

**Efnahags- og
viðskiptaráðuneyti**

369. mál

Minnisblað

Viðtakandi:
Sendandi: **Erna Jónsdóttir**
Dagsetning: **09.03.2012**
Málsnúmer: **EVR11110015**
Bréfalykill: **3.1**

Efni: Frumvarp - breyting á yfirtökuákvæðum laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti með síðari breytingum

1. Yfirtökureglur á Norðurlöndunum

Það virðist vera á einhverju reiki hvernig yfirtökureglum er háttað í ríkjum innan EES svæðisins. Í skýrslu sem framkvæmdastjórnin gaf út eftir gildistöku yfirtökutíðskiptunarinnar (Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids SEC(2007)268) miðaðist yfirtökuskyldan við 25% - 66% atkvæðisrétt í aðildarríkjunum. Einnig mismunandi hvort tilboðsskylda myndist aftur við önnur mörk og hversu hreyfanleg félögum sem eru yfir tilboðsskyldunni er heimilt að vera. Á Norðurlöndunum virðist vera tvennskonar módel í gangi þar sem danskt/sænskt módel og svo norskt/finnskt módel.

Í Noregi er tilboðsskyldu mörkin miðuð við 33% atkvæðisrétt. Aðili verður svo tilboðsskyldur aftur ef hann fer yfir 40% atkvæðarétt og svo aftur 50%. Félög sem eru skráð ný á markað lúta þessum reglum líka og gildir þá engu hversu stóran hlut aðilar áttu þegar félagið var skráð á markað.

Í Finnlandi er tilboðsskyldan miðuð við 30% atkvæðisrétt og svo aftur við 50% atkvæðisrétt. Fari aðili yfir 50% atkvæðisrétt eftir útboð vegna tilboðsskyldu eru þau ekki tilboðsskyld aftur. Af ensku orðalagi ákvæðisins er ekki að sjá annað en að þó hluthafi sé yfir 30% atkvæðis þegar félag er tekið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði að þá verði hann tilboðsskyldur næst við 50% mörkin.

Í Danmörku þá eru mörkin tvíþætt, þ.e. 1/3 af atkvæðamagni + sönnuð yferráð yfir félagi (t.d. út frá sögulegri nýtingu á atkvæðamagni á hluthafafundum). Svo er einnig fast 50% viðmið, þ.e. þá er ekki þörf á að sanna að um yferráð sé að ræða. Ef hluthafi er með yferráð þegar félag kemur inn á markað þá er þeim aðila heimilt að fjárfesta ótakmarkað upp að 90% innlausnarmörkum.

Í Svíþjóð eru yfirtökumörkin 30% af atkvæðamagni. Það er ekkert sérstakt undanþáguákvæði en orðalag yfirtökuákvæðisins hefur verið túlkað með þeim hætti að það taki einungis til þeirra aðila sem eru undir 30% yfirtökumörkun. Það er orðað með þeim hætti að það ákvæðið taki til þeirra sem "eiga engin hlutabréf eða eiga hlutabréf sem samsvara minna en sem nemur þremur hundraðshlutum af atkvæðamagni félags". Þeim aðilum sem eru yfir yfirtökumörkun þegar félag kemur inn á markað er því talið heimilt að auka við hlut sinn ótakmarkað upp að 90% innlausnarmörkum. Ég veit þó að það hefur verið í umræðunni í Svíþjóð að lögfesta

önnur yfirtökumörk fyrir þá sem almenna ákvæðið tekur ekki til, t.d. 50%.

Alþingi
v/ Austurvöll
150 REYKJAVÍK

9. mars 2012
Tilvísun: 2012030021

Efni: Álit Fjármálaeftirlitsins á tillögu Össurar hf. – mál nr. 369 (yfirtökureglur)

Fjármálaeftirlitið vísar til tölvupóstar frá efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis frá því 8. mars 2012, þar sem óskað var eftir skriflegu álit Fjármálaeftirlitsins á tillögu Össurar hf. að nýrri 9. mgr. 100. gr. laga um verðbréfavíðskipti (vvl.). Enn fremur var óskað eftir mati á því hvort tillagan væri lagalega tæk og framkvæmanleg.

Vísað er til fyrri funda með efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis um sama efni og verður nú í ljósi þeirra og þess tímaramma sem settur er greint frá aðalatriðum í álit Fjármálaeftirlitsins.

