaríki

I. Inngangur

Gildi – lífeyrissjóður hefur falið ADVEL lögmönnum slf. („ADVEL“) að taka saman í minnisblaði þessu gildandi réttarreglur sem eiga við um yfirtökuskyldu í félögum sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamörkuðum („skráð félög“), sbr. X. og XI. kafli laga nr. 108/2007 um verðbréfaviðskipti („vvl.“), skoða sambærilegar reglur í nágrannaríkjum og réttarþróun ásamt því að kanna samþýðanleika reglnanna við Samninginn um Evrópska Efnahagssvæðið („EES samningurinn“).

II. Nánar um yfirtökuskyldu - Meginsjónarmið

2.1. Almennt

Með reglunni um yfirtökuskyldu er almennt átt við þá skyldu hluthafa, sem hefur náð yfirráðum í félagi á skipulegum verðbréfamarkaði, einn eða í samstarfi við aðra, til að bjóða öllum öðrum hluthöfum félagsins að kaupa hluti þeirra í félaginu á fyrirfram ákveðnu gengi sem er hið sama fyrir alla hluthafa.

Hugmyndin um yfirtökuskyldu er oft rakin til Bretlands þar sem yfirtökuskylda hefur verið fyrir hendi í einhverri mynd frá sjötta áratug síðustu aldar.¹ Í Bretlandi hefur þannig verið litið svo á að þegar aðili eignast hlut í félagi sem leiðir til yfirráða í því beri honum að gera tilboð í útistandandi hluti í félaginu á sanngjörnu verði. Hugsunin er sú að það felist verðmæti í yfirráðum yfir félagi sem minnihlutaeigendur eigi að njóta góðs af (e. control premium). Á meginlandi Evrópu hafa einnig verið reglur um yfirtökuskyldu um allnokkurt skeið, sbr. t.d. í Þýskalandi. Tilgangur reglnanna í Þýskalandi var þó einkum sá að verja minnihlutaeigendur þannig að þeir ættu rétt til útgöngu úr félagi ef til yfirráða stofnaðist. Útgönguverðið réðst hins vegar af raunverulegu markaðsvirði hluta. Hugmyndir um vernd

¹ Englandsbanki gaf út leiðbeiningar um yfirtökur á árinu 1959.

starfsmanna hafa einnig borið á góma við umræður um tilgang og inntak yfirtökuskyldu. Almennt má segja að í hugmyndum um yfirtökuskyldu takist á tvö sjónarmið. Annars vegar að yfirtaka félags sé af hinu góða þar sem það auki verðmæti félagsins, t.d. vegna þess að yfirráð geti leitt til skýrari stefnumörkunar og hagræðingar í rekstri. Þá eigi hins vegar minnihlutaeigendur rétt á því að fá hlutdeild í þeim verðmætum sem tryggja verði með reglum um yfirtökutilboð. Hins vegar er litið svo á að yfirtaka félags geti haft neikvæð áhrif á stöðu minnihluta hluthafa sem séu þá undirseldir ákvörðunum meirihlutans sem hafi yfirráð. Þess vegna verði að tryggja hagsmuni þeirra þannig að þeir eigi þess kost að selja sig út úr félaginu á sanngjörnu verði.

Umræður um samræmingu löggjafar að því er varðar yfirtökuskyldu hófust á vettvangi Evrópubandalagsins (nú Evrópusambandið eða „ESB“) á sjöunda áratug síðustu aldar. Fyrstu hugmyndir um samræmingu löggjafar innri markaðarins um yfirtökuskyldu voru settar fram í skýrslu til Framkvæmdastjórnarinnar á árinu 1974. Í skýrslunni var þess freistað að setta mismunandi sjónarmið um yfirtökuskyldu en tillögurnar báru þó þess merki að höfundur var breskur prófessor. Umræðan um tillögurnar í kjölfarið bar þess einnig merki að mismunandi réttarreglur á sviði félagaréttar innan aðildarríkjana höfðu áhrif á afstöðu til tillagnanna, s.s. t.d. sjónarmið um hvort hlutverk stjórnar sé að framfylgja vilja meirihluta hluthafa eða hvort stjórn eigi sér sjálfstæðara hlutverk sem taki frekar mið af hagsmunum félagsins sem slíks. Þannig hlaut t.d. fyrsta tillaga Framkvæmdastjórnar ESB um yfirtökutillskipun ekki brautargengi á árinu 2001.

Loks fór svo að tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2004/25/EB um yfirtökutilboð („Yfirtökutillskipunin“) var samþykkt á árinu 2004.² Tilskipuninni er ætlað að tryggja lágmarkssamræmingu reglna um yfirtökuskyldu á innri markaðnum og veitir þannig aðildarríkjum svigrúm til að setja strangari reglur um t.d. minnihlutavernd.

2.2. Yfirtökutillskipunin

Eins og áður segir er tilskipuninni ætlað að tryggja lágmarkssamræmingu reglna um yfirtökuskyldu á innri markaðnum. Þannig hafa aðildarríkin svigrúm til að setja strangari reglur um minnihlutavernd, þ.m.t. mörk yfirtökuskyldu en þeim er einnig heimilt að ákveða undanþágur eða fela eftirlitsstjórnvaldi að veita undanþágur frá innlendum reglum sem innleiða meginreglur tilskipunarinnar svo framarlega sem sérstökum skilyrðum sé fullnægt.

Í aðfararorðum tilskipunarinnar er lögð áhersla á að mikilvægt sé að regluverkið sé sveigjanlegt og geti tekið til nýrra aðstæðna eftir því sem þær komi upp og skal, í samræmi við það, kveða á um hugsanlegar undantekningar og undanþágur. Við beitingu reglna eða undantekninga, sem mælt er fyrir um eða veitingu undanþágna skulu eftirlitsyfirvöld þó virða tilteknar meginreglur.

Samkvæmt 1. mgr. 3. gr. tilskipunarinnar eru meginreglurnar eftirfarandi:

- a) allir eigendur verðbréfa sama flokks í félaginu, sem tilboðið tekur til, verða að hljóta jafna meðferð; ef aðili öðlast yfirráð yfir félagi verður jafnframt að vernda aðra eigendur verðbréfa (**jafnræði hluthafa**);
- b) eigendur verðbréfa í félaginu, sem tilboðið tekur til, verða að fá nægilegan tíma og upplýsingar til að þeir geti tekið upplýsta ákvörðun um tilboðið; þegar stjórn félagsins, sem tilboðið tekur

² Tekin upp í EES samninginn með ákvörðun sameiginlegu EES nefndarinnar nr. 70/2005 sem tók gildi 1. ágúst 2007 eftir afléttingu stjórnskipulegra fyrirvara.

- til, veitir eigendum verðbréfa ráðgjöf verður hún að gefa álit sitt á áhrifum tilboðsins á störf starfsmanna, ráðningarkjör og staðsetningu starfsstöðva félagsins (**upplýsingagjöf**);
- c) stjórn félagsins, sem tilboðið tekur til, verður að starfa í þágu félagsins sem heildar og má ekki neita að gefa eigendum verðbréfa færi á að meta kosti tilboðsins (**hlutverk stjórnar**);
 - d) ekki er leyfilegt að mynda falska markaði fyrir verðbréf félagsins, sem tilboðið tekur til, félags tilboðsgjafa eða neins annars félags, sem á hlut að tilboðinu, þannig að hækkun eða lækkun á verði verðbréfanna verði óeðlileg og raski eðlilegri starfsemi markaðanna (**markaðsmisnotkun**);
 - e) tilboðsgjafi má því aðeins tilkynna um yfirtökutilboð að hann hafi áður tryggt að hann geti að fullu staðið við hvers konar endurgjald í reiðufé, ef það er boðið, og eftir að hann hefur gert allar sanngjarnar ráðstafanir til að tryggja greiðslu á hvers konar öðru endurgjaldi (**endurgjald**);
 - f) tilboð í verðbréf félags má ekki hindra rekstur þess lengur en sanngjarnt er (**hagsmunir félags**).

Efnisreglur tilskipunarinnar bera þess merki að um lágmarkssamræmingu er að ræða, eins og áður segir. Þar er bæði um að ræða reglur þar sem aðildarríkjunum er falið að setja nánari reglur um tiltekin atriði án þess að getið sé um lágmarkskröfur. Þetta á við t.d. um reglur um tímafresti tilboða, breytingu á tilboði, samkeppnistilboð, birtingu og gildi tilboðs. Hins vegar skyldar tilskipunin aðildarríkin til að setja reglur um að yfirráð yfir félagi leiði til yfirtökuskyldu, þó þannig að aðildarríkjunum er falið að skilgreina hvað feli í sér yfirráð. Einnig er að finna í tilskipuninni reglur þar sem aðildarríkin hafa val um hvort þær verði innleiddar í landsrétt.

III. Yfirtökuskylda í íslenskum rétti

3.1. Þróun löggjafar

Fram til ársins 1998 var ekki að finna ákvæði í lögum um yfirtöku í skráðum félögum. Þau ákvæði sem stóðu næst slíkri skyldu voru ákvæði um innlausn í lögum um hlutafélög nr. 2/1995 („hfl.“) og lögum um einkahlutafélagalög nr. 138/1994 („ehfl.“). Alþingi samþykkti þó þingsályktunartillögu á árinu 1992 þar sem ráðherra var falið að undirbúa löggjöf um yfirtökutilboð og önnur almenn tilboð í hlutafélög til þess að vernda félagsmenn og aðra sem hagsmuna ættu að gæta. Í greinargerð með þingsályktunartillögunni kom m.a. fram að reglurnar ættu að hafa tvíþættan tilgang; að vernda hagsmuni minnihlutahluthafa og hafa eftirlit með skaðlegum áhrifum einokunarstöðu og samþjöppunar valds. Má því ætla að röksemdir að baki yfirtökuskyldu hér á landi hafi a.m.k. í upphafi verið meira í ætt við þýskar reglur en engilsaxneskar.

Reglur um yfirtöku skráðra félaga var fyrst að finna í að finna í V. kafla laga nr. 34/1998 um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða. Lögin tóku gildi 6. apríl 1998. Þar sagði í 19. gr.:

Hafi eignarhlutur beint eða óbeint verið yfirtekinn í félagi sem hefur fengið opinbera skráningu fyrir einum eða fleiri flokkum hlutabréfa í kauphöll skal öllum hluthöfum félagsins gefinn kostur á því að afhenda eignarhlut sinn með sambærilegum kjörum þeim aðila sem:

1. hefur eignast 50 % atkvæðisréttar í félaginu eða samsvarandi hluta hlutafjár,
2. hefur öðlast rétt til þess að tilnefna eða setja af meiri hluta stjórnar í félaginu,
3. hefur fengið rétt til þess að hafa veruleg áhrif á starfsemi félagsins á grundvelli samþykktar þess eða á annan hátt með samningi við félagið,
4. hefur á grundvelli samnings við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur 33 1/3% atkvæða í félaginu.

Ákvæði 1. mgr. á ekki við um eignarhlut í félagi sem þegar hefur verið opinberlega skráð í kauphöll við gildistöku laga þessara þrátt fyrir að atvik sem nefnd eru í 1.–4. tölul. 1. mgr. eigi við um þann eignarhlut. Hafi eignarhlutur í félagi, sem ákvæði þessarar málsgreinar tekur til, farið niður fyrir þau mörk sem tilgreind eru í 1. mgr. eftir gildistöku laganna skulu þó reglur 1. mgr. eiga að öllu leyti við. Kauphöll hefur eftirlit með því að ákvæðum 1. mgr. sé framfylgt.

Í frumvarpi til laganna miðaði yfirtökutilboð við 1/3 atkvæðisréttar. Þeirri skipan var breytt í meðförum efnahags- og viðskiptanefndar alþingi m.a. á þeim grunni að í nýjum drögum yfirtökutillskipunar³ væri aðildarríkjum falið að skilgreina sjálf hlutfallstöluna sem eðlileg þyki í landslögum sem á hverjum tíma. Lögin fólu einnig í sér heimild til að setja nánari reglur í reglugerð, sbr. reglugerð nr. 432/1999 um yfirtökutilboð.

Á árinu 2003 var reglugerð nr. 432/1999 og yfirtökuákvæði laga nr. 34/1998 felld úr gildi með gildistöku laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti. Rétt þótti að lögfesta reglur um yfirtökur í heild sinni til einföldunar og vegna gildis þeirra fyrir verðbréfamarkaðinn. Var þannig horfið frá því að hafa reglurnar að hluta til í reglugerð.