Fjármálaeftirlitið gerir veigamiklar athugasemdir við þau drög sem fyrir liggja að nýrri 9. mgr. 100. gr. vvl. Sérstaklega er vakin athygli á eftirfarandi er snýr að starfi Fjármálaeftirlitsins: Í ákvæðinu segir m.a. „...og verður hann þá ekki tilboðsskyldur samkvæmt þessari grein hafi hann ekki verið tilboðsskyldur á þeim skipulega verðbréfamarkaði þar sem verðbréf viðkomandi félags voru tekin til viðskipta að frumkvæði útgefanda“. Samkvæmt þessu má ætla að mörk tilboðsskyldu fari eftir lögum og reglum þess lands þar sem verðbréf félags voru tekin til viðskipta að frumkvæði útgefanda. Um aðra þætti varðandi yfirtöku aðila fari þá að íslenskum lögum og reglum. Fjármálaeftirlitið telur ekki tækt að það hafi eftirlit með að aðilar fari að lögum og reglum annarra landa, enda ekki eftirlitsaðili þeirra. Það má t.a.m. nefna aðstæður þar sem eftirlitsaðilar meta þarf hvort aðilar starfi í samstarfi, en í tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2004/25/EB frá 21. apríl 2004 um yfirtökutilboð er slíkt skilgreint á eftirfarandi hátt sem aðildarríki hafa síðan útfært á mismunandi hátt: *“persons acting in concert shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid”*. Þá skal á það bent að þegar erlent fjármálaeftirlit hefur metið það sem svo að íslenskar reglur gildi og þar af leiðandi ekki undir eftirliti þeirra, má ætla að lagasetning á Íslandi þess efnis að fara eigi eftir öðrum lögum en íslenskum breyti því ekki.

Hvað varðar efnislega tillögu Össurar vill Fjármálaeftirlitið tiltaka að það telur að slík undanþága sé fremur óheppileg. Benda má á þann möguleika félaga með höfuðstöðvar hér á landi á að sniðganga íslenskar yfirtökureglur með því að taka bréf sín til viðskipta fyrst á skipulögðum verðbréfamarkaði í öðru landi með sveigjanlegri yfirtökureglur sem kauphöll tekur síðar til viðskipta að eigin frumkvæði. Þá má einnig ætla að slík undanþága fari gegn megináherslu íslenskra yfirtökureglna þegar um er að ræða ríki þar sem yfirtökumörk eru hærri en hér á landi, þ.e. varðandi vernd minnihluta hluthafa og dreift eignarhald félaga með skráð verðbréf á skipulögðum verðbréfamarkaði.



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Fjármálaeftirlitið ítrekar og leggur mikla áherslu á mikilvægi þess að gerðar verði breytingar á 7. og 8. mgr. 100. gr. vtl., sbr. það frumvarp sem fyrir liggur.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

Halldóra E. Ólafsd.
Halldóra E. Ólafsdóttir

Barbara Inga
Barbara Inga Albertsdóttir

Alþingi
v/ Austurvöll
150 REYKJAVÍK

20. janúar 2012
Tilvísun: 2012010291

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breytingar á lögum nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum (yfirtökureglur), 369. mál.

Fjármálaeftirlitið vísar til tölvupóstar nefndarsviðs Alþingis þann 6. janúar sl. þar sem óskað er umsagnar um frumvarp til laga um breytingar á lögum nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum (yfirtökureglur), 369. mál.

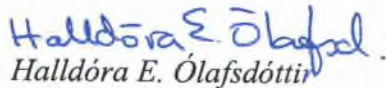
Fjármálaeftirlitið fagnar því að umrætt frumvarp sé nú fram komið þar sem mikilvægt er að taka af allan vafa varðandi þetta álitamál. Fjármálaeftirlitið hefur farið yfir efni frumvarpsins og hefur ekki efnislegar athugasemdir vegna þess.

Þess skal getið að Fjármálaeftirlitið átti gott samstarf við efnahags- og viðskiptaráðuneytið og Kauphöll Íslands við undirbúning frumvarpsins.

Fjármálaeftirlitið hefur áhuga á að mæta á fund efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis ef nefndin telur tilefni til.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ


Halldóra E. Ólafsdóttir


Barbara Inga Albertsdóttir

Nefndasvið Alþingis
Austurstræti 8-10
150 REYKJAVÍK

Reykjavík, 20. janúar 2012
Tilvísun 111
MKÁ

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breyting á lögum nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum (yfirtökureglur), 369. mál

Inngangur

Vísað er til tölvupósts viðskiptanefndar Alþingis frá 6. janúar 2012 þar sem óskað var umsagnar NASDAQ OMX Iceland hf. („**Kauphöllin**“) um frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum (yfirtökureglur).

Kauphöllin styður framgang málsins og telur mikilvægt að frumvarpið verði samþykkt. Þó vill Kauphöllin koma á framfæri þeim áherslum sem hún boðaði við gerð frumvarpsins sem ekki var tekið tillit til.

Eins og réttilega er bent á í athugasemdum við lagafrumvarpið þá á málið uppruna sinn í ábendingu Kauphallarinnar til Efnahags- og viðskiptaráðuneytisins og Fjármálaeftirlitsins varðandi óskýrleika gildandi reglna. Kauphöllin kom áhyggjum sínum á framfæri við Efnahags- og viðskiptaráðuneytið með bréfi dags. 23. mars 2011 þar sem rakin voru sjónarmið Kauphallarinnar varðandi misræmi í orðalagi undanþáguákvæða 7. og 8. mgr. 100. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti („**vvl.**“) og líklegum túlkunarvandkvæðum sem því fylgdi. Ástæða er til að rekja stuttlega þau sjónarmið sem komu fram í bréfi Kauphallarinnar og af hverju nauðsynlegt er að hraða framgangi þessa máls.

Aðdragandi lagasetningar

Þann 15. desember 2010 voru samþykkt á Alþingi lög nr. 141/2010 um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Breytingarnar fólu m.a. í sér niðurfellingu á VI. bráðabirgðaákvæði laganna sem gerði hluthöfum sem áttu yfir 30% atkvæðisréttar í félagi, sem hafði fjármálagerninga tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði fyrir 1. apríl 2009, frest til 31. mars 2011 til að draga svo úr hlutafjáreign sinni að þeir færu niður fyrir yfirtökumörk. Einnig var með lögnum gerð breyting á 7. mgr. 100. gr. vvl., en í stað hennar komu tvær nýjar málsgreinar. Ákvæði 7. mgr. 100. gr. vvl. eftir gildistöku laga nr. 141/2010 er að mestu leyti samhljóða því ákvæði sem áður gildi. Í ákvæðinu er nú, sem og áður, kveðið á um undanþágu frá yfirtökuskyldu þegar aðili og þeir sem hann er í samstarfi við fara með yfirråd í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði. Sú breyting var þó gerð á ákvæðinu að felldur var út hluti málsgreinarinnar þar sem fram kom að fyrrgreindur aðili sem félli undir undanþáguákvæðið yrði ekki yfirtökuskyldur, „*enda [yki] hann ekki atkvæðisrétt sinn í félaginu umfram næsta margfeldi af fimm*“. Var þessi hluti málsgreinarinnar tekinn út með lögum nr. 141/2010 og eftir stendur ákvæði sem hljómar svo:

Nú fer aðili og þeir sem hann er í samstarfi við með yfirråd í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði og verður hann þá ekki tilboðsskyldur samkvæmt þessari grein. Þetta gildir þó ekki ef viðkomandi aðili missir yfirræðin en nær þeim að nýju.

Í 8. mgr. 100. gr. vvl. er enn fremur að finna nýtt ákvæði þar sem segir:

Nú átti eigandi hlutafjár meira en 30% atkvæðisréttar í félagi sem hefur fjármálagerninga tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði fyrir 1. apríl 2009 og er hann þá ekki tilboðsskyldur samkvæmt þessari grein, enda auki hann ekki við hlut sinn. Sami tímafrestur gildir hafi aðili farið með yferráð í félagi á grundvelli samstarfs samkvæmt þessari grein.

Var 8. mgr. 100. gr. ætlað að koma í stað fyrrgreinds VI. bráðabirgðaákvæðis vvl. sem felld var úr gildi með lögum nr. 141/2010. Í athugasemdum við ákvæðið í frumvarpi kemur fram að ætlunin með ákvæðinu sé að þeir sem ákvæðið taki til verði „*læstir við þau mörk sem þeir eru við á skráningardegi eða 1. apríl 2009.*“ Má út frá þessu túlka ákvæðið með þeim hætti að þeir aðilar sem falla undir ákvæðið geti ávallt keypt upp að því marki sem þeir voru við á skráningardegi eða 1. apríl 2009. Ef aðili t.d. selur niður fyrir þau mörk sem hann átti á þeim tíma virðist hann, samkvæmt orðalagi ákvæðisins og athugasemdum, geta keypt sig aftur upp að þeim mörkum sem hann átti við skráningu eða 1. apríl 2009.

Ef aftur er horft til ákvæðis 7. mgr. 100. gr. vvl. þá benti Kauphöllin á nauðsyn þess að skýra hvaða áhrif sú breyting sem átti sér stað með lögum nr. 141/2010 hefði í för með sér varðandi túlkun ákvæðisins. Ef fyrsti málsliður ákvæðisins er skoðaður þá gefur orðalagið til kynna að aðili sem á yfir yfirtökumörkum þegar hlutabréf félags eru tekin til viðskipta sé undanþeginn tilboðsskyldu. Í þessu samhengi er aftur fróðlegt að horfa til baka til þess hvernig ákvæðið hljómaði fyrir breytinguna. Var þar kveðið á um að þessi undanþága ætti einungis við ef hluthafi yki ekki atkvæðisrétt sinn í félaginu umfram næsta margfeldi af fimm. Þessi hluti greinarinnar hefur nú verið fjarlægður og eftir stendur að enginn áskilnaður virðist gerður um að aðili auki ekki við hlut sinn.

Í ljósi þess að í 8. mgr. 100. gr. vvl. er tekið skýrt fram að undanþágan eigi einungis við auki hluthafi ekki við hlut sinn er erfitt að skilja ákvæði 7. mgr. 100. gr. vvl. með öðrum hætti en að það sama eigi ekki við um þá sem falla undir 7. mgr. Sé það túlkað eftir orðanna hljóðan virðist hluthafa heimilt að auka við hlut sinn ef hann hefur fallið undir undanþáguna í 7. mgr. 100. gr. vvl. þegar hlutabréf voru fyrst tekin til viðskipta. Þó skal það tekið fram að annar málsliður 7. mgr. 100. gr. vvl. tekur að einhverju leyti á þessu en þar kemur fram að undanþágan frá yfirtökuskyldu gildi ekki „*ef viðkomandi aðili missir yferráðin en nær þeim að nýju*“. Þar sem yferráð miðast við 30% atkvæðisréttar í félagi virðist rökrétt að leggja þann skilning í orðalag annars málsliðar að þetta eigi einungis við ef hlutafjareign hluthafa fer undir 30% atkvæðismagns. Ef hann aftur á móti heldur sig yfir 30% mörkum væri honum frjálst að auka við hlut sinn og engin takmörk við því sett hversu hátt hlutfall atkvæðisréttar hann gæti eignast.