Í lögum 33/2003 var getið um yfirtökutilboð í VI. og VII. kafla laganna. Þar sagði í 32. gr:

Hafi hlutur beint eða óbeint verið yfirtekinn í hlutfélagi sem hefur fengið skráningu fyrir einn eða fleiri flokka hlutabréfa á skipulegum verðbréfamarkaði skal sá er öðlast rétt yfir hlutum, eigi síðar en fjórum vikum eftir að yfirtakan átti sér stað, gera öðrum hluthöfum félagsins yfirtökutilboð, þ.e. tilboð um að afhenda honum hlut sinn, enda hafi yfirtakan haft í för með sér að hann:

1. hefur eignast 40% atkvæðisréttar í félaginu,
 2. hefur öðlast rétt til þess að tilnefna eða setja af meiri hluta stjórnar í félaginu,
 3. hefur fengið rétt til þess að stjórna félaginu á grundvelli samþykka þess eða á annan hátt með samningi við félagið eða
 4. hefur á grundvelli samnings við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur 40% atkvæða í félaginu.
- Ákvæði 1. mgr. eiga ekki við um eigendaskipti vegna erfða, gjafagernings eða fullnustuaðgerða veðhafa eða eigendaskipti innan félagasamstæðu.
- Tilboðsgjafi skv. 1. mgr. skal gera tilboðsyfirlit í samræmi við ákvæði VII. kafla.

Í frumvarpi til laganna var óbreytt miðað við 50 % atkvæðisrétt en þeirri skipan mála var breytt samkvæmt breytingartillögu efnahags- og viðskiptanefndar. Nefndin vísaði til þess að margir hafi talið nauðsynlegt að lækka hlutfallið þar sem að hluthafar væru í flestum tilvikum komnir með ráðandi hlut áður en kæmi að 50% markinu. Með lægra hlutfalli væru hagsmunir hluthafa í yfirteknu félagi betur tryggðir. Efnahags- og viðskiptanefnd taldi að lækkun hlutfallsins (í 40%) myndi leiða til skilvirkari hlutabréfamarkaða og að slíkt atkvæðamagn geri hluthöfum í flestum tilvikum kleift að hafa ráðandi áhrif á stjórnun félaga. Þá taldi nefndin einnig ástæðu til að taka það til gaumgæfilegrar skoðunar hvort rétt væri að lækka hlutfallið enn meira.

Miklar breytingar voru gerðar á yfirtökureglum með setningu laga nr. 31/2005 um breytingu á lögum nr. 33/2003 sem tóku gildi 1. júlí 2005.⁴ Ákvæðin fólu í sér innleiðingu Yfirtökutillskipunarinnar og voru ítarlegri en áður. Ákvæði um yfirtökutilboð breyttust lítillega við gildistöku gildandi nýrra heildarlaga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 þann 1. nóvember 2007, sjá X. og XI. kafla laganna. Við gildistöku laga nr. 22/2009 um breytingu á vvl. sem tóku gildi 27. mars 2009 urðu nokkrar þýðingarmiklar

³ Tillskipunin var felld í Evrópuþinginu í júlí 2001. Hins vegar byggir Yfirtökutillskipunin á sömu sjónarmiðum um svigrúm aðildarríkja.

⁴ Yfirtökunefnd var stofnuð á sama tíma og lögin tóku gildi var. Hún var eiginlegt tilraunaverkefni af hálfu markaðsaðila og starfaði ekki á grundvelli laga. Hún var lögð niður í júní 2008.

breytingar á reglum laganna um yfirtökur. Yfirtökuþröskuldur var færður úr 40% niður í 30%, gildissviði reglnanna var breytt og reglur um löglíkur á samstarfi gerðar ítarlegri. Tilgangurinn var að koma í veg fyrir réttaróvissu, t.a.m. við sönnun um samstarf aðila sem leiddi til tilboðsskyldu en fyrir gildistöku laganna hafði verið töluverð óvissa og ágreiningur um túlkun á inntaki og efni gildandi yfirtökureglna. Einn stærsti óvissuþátturinn sneri að skilgreiningu á yfirráðum og samstarfi og var m.a. talið til einföldunar í því sambandi að lækka yfirtökumarkið.

Í upphaflegum frumvarpsdrögum nefndar sem skipuð var í nóvember 2007 til að yfirfara yfirtökureglurnar var ekki gert ráð fyrir lækun yfirtökumarka en þó voru færð fyrir því rök í séráliti fulltrúa FME í nefndinni. Í kjölfar athugasemda hagsmunaaðila voru yfirtökumörkin lækkuð í 33% í frumvarpsdrögum sem lögð voru fram á þingi. Viðskiptanefnd alþingis taldi lækkunina ekki nægilega mikla og lagði til breytingartillögu þess efnis að yfirtökumörkin yrðu 30% atkvæðisréttar í félagi. Taldi nefndin að með þessari breytingu yrði vernd minnihluta aukin, stuðlað yrði að dreifðari eignaraðild, minni hætta yrði á hagsmunaárekstrum og rekstraröryggi aukið. Þá var litið til þess að Ísland var á þessum tíma orðið eitt örfárra ríkja innan EES þar sem yfirtökumarkið var jafn hátt og raun bar vitni en meginreglan var þá orðin sú í nánast öllum löndum að miða við 30%-33,33% sem meginviðmið við skilgreiningu á yfirráðum. Til viðbótar þessu taldi nefnd sem skipuð var í nóvember 2007 til að yfirfara yfirtökureglurnar að samþjöppun væri umtalsverð á markaði á Íslandi og sérstaklega tekið fram: *Þá þykir ljóst að stórir hluthafar á Íslandi geti auðveldlega farið með yfirráð án þess að hafa öðlast 40% atkvæðaréttar. Að þessu leyti þykir skorta á minnihlutavernd og ætti að huga að lækun hlutfalls við myndun yfirtöku.*

Ekki var fjallað um möguleika á endurtekinni yfirtökuskyldu í lögskýringargögnum sem lagasetningunni tengist og því ekki að sjá að sá möguleiki hafi verið kannaður á þeim tíma.

3.2. Gildandi reglur um yfirtökuskyldu

Þegar í upphafi þarf að greina á milli annars vegar ákvæða X. kafla vvl. sem tekur til þess þegar aðili, einn eða fleiri, er skyldugur til að gera yfirtökutilboð og hins vegar reglna sem gilda um valfrjálst tilboð. Umfjöllunin hér er einungis um skyldubundið yfirtökutilboð.

Í 1. mgr. 100. gr. vvl. er að finna grundvallarákvæðið um skyldubundið yfirtökutilboð:

Hafi aðili **beint eða óbeint náð yfirráðum** í félagi þar sem flokkur verðbréfa hefur verið tekinn til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði⁵ 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:

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

Hvenær eru bein yfirráð til staðar?

Stærsta viðfangsefnið við mat á því hvort tilboðsskylda liggi fyrir er að átta sig á því hvenær yfirráð liggja fyrir í skilningi 100. gr. vvl. Yfirtökutískipunin gerir ráð fyrir því að félagaréttarlöggjöf heimaríkis skuli útkljá hvenær yfirráð teljast vera fyrir hendi og hvenær ekki. Ólík félagaréttarlöggjöf og ólík

⁵ Reglan nær þannig ekki til verðbréfa sem tekin hafa verið til viðskipta á markaðstorgi fjármálagerna.

fyrirtækjamening var ein meginástæða þess hversu illa gekk að ná samstöðu um tilskipun á þessu sviði innan Evrópusambandsins. Þess vegna er hugtakið yfirráð ekki skilgreint sérstaklega í tilskipuninni.

Með atkvæðisrétti er átt við rétt hluthafa til að greiða atkvæði á hluthafafundi og hafa áhrif á ákvarðanatöku í félagi. Heimilt er að ákveða í félagssamþykktum að tilteknir hlutir séu án atkvæðisréttar, sbr. 82. gr. hfl. Ef sá hlutabréfaflokkur væri tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði myndu yfirtökuskyldan ekki ná til slíkra hluta.

Hvenær eru óbein yfirráð til staðar?

Í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 31/2005 er ekkert vikið að því hvað átt er við með óbeinum yfirráðum. Með óbeinum yfirráðum virðist þó eðli máls samkvæmt átt við þá aðstöðu þegar einn aðili eða fleiri aðilar saman fara með yfirráð eins og þau eru skilgreind í 1. mgr. 100. gr. vvl. í gegnum aðra aðila, s.s. í gegnum hlut í dótturfélögum.

Hvenær eru samstarf um yfirráð? (e. persons acting in concert)

Samstarf er talið leiða til yfirtöku ef aðilar hafa gert með sér samkomulag um að einn eða fleiri saman nái yfirráðum í félagi, eða um að koma í veg fyrir að yfirtaka nái fram að ganga, hvort sem samkomulagið er formlegt eða óformlegt, skriflegt, munnlegt eða með öðrum hætti, sbr. 2. mgr. 100. gr. vvl. Hér er litið til meðferðar atkvæðisréttar á hluthafafundum, hvort sameiginleg fjárfestingarsaga sé til staðar, eigna- og/eða stjórnunartengsl eða persónutengsl.

1. Löglíkur á samstarfi eru talin til staðar í þeim tilvikum sem talin eru upp í 3. mgr. 100. gr. vvl.

1. Hjón, aðilar í skráðri sambúð og börn hjóna eða aðila í skráðri sambúð.
2. Tengsl milli aðila sem fela í sér bein eða óbein yfirráð annars aðilans yfir hinum eða ef tvö eða fleiri félög eru beint eða óbeint undir yfirráðum sama aðila. Taka skal tillit til tengsla aðila skv. 1., 3. og 4. tölul.
3. Félög sem aðili á með beinum eða óbeinum hætti verulegan eignarhlut í, þ.e. að aðili eigi með beinum eða óbeinum hætti a.m.k. 1/3 hluta atkvæðisréttar í viðkomandi félagi. Taka skal tillit til tengsla aðila skv. 1., 2. og 4. tölul.
4. Tengsl á milli félags og stjórnarmanna þess og félags og framkvæmdastjóra þess.
5. Bein eða óbein tengsl á milli aðila innan eða utan þess félags sem í hlut á, hvort sem um er að ræða rík hagsmunatengsl eða persónuleg tengsl, reist á skyldleika, tengdum eða vináttu, eða tengsl reist á fjárhagslegum hagsmunum eða samningum, sem líkleg eru til að leiða til samstöðu aðila um að stýra málefnum félagsins í samráði hvor eða hver við annan þannig að þeir ráði yfir því

Tilboðsskyldan hvílir á þeim aðila samstarfs sem eykur við hlut sinn þannig að mörkum 1. mgr. 100. gr. vvl. sé náð. Ef sá aðili samstarfs sem eykur við hlut sinn er ekki höfuðaðili samstarfsins getur FME í undantekningartilfellum tekið ákvörðun um að yfirtökuskyldan færist yfir á höfuðaðila samstarfsins. FME getur heimilað að aðrir megi einnig standa að tilboði einir sér eða með þeim sem er tilboðsskyldur samkvæmt þessari málsgrein, enda sé um það sótt eigi síðar en tveimur vikum eftir að sá er tilboðsskyldur er vissi eða mátti vita um þá skyldu eða úrlausn um tilboðsskyldu lá fyrir. Skulu þá aðilar bera óskipta ábyrgð á tilboðinu og efndum þess.

Skilmálar tilboðs

Tilboðsgjafi skal bjóða öllum hluthöfum sem eiga hluti í sama hlutaflokki sömu skilmála. Verð það sem sett er fram í yfirtökutilboði skal a.m.k. svara til hæsta verðs sem tilboðsgjafi eða aðilar sem hann er í samstarfi við hafa greitt fyrir hluti sem þeir hafa eignast í viðkomandi félagi síðustu sex mánuði áður

en tilboð var sett fram. Tilboðsverð skal þó að lágmarki vera jafnhátt og síðasta viðskiptaverð hluta í viðkomandi félagi daginn áður en tilboðsskylda myndaðist eða tilkynnt var um fyrirhugað tilboð.

Nú hefur tilboðsgjafi eða aðili sem hann er í samstarfi við greitt hærra verð en samkvæmt yfirtökutilboði á tilboðstímabili og skal hann þá breyta yfirtökutilboði og bjóða það verð. Ef tilboðsgjafi eða aðilar sem hann er í samstarfi við greiða hærra verð eða bjóða betri kjör fyrir hluti í viðkomandi félagi næstu þrjá mánuði eftir lok tilboðstímabils skal greiða þeim hluthöfum sem tekið höfðu upphaflega tilboðinu viðbótargreiðslu sem samsvarar þeim mismun.