Það er óheppilegt að samkvæmt orðanna hljóðan virðist mikill munur á því svigrúmi sem hluthöfum er veitt samkvæmt 7. mgr. 100. mgr. vvl. annars vegar og hins vegar 8. mgr. 100. gr. vvl. Þó svo að bæði ákvæðin veiti undanþágu frá yfirtökuskyldu sem miðast við ákveðin tímamörk, þ.e. annars vegar dagsetningu töku til viðskipta og hins vegar 1. apríl 2009, þá er þeim sem eiga undir fyrra ákvæðið veitt svigrúm til að auka við hlut sinn ef þeir halda ávallt yfir 30% af atkvæðisrétti félags. Að því er varðar síðara ákvæðið þá er þeim sem falla undir undanþáguna einungis heimilt að kaupa upp að því marki sem þeir áttu þann 1. apríl 2009. Verður að telja að þetta ósamræmi í framsetningu og orðalagi grafi undan trúverðugleika

markaðarins og skapi ójafnræði milli hluthafa í félögum sem falla annars vegar undir ákvæði 7. mgr. 100. gr. vvl. og hins vegar þeirra sem falla undir ákvæði 8. mgr. 100. gr. vvl.

Tillaga Kauphallarinnar

Eins og áður hefur komið fram telur Kauphöllin að ósamræmi í orðalagi umræddra ákvæða og túlkunarvandkvæði sem því fylgir vera til þess fallin að grafa undan vernd minnihluta hluthafa í félögum sem hafa hlutabréf tekin til viðskipta í Kauphöllinni. Því sé mikilvægt að ákvæði 7. og 8. mgr. 100. gr. vvl. verði skýrð og orðalag þeirra samræmd. Enn fremur telur Kauphöllin að það svigrúm sem nú er veitt í 7. mgr. 100. gr. vvl. til að auka við hlut sinn sé ekki í samræmi við vilja löggjafans og sé því síður til hagsbóta fyrir markaðinn á þeim tíma sem mikil vinna fer fram við að byggja upp skilvirkan verðbréfamarkað. Forsenda fyrir því að sú vinna skili árangri felst í því að endurvekja traust markaðsaðila og trúverðugleika fjármálamarkaðarins.

Kauphöllin er ánægð með að Efnahags- og viðskiptaráðuneytið hafi tekið málið fyrir að tillögu hennar og fagnar því enn frekar að henni hafi boðist að koma að frumvarpsvinnunni ásamt ráðuneytinu og Fjármálaeftirlitinu. Við þá vinnu lagði Kauphöllin mikla áherslu á að breyta ætti framsetningu umræddra undanþáguákvæða og nauðsynlegt væri að hraða þeirri vinnu til að breytingin gæti tekið gildi áður en fleiri félög yrðu tekin til viðskipta í Kauphöllinni.

Við frumvarpsvinnuna lýsti Kauphöllin þeirri skoðun sinni að breyta ætti framsetningu umræddra undanþáguákvæða til samræmis við það sem áður gildi, þ.e. að heimila hluthöfum sem falla undir undanþágu 7. mgr. 100. gr. vvl. eða 8. mgr. 100. gr. vvl. að auka við hlut sinn upp að næsta margfeldi af fimm. Kauphöllin telur að með því að breyta orðalagi umræddra ákvæða með þessum hætti væri hluthöfum veitt sanngjarnt svigrúm til að auka við hlut sinn án þess þó að sú aðgerð væri til þess fallin að skaða hagsmuni minnihluta hluthafa. Ýmiss tilfelli geta komið upp þar sem hluthafi hefur ærna ástæðu til að auka við hlut sinn þó hann sé yfir yfirtökumörkum. Getur þetta t.d. átt við ef hlutafé félags er aukið í forkaupsréttarútboði. Í slíku tilfelli getur komið til þess að hlutfallslegt atkvæðamagn einstakra hluthafa breytist ef einhverjir ákveða að nýta ekki rétt sinn til að taka þátt í slíkri aukningu. Getur því hluthafi sem átti yfir yfirtökumörkum endað með hærra atkvæðamagn en fyrir hlutafjárukningu.

Það skal tekið fram að þó svo að framangreind tillaga Kauphallarinnar veiti ráðandi hluthöfum vissu rými til aukningar á eign sinni þá sníðir hún þeim mun þrengri stakk en lagaframkvæmd í nágrannaríkjum okkar þar sem hluthöfum sem falla undir samskonar undanþáguákvæði eru veittar mun rýmri heimildir til að auka við hlut sinn. Í þessu sambandi má meðal annars nefna að túlkun yfirtökureglna í sænskum rétti hefur verið með þeim hætti að eigi hluthafi yfir yfirtökumörkum þegar hlutabréf félags eru tekin til viðskipta þá sé honum ávallt heimilt að auka við hlut sinn og engin takmörk við því sett hversu mikið hann getur eignast. Samskonar skilningur hefur verið lagður í ákvæði danskra yfirtökureglna þar sem aðili sem talinn er fara með ráðandi hlut í félagi við töku til viðskipta getur aukið við hlut sinn ótakmarkað svo lengi sem hann heldur yferráðum. Er þessi túlkun studd þeim rökum að þar sem aðili á þegar yfir yfirtökumörkum á umræddu tímamarki og fer sannanlega með yferráð í félaginu hafi það engin áhrif á stöðu minnihluta eigenda hvort hlutur þess sem fer með yferráðin er 30%, 60% eða 80%. Það skal þó tekið fram að fari aðili með yfir 90% atkvæðisréttar í félagi eiga aðrir hluthafar ávallt rétt á að fá hlut sinn innleystan.

Að virtum þeim sjónarmiðum sem að framan eru rakin og ef horft er til lagaframkvæmdar nágrannaríkja verður að telja að umrædd tillaga að breytingu á ákvæðum 7. mgr. og 8. mgr. 100. gr. vvl. sé að engu leyti ósanngjörn eða að með henni sé veitt of mikið svigrúm innan ramma undanþágunnar sem þar er veitt. Verður að telja að ósamræmi það sem nú er til staðar milli 7. mgr. og 8. mgr. 100. gr. vvl. sé til þess fallið að skaða íslenskan hlutfjármarkað og því sé nauðsynlegt að breyta ákvæðunum og setja þau fram með skýrari hætti. Einnig telur Kauphöllin að þó svo ekki sé ástæða til að veita ráðandi hluthöfum svo mikið svigrúm sem í nágrannaríkjunum til að auka við hlut sinn sé ljóst að ef ekkert svigrúm er veitt sé það til þess fallið að skerða samkeppnisgrundvöll Kauphallarinnar. Því væri það hagfelldasta niðurstaðan að færa ákvæðin aftur til samræmis við það sem áður gildi, þ.e. að hluthöfum sem féllu undir 7. mgr. og 8. mgr. 100. gr. vvl. væri veitt heimild til að auka við hlut sinn upp að næsta margfeldi af fimm.

Niðurstaða

Það var ljóst þegar unnið var að undirbúningi þess frumvarps sem nú liggur fyrir að ekki væri hljómgrunnur hjá Efnahags- og viðskiptaráðuneytinu og Fjármálaeftirlitinu fyrir þeirri tillögu Kauphallarinnar að veita hluthöfum sem féllu undir umrædd undanþáguákvæði takmarkað svigrúm til að auka við hlut sinn. Kauphöllin hefur verið ötull talsmaður þess að skýra þurfi ákvæði 7. og 8. mgr. 100. gr. vvl. og telur nauðsynlegt að það verkefni klárast eins fljótt og unnt er. Þó svo að frumvarpið sé ekki að fullu í samræmi við tillögur Kauphallarinnar þá styður hún framgang málsins í ljósi þess að því markmiði hefur verið náð að skýra orðalag ákvæðanna. Ákvæðin eins og þau eru sett fram í frumvarpinu auðvelda þátttakendum á hlutabréfamarkaði að sjá fyrir með hvaða hætti þeim verður beitt og eru til þess fallin að auka trúverðugleika verðbréfamarkaðarins.

Kauphöllin vill enn fremur beina athygli að því að skýra þarf fleiri þætti sem varða X. kafla laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Víðtækari yfirferð á ákvæðum kaflans er því nauðsynleg. Má í þessu sambandi nefna gildisákvæði X. kafla vvl. en Kauphöllin telur þörf á að skýra nánar hvort ákvæðum laganna um yfirtökur er ætlað að taka til félaga hvers hlutabréf hafa verið tekin til viðskipta af skipulegum verðbréfamarkaði, einhliða og án samþykkis félagsins. Ákvæði 23. gr. laga nr. 110/2007 um kauphallir veitir heimild fyrir slíku ef hlutabréfin hafa verið tekin til viðskipta á öðrum skipulegum verðbréfamarkaði á Evrópska efnahagssvæðinu. Hefur Kauphöllin m.a. beitt umræddri heimild þegar ákveðið var að taka hlutabréf Össurar hf. til viðskipta án samþykkis félagsins en hlutabréf þess eru einnig í viðskiptum í NASDAQ OMX kauphöllinni í Kaupmannahöfn.

Kauphöllin er tilbúin til frekara samstarfs í tengslum við yfirferð og breytingu á lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti og fagnar því ef Efnahags – og viðskiptaráðuneytið og Alþingi sjá ástæðu til að sækjast eftir þátttöku Kauphallarinnar í þeirri vinnu sem framundan er.