Í yfirtökutilboði skal tilboðsgjafi bjóða öðrum hluthöfum í viðkomandi félagi greiðslu í formi reiðufjár, hluta sem bera atkvæðisrétt eða hvoru tveggja. Ef tilboðsgjafi býður ekki seljanlega hluti sem teknir hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði sem greiðslu skal reiðufé einnig boðið fram sem valkostur. Sama gildir hafi tilboðsgjafi eða aðilar sem hann er í samstarfi við greitt fyrir a.m.k. 5% hlutafjár félagsins með reiðufé síðustu sex mánuði áður en tilboðsskylda myndaðist og á tilboðstímabili.

Ef tilboðsgjafi hyggst greiða fyrir hluti með reiðufé skal lánastofnun með starfsleyfi á Evrópska efnahagssvæðinu ábyrgjast þá greiðslu. Fjármálaeftirlitinu er þó heimilt að samþykkja ábyrgð frá lánastofnunum utan Evrópska efnahagssvæðisins. Ef greiðsla er með öðrum hætti skal tilboðsgjafi gera viðeigandi ráðstafanir til að tryggja að hægt verði að standa við tilboðið.

Gildistími yfirtökutilboðs skal hið skemmsta vera fjórar vikur, en tíu vikur hið lengsta, sbr. þó 2. mgr. 108. gr. Fjármálaeftirlitinu er heimilt að framlengja gildistíma tilboðs ef fyrir því eru gildar ástæður. Uppgjör vegna yfirtekinna hluta skal fara fram eigi síðar en fimm viðskiptadögum eftir að gildistími tilboðs rennur út.

Fjármálaeftirlitið getur breytt tilboðsverði, til hækkunar eða lækkunar, ef um sérstakar kringumstæður er að ræða og reglunni um jafnræði hluthafa í 1. mgr. er fylgt. Óski tilboðsgjafi eða tilboðshafi eftir því að Fjármálaeftirlitið endurskoði tilboðsverð skal tilboðsgjafi eða útgefandi standa straum af kostnaði sem hlýst vegna verðmats skv. 1. máls. Sé um að ræða kostnað sem til fellur hjá Fjármálaeftirlitinu skal greitt samkvæmt gjaldskrá sem samþykkt er af stjórn þess og birt í Stjórnartíðindum. Sé verðmat framkvæmt af utanaðkomandi matsaðila ber tilboðsgjafa eða útgefanda að greiða fyrir verðmatið samkvæmt reikningi matsaðila. Fjármálaeftirlitinu er einnig heimilt að veita undanþágu frá ákvæðum 4. og 7. mgr. ef sérstakar ástæður mæla með því. Allar ákvarðanir um breytingar á tilboðsverði og undanþágur skulu vera rökstuddar og birtar opinberlega.

Undanþágur frá tilboðsskyldu

FME er heimilt að veita undanþágu frá tilboðsskyldu skv. 1. mgr. 100. gr. ef sérstakar ástæður mæla með því. FME getur sett skilyrði fyrir undanþágunni, t.d. varðandi frest sem viðkomandi hefur til að selja hluti sem eru umfram leyfileg mörk og meðferð atkvæðisréttar á því tímabili. Sótt skal um slíka undanþágu í síðasta lagi tveimur vikum eftir að aðili vissi eða mátti vita um tilboðsskylduna og ekki síðar en tveimur vikum eftir að úrlausn um hana lá fyrir. Heimilt er að sækja sérstaklega um frest á því að selja hluti sem eru umfram þau mörk er greinir í 1. mgr. 100. gr. vvl. á meðan mál er til skoðunar hjá FME.

Endurskoðun tilboðsverðs

Samkvæmt 8. mgr. 103. gr. vvl. getur Fjármálaeftirlitið breytt tilboðsverði til hækkunar eða lækkunar við sérstakar kringumstæður svo framarlega sem slík ákvörðun felur í sér að reglunni um jafnræði hluthafa sé fylgt. Allar slíkar ákvarðanir þarf Fjármálaeftirlitið að rökstyðja og birta opinberlega.

Í athugasemdum við frumvarp sem varð að lögum nr. 31/2005 kemur fram að Fjármálaeftirlitinu sé heimilt að setja fram yfirlit yfir kringumstæður sem heimilað geti slíkar verðbreytingar en skilyrði fyrir þeim þurfi að vera skýr og vel skilgreind. Þá segir að ströng skilyrði verða að gilda um allar undanþágur og þær mega ekki fara gegn reglunni um jafnræði hluthafa.

Fjármálaeftirlitið hefur ekki gefið út neinar leiðbeiningar um hvaða aðstæður kunni að réttlæta ákvarðanir af þessum toga, þ.e. hvernig túlka beri orðalagið sérstakar kringumstæður. Í áðurnefndri greinargerð eru nefnd sem dæmi tilvik sem gæti heimilað Fjármálaeftirlitinu að grípa til heimildarinnar.

- A. **„Ef hæsta verð hefur verið ákveðið með samkomulagi milli seljanda og kaupanda“**. Líklega er átt við tilvik þegar verð það sem sett er fram í yfirtökutilboði er lægra en markaðsverð var á þeim tíma sem viðskiptin fóru fram eða á umræddu 6 mánaða tímabili, t.d. ef hæsta verð sem tilboðsgjafi greiddi á tímabilinu er á markaðsgenginu 8 en viðskipti á þeim tíma í kauphöllinni hafi almennt farið fram á genginu 10.⁶
- B. Ef **„að höfð hafa verið áhrif á markaðsverð með ólögætum hætti, hvort sem er til óeðlilegrar hækkunar eða lækkunar“**. Í yfirtökutíðuninni er notað orðalagið „þegar markaðsverði viðkomandi verðbréfa er stýrt“. Hér er vísað til markaðsmisnotkunar.
- C. Ef nauðsynlegt er að breyta verði til að **„hægt sé að bjarga félagi sem á við fjárhagslega erfiðleika að stríða frá gjaldþroti“**. Hér er líklega verið að vísa til þess ef einhver aðili er reiðubúinn til að taka yfir rekstur félags og bjarga því frá gjaldþroti (eða öðrum sambærilegum aðstæðum með þeim afleiðingum að hluthafar þess fengju hugsanlega ekkert fyrir hluti sína), en sami aðili sé hins vegar ekki reiðubúinn til að greiða hæsta verð eins og það er fundið út með beitingu 2. mgr. 103. gr. vvl.⁷