Virðingarfyllst,

Magnús Kristinn Ásgeirsson
lögfræðingur.

Nefndasvið Alþingis
Austurstræti 8-10
150 REYKJAVÍK

Alþingi
Erindi nr. P 140/1487
komudagur 12.3.2012

Reykjavík, 12. mars 2012
Tilvísun 111
MKÁ

Efni: Umsögn um tillögu Össurar hf. að nýrri 9. mgr. 100. gr. laga um verðbréfavíðskipti, 369. mál (yfirtökureglur)

Vísað er til tölvupósts efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis frá 8. mars 2012 þar sem óskað var álits NASDAQ OMX Iceland hf. („**Kauphöllin**“) á tillögu Össurar hf. („**Össur**“ eða „**félagið**“) að nýrri 9. mgr. 100. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 („**vvl.**“). Kauphöllin hefur áður komið fyrir nefndina og lýst skoðun sinni á umræddri tillögu og verða þau sjónarmið sem þar hafa verið rakin dregin saman hér.

Inngangur

Aðdragandann að tillögu Össurar má rekja til ákvörðunar Kauphallarinnar frá 3. mars 2011 um að taka hlutabréf félagsins til víðskipta á grundvelli heimildar í 23. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007 („**khl**“). Ákvörðunin var tekin einhliða, að frumkvæði Kauphallarinnar og án samþykkis félagsins. Fyrrgreint ákvæði 23. gr. khl. veitir heimild fyrir slíku ef hlutabréf hafa verið tekin til víðskipta á öðrum skipulegum verðbréfamarkaði á Evrópska efnahagssvæðinu, en hlutabréf Össurar eru einnig í víðskiptum í NASDAQ OMX kauphöllinni í Kaupmannahöfn.

Í kjölfar ákvörðunar Kauphallarinnar um einhliða töku hlutabréfa Össurar til víðskipta vaknaði sú spurning hvort danskar eða íslenskar yfirtökureglur ættu við um félagið. Til að leita svara við umræddu álitaeefni var m.a. leitað til danska Fjármálaeftirlitsins sem komst að þeirri niðurstöðu að íslenskar yfirtökureglur ættu við um félagið. Þó svo að ekki hafi verið leitað álits hjá íslenska Fjármálaeftirlitinu virðist Össur fallast á túlkun danska Fjármálaeftirlitsins en hún samræmist enn fremur orðalagi 2. mgr. 99. gr. vvl. þar sem gildissvið kaflans er varðar yfirtökur er afmarkað. Kemur þar fram sú meginregla að ákvæði kaflans gildi um „yfirtöku sem tekur til útgefanda með skráðar höfuðstöðvar á Íslandi hvers verðbréf hafa verið tekin til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði á Íslandi“. Þar sem ákvæðið gerir ekki greinarmun á tilfellum þar sem útgefandi hefur sjálfur óskað eftir töku verðbréfa til víðskipta og þeim tilfellum þar sem kauphöll tekur slíka ákvörðun einhliða og án samþykkis útgefanda þá virðist erfitt að túlka ákvæðið öðruvísi en svo að það eigi við um Össur sem er með skráðar höfuðstöðvar á Íslandi.

Um tillögu að nýrri 9. mgr. 100. gr. vvl.

Tillaga Össurar að nýrri 9. mgr. 100. gr. vvl. er sett fram í þeim tilgangi „að tryggja sem kostur er að réttarstaða viðkomandi félags og hluthafa þess, að því er yfirtökureglur varðar, breytist ekki þegar félagið er skráð í aðra kauphöll án samþykkis félagsins“. Hefur félagið fært þau rök fyrir tillögunni að óeðlilegt sé að kauphöll geti með einhliða ákvörðun sinni breytt réttarástandi félags að því er varðar yfirtökur. Kauphöllin getur fallist á þau sjónarmið að slíkt sé ekki heppilegt. Kauphöllin telur þó að huga verði sérstaklega vel að því hvort að réttu viðbrögðin séu fólgin í því að setja svo sértækt undanþáguákvæði sem tillaga Össurar felur í sér. Þó svo að

umrædd tillaga sé augljóslega almenns eðlis þá er ljóst að hún á einungis við um Össur, eins og staðan er. Grundvöll tillögunnar verður því að skoða í því ljósi og út frá hagsmunum hluthafa félagsins.