Í 4. mgr. 5. gr. yfirtökutíðununnar má finna ofangreind dæmi sem nefnd eru í tölulíðum 1-3, yfir þau tilvik sem aðildarríkin geti útbúið skrá yfir þær aðstæður sem geta leitt til þess að hæsta verð sé leiðrétt til hækkunar eða lækkunar. Þar er auk þess getið að eftirfarandi tilvik geti átt við:

- D. **„þegar markaðsverð almennt eða einkum tiltekið markaðsverð verður fyrir áhrifum af óvenjulegum atburðum“**. Fræðimenn hafa talið að orsakasamband þurfi að vera á milli breytinga á markaðsgengi og hinna óvenjulegu atburða. Þannig má nefna sem dæmi ef óvenjulegur atburður hefur áhrif á vörð bréfa í tilteknu félagi, þótt aðrar breytingar eigi sér ekki stað í félaginu eða starfsemi þess.⁸

Ekkert er vikið að því í 8. mgr. 103. gr. vvl. hvaða aðferðafræði Fjármálaeftirlitið skuli beita við verðmat á félögum þegar metið er hvort réttlætanlegt sé að lækka eða hækka tilboðsverð. Í greinargerð með frumvarpi til laga laga nr. 31/2005 segir: *Ákvarða má þau viðmið sem styðjast skal við í slíkum tilvikum, t.d. meðalmarkaðsverð yfir tiltekið tímabil, upplausnarvirði félags, sjóðstreymisgreiningu, samanburðargreiningu eða önnur hlutlæg viðmið sem viðurkennd eru í fjármálagreiningu. Fjármálaeftirlitið getur jafnframt leitað til sérfræðinga í tengslum við mat á verði í slíkum tilvikum.*

⁶ Aðalsteinn E. Jónasson. *Yfirtaka: Síðari hluti*. Tímarit Lögréttu. Árg 8, nr. 1 (2011). bls. 22.

⁷ Ibid. bls. 22.

⁸ Ibid. bls. 23.

IV. Norrænn réttur

4.1. Almennt

Eins og getið er um hér að framan felur Yfirtökutillskipunin í sér lágmarkssamræmingu reglna um yfirtökuskyldu einkum vegna mismunandi sjónarmiða og meginreglna félagaréttar í aðildarríkjunum. Þar sem íslenskur félagaréttur byggir einkum á samnorrænum meiði er nærtækast að beina sjónum að reglum um yfirtökuskyldu í nágrannaríkjunum. Verður hér því tekið til skoðunar regluverkið í Svíþjóð, Danmörku og Noregi. Í tilviki Noregs verður einnig gerð grein fyrir nýlegri heildarendurskoðun á reglum um yfirtökuskyldu þar í landi.

4.2. Svíþjóð

Í Svíþjóð eru reglur yfirtökutillskipunarinnar innleiddar annars vegar í lögum um opinber yfirtökutilboð á verðbréfamarkaði (*Lag 2006:451 om offentliga uppkjöserbjudan på aktiemarknaden*) og hins vegar í reglum um yfirtökutilboð sem settar hafa verið af kauphöllum í Svíþjóð, Nasdaq Stockholm og NGM Equity (*Takeover-reglerna 2018-04-10*) sem byggja á tillögum nefndar um stjórnarhætti fyrirtækja (*Kollegiet för Svensk Bolagsstyring*). Reglur kauphallanna byggja á skyldu samkvæmt sænsku verðbréfamarkaðslögunum (*Lag 2007:528 om värdepappersmarknaden*) um að setja slíkar reglur sem hluta af skilyrðum fyrir skráningu félags. Verðbréfamarkaðslögin fela einnig í sér að tilboðsgjafanum er skylt að fylgja reglum kauphallar um yfirtökutilboð.

Lög um opinber yfirtökutilboð eru ekki umfangsmikil og fela almennt í sér grunnreglur um hvenær yfirtökuskylda stofnast ásamt ákvæðum um hvaða varnaðaraðgerða félag getur gripið til við slíkar aðstæður. Meginreglan er sú að yfirtökuskylda stofnast við yferráð yfir a.m.k. 30% atkvæðisréttar. Sænska fjármálaeftirlitið (*Finansinspektionen*) hefur eftirlit samkvæmt lögum og hefur heimild til að veita undanþágur frá yfirtökuskyldu, bann við varnaðaraðgerðum sem og beita viðurlögum vegna brota gegn lögum.

Yfirtökureglur kauphallanna eru hins vegar ítarlegar og ná til skilyrða um hvernig bæði skyldutilboð og frjáls tilboð eru sett fram, efni þeirra og eftirfylgni, ákvörðun tilboðsverðs, jafnræði hluthafa, gildistíma tilboðs og gögn, skyldur hins yfirtekna félags, skilmála tilboðs o.fl. Reglunum fylgja ítarlegar leiðbeiningar og skýringar um hvernig beri að túlka einstök ákvæði þeirra.

Verðbréfamarkaðsnefndin (*Aktiemarknadsnämnden*) gegnir einnig lykilhlutverki í hinu sænska regluverki. Í nefndinni sitja fulltrúar atvinnulífsins og henni er ætlað að stuðla að góðum viðskiptaháttum á markaði með því að gefa út ráðleggingar, tilmæli og upplýsingar. Nefndin getur þannig gefið út túlkun á yfirtökureglum kauphallanna og hvernig aðilar eigi að bera sig að í einstaka málum. Hún hefur líka almenna heimild til að veita undanþágu frá reglunum við sérstakar aðstæður.

Brot gegn yfirtökureglunum eða túlkunum Verðbréfamarkaðsnefndarinnar sæta viðurlögum samkvæmt ákvörðun viðurlaganefndar viðkomandi kauphallar.

4.3. Danmörk

Í Danmörku er Yfirtökutillskipunin innleidd annars vegar með ákvæðum um yfirtökutilboð í lögum um fjármálamarkaði (*Lov nr. 650/2017 om kapitalmarkeder*) og reglum um yfirtökutilboð (*Bekendgørelse om overtagesetilbud nr. 1171/2017*) sem settar eru af danska fjármálaeftirlitinu (*Finanstilsynet*) sem hefur eftirlit með yfirtökuskyldu.

Samkvæmt lögum um fjármálamarkaði er meginreglna sú að yfirtökuskylda myndast við yfirráð yfir a.m.k. 1/3 af atkvæðisrétti í félagi. Í reglum fjármálaeftirlitsins um yfirtökutilboð er síðan að finna ítarlegri reglur um yfirtökuskyldu og undanþágur frá skyldunni, frjáls tilboð, framsetningu tilboðs, innihald tilboðsgagna, skyldur hins yfirtekna félags, tilboðsverð, jafnræði hluthafa, samþykki tilboðs, upplýsingagjöf o.fl. Þá hefur danska fjármálaeftirlitið einnig gefið út leiðbeiningar um yfirtökutilboð (*Vejledning om bekendtgørelse om overtagelsestilbud nr. 9849/2018*).

Í danska regluverkinu er að finna tilteknar lögfestar undanþágur frá yfirtökuskyldu. Þannig segir í 44. gr. laga um fjármálamarkaði að ekki sé um yfirtökuskyldu að ræða ef í einstaka tilfellum sé unnt að sýna fram á að yfirráð yfir 1/3 atkvæðisréttar félags feli ekki í sér yfirráð félags. Þá er einnig að finna heimildir til að veita undanþágur frá yfirtökuskyldu við sérstakar aðstæður. Þá er fjármálaeftirlitinu einnig heimilt að veita undanþágur frá tilteknum efnisákvæðum um yfirtökutilboð t.d. tímafresti, framsetningu tilboðs, skýrslu stjórnar og endurgjald s.s. kröfu um endurgreiðslu í reiðufé. Ákvarðanir danska fjármálaeftirlitsins um undanþágur eru birtar án trúnaðarupplýsinga.

Danska fjármálaeftirlitið hefur sektarheimildir vegna brota gegn lögum um fjármálamarkaði og reglum um yfirtökutilboð.

4.4. Noregur

Í Noregi er Yfirtökutillskipunin innleidd annars vegar með ákvæðum laga um verðbréfavíðskipti (*Lov om verdipapirhandel 2007-06-29-75* eða *Verdipapirhandelloven*) og reglugerð um verðbréfavíðskipti (*Forskrift til lov om verdipapirhandel 2007-06-29-876* eða *Verdipapirhandelforskriften*). Í lögnum eru ákvæði um stofnun yfirtökuskyldu, undanþágur frá yfirtökuskyldu, eftirlitsaðila, sölu undir yfirtökumörk, tilboðsverð, skyldur hins yfirtekna félags, innlausn, upplýsingaskyldu gagnvart eftirlitsaðila og viðurlög. Í reglugerðinni er að finna ákvæði um ábyrgð á yfirtökutilboði, yfirtökuskyldu við yfirtöku réttinda sem jafna má til eiginlegra yfirráða og tilboðsverð.

Yfirtökuskylda myndast við yfirráð yfir 1/3 atkvæðisréttar í félagi. Endurtekin yfirtökuskylda (gjentatt tilbudsplikt) myndast síðan þegar aðili ræður yfir fyrst 40% og síðan 50% atkvæðisréttar. Reglum um yfirtökuskyldu er ætlað að tryggja virkni meginreglna bæði verðbréfamarkaðsréttar og félagaréttar. Þannig gefi reglurnar minnihlutaeigendum í félagi möguleika á að selja sig út úr félagi þegar yfirtaka felur í sér breytingu á yfirráðum, þar sem slík breyting geti bæði haft áhrif á stefnumörkun félags en einnig er lítið til þess að það kunni að draga úr seljanleika hlutanna þegar verulegur hluti hlutfjár félags sé undir einum yfirráðum. Þessir hagsmunir og vernd þeirra kunni jafnframt að eiga við ef aðili eykur enn frekar á hlut sinn en við upphaflegt yfirtökutilboð. Því sé eðlilegt að yfirtökuskylda stofnist oft en einu sinni. Þetta byggir einnig á sjónarmiðum um það að ef eignarhlutur fer lítillaga upp fyrir yfirtökumörk geti aðrir hluthafar litið svo á að í því felist ekki endilega full yfirráð yfir félaginu og því sé minni hætt á óhagstæðum áhrifum á aðra hluthafa en ella væri. Það dregur jafnframt úr þrýstingi á að selja á verði sem aðrir hluthafar kunna að telja óhagstætt þó það uppfylli annars skilyrði laga, ef hluthafarnir geta treyst því að aftur muni koma til yfirtökutilboðs ef yfirtökuaðili síðar bætir enn frekar við eignarhlut sinn. Annars er hætt á því að minnihluta hluthafar sjái sig tilneydda að taka yfirtökutilboði þó verði í því sé óhagstætt að þeirra mati, ef þeir líta svo á að annars verði þeir fastir inni í félaginu með fjárfestingu sína.

Í lögnum er að finna undanþágur frá yfirtökuskyldu vegna arfs, gjafar, búskipta, samruna eða öfugs samruna. Í greinargerð með lögnum segir að eðlilegt sé að veita undanþágu vegna slíkra aðstæðna þar sem breytt eignarhald á hlutum verði ekki til þess að það myndist verðmæti vegna yfirráða sem

rétt sé að aðrir hluthafar njóti góðs af. Þó getur eftirlitsaðilinn við sérstakar aðstæður ákveðið að yfirtökuskylda virkjist við þessar aðstæður einkum ef sýnt þyki að reynt hafi verið að fara á svig við yfirtökureglur.

Eftirlitsaðila er einnig heimilt að veita undanþágu frá yfirtöku skyldu við sérstakar aðstæður. Í greinargerð er tiltekið að miðað við framkvæmd eigi sérstakar aðstæður við þegar breytt eignarhald á hlutum leiði ekki til breytinga á yfirráðum (*kontrollskifte*) ein og sér eða sem hluti af keðju viðskipta sem geti leitt til breytinga á yfirráðum. Yfirtökureglur eigi þannig ekki að koma í veg fyrir skipulagsbreytingar samstæðu sem feli ekki í sér neina breytingu á yfirráðum.