Í þessu sambandi er nauðsynlegt að huga að þeim verndarhagsmunum sem hvíla að baki íslenskum yfirtökureglum og sjónarmiðum um minnihlutavernd. Á fundum sínum með efnahags- og viðskiptanefnd varðandi málið hefur Kauphöllin lagt áherslu á að gæta verði að rétti minnihluta hluthafa og hvaða áhrif lögleiðing tillögu Össurar gæti haft á réttarstöðu þeirra. Eins og félagið hefur sjálft bent á þá eru danskar yfirtökureglur töluvert rýmri en íslenskar. Má í því sambandi m.a. nefna að þeir hluthafar sem hafa sönnuð yfirråd yfir félagi þegar hlutabréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði í Danmörku eru alfarið undanþegnir yfirtökuskyldu og geta því aukið við hlut sinn án takmarkana þar til þeir hafa náð 90% atkvæðamagni. Í frumvarpi til breytinga á yfirtökureglum í lögum um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 er aftur á móti gert råd fyrir að slíkir aðilar hafi ekki heimild til að auka við hlut sinn. Með lögleiðingu á tillögunni væri því verið að færa Össur undir dönsk yfirtökuvíðmið og auka svigrúm ráðandi hluthafa. Kauphöllin leggur því áherslu á að áður en afstaða verði tekin til þess hvort lögleiða eigi umrædda tillögu sé ástæða til að leita eftir sjónarmiðum minnihluta hluthafa félagsins. Hagsmunir minnihluta hluthafa þurfa ekki í öllum tilfellum að tengjast gildissviði yfirtökureglna. Önnur sjónarmið kunna að vega þyngra á metunum. Því er ástæða til að leita eftir skoðunum minnihluta hluthafa á tillögunni.

Kauphöllin vill einnig vekja athygli á því að þó að lögfesting á tillögu Össurar myndi í þessu tilfelli sporna gegn því að skipulegur verðbréfamarkaður á Íslandi geti með einhliða ákvörðun sinni um töku hlutabréfa til viðskipta, fellt félag undir íslenskar yfirtökureglur sem eru strangari en þær reglur sem gilda í því landi þar sem hlutabréf félagsins voru skráð fyrir, getur þessu einnig verið öfugt farið. Í öðrum tilfellum gætu íslenskar yfirtökureglur innihaldið vægari kröfur en yfirtökureglur í því landi þar sem félag hefur áður verið í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði.

Yfirtökuvíðmið og undanþágur sem gilda um hluthafa sem eru yfir yfirtökumörkum þegar hlutabréf eru upphaflega tekin til viðskipta, geta verið um margt misjöfn milli Evrópuríkja. Það er því ljóst að tilfelli, eins og það sem síðar var rakið, geta komið upp. Það er þó ljóst að gildisákvæði yfirtökureglna eru samræmd milli Evrópuríkja og er það forsenda fyrir því að hægt sé að komast að niðurstöðu um hvaða lög eigi að gilda í tengslum við yfirtöku. Í tillögu Össurar er ætlunin sú að komast hjá því að breyta gildissviði yfirtökureglna með því að setja sértæka undanþágu í 9. mgr. 100. gr. vvl. Í ákvæðinu segir:

Nú fer aðili og þeir sem hann er í samstarfi við með yfirråd í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði án samþykkis útgefanda, sbr. 23. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007, og verður hann þá ekki tilboðsskyldur [...] hafi hann ekki verið tilboðsskyldur á þeim skipulega verðbréfamarkaði þar sem verðbréf viðkomandi félags voru tekin til viðskipta að frumkvæði útgefanda. Yrði viðkomandi aðili síðar tilboðsskyldur á síðarnefndum verðbréfamarkaði verður hann samstundis tilboðsskyldur skv. 1. mgr.

Augljóst er að ákvæðinu er ætlað að tryggja að íslenskar yfirtökureglur gildi áfram en þó einungis að takmörkuðu leyti þar sem vísað er til tilboðsskyldu á þeim markaði þar sem

verðbréf viðkomandi félags voru tekin til viðskipta að frumkvæði útgefanda. Telur Kauphöllin að umrædd framsetning geti valdið vandkvæðum og þá sérstaklega í tengslum við eftirlit með yfirtökuskyldu. Virðist ákvæðið gera ráð fyrir því að við mat á því hvort stofnast hafi til yfirtökuskyldu verði einungis litið til hinna erlendu yfirtökureglna. Við eftirlit með því hvort stofnast hafi til yfirtökuskyldu sé Fjármálaeftirlitinu og hluthöfum því ætlað að byggja mat sitt á þeim viðmiðum sem í því landi gilda um mörk yfirtökuskyldu og undanþágur frá yfirtökuskyldu.

Kauphöllin efast einnig um skýrleika umrædds ákvæðis en í síðasta málslið þess er tekið fram að „[verði] viðkomandi aðili síðar tilboðsskyldur á síðarnefndum verðbréfamarkaði verður hann samstundis tilboðsskyldur skv. 1. mgr.“. Kauphöllin telur að efast megi um hvort umrædd framsetning sé nægjanlega skýr þar sem ljóst er að ef íslenskar yfirtökureglur eiga við um slíkan aðila, svipað og í tilfelli Össurar, þá geti sá hinn sami eigi orðið tilboðsskyldur á erlendum verðbréfamarkaði. Því sé marklaust að vísa til tilboðsskyldu aðila á erlendum verðbréfamarkaði.

Kauphöllin vill að lokum benda á mikilvægi þess að frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 108/2007, um verðbréfaviðskipti, 369. mál, nái fram að ganga þrátt fyrir þá umræðu sem á sér nú stað um tillögu Össurar að nýrri 9. mgr. 100. gr. vvl. Hvað varðar fyrri athugasemdir Kauphallarinnar um efni frumvarpsins þá vísar Kauphöllin til athugasemda sem hún setti fram í umsögn dags. 20. janúar 2012 til nefndasviðs Alþingis.