Kauphöllin í Osló (*Oslo Børs*) er eftirlitsaðili með framkvæmd yfirtökureglna. Kauphöllin birtir á heimasíðu sinni ítarlegar upplýsingar um framkvæmd yfirtökureglna, leiðbeiningar og gátlista ásamt ákvörðunum sem Kauphöllin hefur tekið sem eftirlitsaðili.⁹

Rétt er að nefna að Nefnd um lög um verðbréfavíðskipti (*Verdipapirlovutvalget*) hefur frá árinu 2015 haft til heildarendurskoðunar norska löggjöf á sviði verðbréfamarkaðsréttar m.a. vegna innleiðingar á nýjum ESB gerðum á sviði fjármálamarkaða sem hafa verið teknar upp í EES samninginn eða líklegar eru til upptöku. Hluta af þeirri vinnu er að finna í ítarlegri skýrslu um yfirtökutilboð og frjáls tilboð sem birt var í janúar 2019.¹⁰ Í skýrslunni er að finna margar gagnlegar ábendingar um þörf á heildarendurskoðun vegna hins breytta EES regluverks. Einnig bendir nefndin á að vegna þróunar fjármálamarkaða sé nauðsynlegt að huga að því að breyta uppsetningu hins norska regluverks þannig að meginreglur séu lögfestar en aukið svigrúm sé veitt til að setja ítarlegri reglur í stjórnvaldsfyrirmælum. Þá er einnig bent á þörfina á fyrirsjáanleika og gagnsæi til að stuðla að virkni markaðar og trausti fjárfesta. Hins vegar byggir nefndin á því að tilgangur og markmið yfirtökureglna sé eftir sem áður einkum að vernda minnihlutaeigendur eins og nefnt hefur verið. Þá er í skýrslunni að finna greinargott mat á því hvort innleiðing Yfirtökutilskipunarinnar sé ábótavant í norskum rétti og ábendingar um það sem betur mætti fara í því sambandi.

V.

Samantekt - Endurskoðun íslenskra reglna um yfirtökuskyldu og yfirtökutilboð

Ljóst er að Yfirtökutilskipunin veitir aðildarríkjum EES töluvert svigrúm til innleiðingar að því er varðar t.d. minnihlutavernd og heimildir til undanþágu. Hins vegar felur tilskipunin í sér ákveðnar meginreglur sem eru ófrávíkjanlegar. Ef litið er til innleiðingar tilskipunarinnar í nágrannarríkjum og þess regluverks sem þar gildir um yfirtökuskyldu má saman dregið segja að almennt sé um bæði ítarlegri reglur að ræða sem og ríkara gagnsæi um framkvæmd reglnanna t.d. með birtingu ákvarðana um undanþágur. Þá er einnig áhugavert að bæði Svíþjóð og Danmörk eru með það fyrirkomulag að meginreglur eru lögfestar en ítarlegri reglur um framkvæmd er að finna í annars vegar reglum kauphalla og hins vegar stjórnvaldsfyrirmælum. Að sama skapi vekur athygli að nefnd sem hefur haft norsku lögina um verðbréfavíðskipti mælist til þess að Noregur feti sömu leið.

Þá er athyglisvert að í umfjöllun hinnar norsku nefndar er vísað til þess að eitt þeirra sjónarmiða sem litið sé til í Noregi sé að eitt af markmiðum yfirtökureglna sé að bregðast við þeim aðstæðum að yfirráð verulegs hluta atkvæðisréttar á einni hendi kunni að hafa áhrif á seljanleika hlutabréfa sem geti haft

⁹ <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Overtagelsestilbud>

¹⁰ NOU 2019:1 Overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud) Endringer i verdipapirhandeloven.

neikvæð áhrif á minnihlutaeigendur. Þessi sjónarmið hljóta einnig að koma til skoðunar hér á landi þar sem stofnanafjárfestar líkt og lífeyrissjóðir eru stórir þátttakendur á verðbréfamarkaði. Í þessu samhengi er vert að skoða sérstaklega reglur norsku verðbréfavíðskiptalaganna um endurtekna tilboðsskyldu við 40% og 50% markið sem einmitt eru rökstuddar á þeim grunni að tryggja verði minnihlutaeigendur gegn minni seljanleika verðbréfa vegna yferráða eins aðila. Nefndin leggur til að þessar reglur um endurtekna yfirtökuskyldu haldi gildi sínu og verði áfram í settum lögum.

Líkt og í Noregi standa íslensk stjórnvöld nú frammi fyrir því að innleiða (tiltölulega) nýtt regluverk ESB á sviði fjármálamarkaðar sem hefur verið tekið upp í EES samninginn. Þetta hefur þegar leitt til endurskoðunar á lögum um verðbréfavíðskipti. Þannig hefur t.d. reglum um skráningarlýsingar nú verið komið fyrir í sérstökum lögum, Lög um lýsingu verðbréfa sem boðin eru í almennu útboði eða tekin til víðskipta á skipulegum markaði nr. 14/2020. Að sama skapi stendur til að innleiða nýjar reglur um markaðssvik, reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 596/2014 um markaðssvik, í sérstök lög. Það standa því rök til þess að gefa einnig ákvæðum laga um verðbréfavíðskipti um yfirtökuskyldu sérstakan gaum. Allt að einu er ljóst að tryggja þarf betur gagnsæi í framkvæmd reglnanna, m.a. með regluverk nágrannaríkjanna til hliðsjónar.



Dóra Sif Tynes, lögmaður

Virðingarfyllst,



Ragnar Guðmundsson, lögmaður

FYRIRVARI

Minnisblað þetta er byggt á þeim gögnum, upplýsingum og réttarheimildum sem vísað er til og í gildi eru þegar það er ritað og takmarkast við íslenskan rétt. Þær niðurstöður og ályktanir sem fram eru settar í minnisblaðinu byggjast á því að þau gögn og þær upplýsingar sem það grundvallast á séu fullnægjandi og réttar. Minnisblaðið á einvörðungu við um þá aðila, samninga og afmarkaða réttarágreiningu og/eða álitafni, sem sérstaklega eru tilgreind í efni þess. Ekki er rétt að byggja á efni þess einu og sér við ákvarðanatöku um málefni þau sem minnisblaðið fjallar um. Minnisblaðið má því ekki nota í nokkrum öðrum tilgangi en í tengslum við framangreint. ADVEL ber ábyrgð í samræmi við almennar reglur skaðabótaréttar. Hugsanleg skaðabótaábyrgð ADVEL og/eða lögmanna hennar vegna efnis minnisblaðs þessa takmarkast við fjárhæð er nemur að hámarki tvöfaldri heildarþökun ADVEL vegna minnisblaðsins.