Kauphöllin er tilbúin til frekara samstarfs í tengslum við yfirferð og breytingu á lögum nr. 108/2007 um verðbréfaviðskipti og fagnar því ef Efnahags – og viðskiptaráðuneytið og Alþingi sjá ástæðu til að sækjast eftir þátttöku Kauphallarinnar í þeirri vinnu sem framundan er.

Virðingarfyllst,

Magnús Kristinn Ásgeirsson
lögfræðingur.



RÍKISENDURSKOÐUN

Skúlagötu 57, 105 Reykjavík IS-Iceland.

Alþingi
Erindi nr. P 140/899
komudagur 16.1.2012

	Dagsetning	Tilvísun
Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis Austurstræti 8-10 150 Reykjavík	16. janúar 2012	12010163 11.01 LÖ/bb

Vísað er erindis efnahags- og viðskiptanefndar, dags. 6. janúar sl., þar sem óskað er umsagnar um frumvarp til laga um verðbréfaviðskipti (yfirtökureglur), 369. mál.

Til svars erindinu skal tekið fram að Ríkisendurskoðun hefur engar athugasemdir fram að færa við ofangreint frumvarp.

Erinn Hrafn
Árnór Þorgeirsson



SAMKEPPNISEFTIRLITIÐ

Alþingi – nefndasvið
bt. efnahags- og viðskiptanefndar
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Alþingi
Erindi nr. P 140/1290
komudagur 1.3.2012

Reykjavík, 1. mars 2012
Tilv.: 1201004

Efni: Minnisblað Samkeppniseftirlitsins vegna fyrirspurnar efnahags- og viðskiptanefndar varðandi þingmál nr. 369

Á fundi með efnahags- og viðskiptanefnd í gær var fjallað um frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 108/2007 um verðbréfaviðskipti, sbr. þingskjal 445, mál nr. 369. Nánar tiltekið varðar frumvarpið óverulegar breytingar á yfirtökureglum verðbréfaviðskiptalaga en í málinu vegast m.a. á sjónarmið Össurar hf. og Kauphallarinnar (NASDAQ OMX Iceland hf.). Frumvarpið var sent Samkeppniseftirlitinu með tölvupósti dags. þann 6. janúar sl. og gefinn frestur til 20. janúar til að skila undirritaðri umsögn. Samkeppniseftirlitið tók frumvarpið til skoðunar en taldi ekki efni til að gera athugasemdir við það. Samkeppniseftirlitið var síðan boðað til fundar með efnahags- og viðskiptanefnd í dag, 29. febrúar.

Á fundinum var óskað eftir minnisblaði frá Samkeppniseftirlitinu varðandi það hvort forsvaranlegt væri að sérreglur giltu á verðbréfamarkaði hér á landi sem væru þrengri en í nágrannalöndunum.

Til svars við þessu vill Samkeppniseftirlitið taka fram að ekkert í samkeppnislögum né öðrum íslenskum lögum bannar það að settar séu sérreglur í íslensk lög sem eru frábrugðnar því sem gerist hjá öðrum þjóðum. Þá virðist sú framkvæmd ekki fara gegn alþjóðlegum skuldbindingum Íslands samkvæmt því sem fram kom hjá efnahags- og viðskiptaráðuneytinu á fyrrgreindum fundi þingnefndar.

Við meðferð málsins fyrir þingnefndinni hafa verið færð fram rök fyrir því að það lagaumhverfi sem verið er að skapa með umræddum sérreglum geti verið fráhrindandi fyrir fyrirtæki á markaði og leitt til þess að þau fari úr landi og leiti skráningar á verðbréfamarkaði í öðrum löndum. Virðist Kauphöllin taka undir þessi sjónarmið. Samkeppniseftirlitið hefur ekki haft tækifæri til þess að meta áhrif frumvarpsins að þessu leyti en vekur athygli á því að hafa þarf í huga að löggjöf hér á landi leiði ekki til þess að



fyrirtæki hverfi af íslenskum markaði, með þeim afleiðingum að úr samkeppni dragi. Þannig þurfa sérreglur sem bjóða slíkri hættu heim að byggjast á sterkum málefnalegum rökum. Að öðru leyti telur Samkeppniseftirlitið ekki ástæðu til að taka afstöðu til frumvarpsins á grundvelli ákvæða samkeppnislaga.

Virðingarfyllt,
Samkeppniseftirlitið

Sonja Bjarnadóttir

Alþingi
Erindi nr. P 140/1036
komudagur 14.2.2012

SFF
SAMTÖKEFJÁRMÁLAFYRIRTÆKJA
Icelandic Financial Services Association

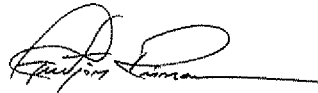
Reykjavík, 14. febrúar 2012

Efnahags- og skattanefnd Alþingis
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Varðar: Frumvarp til breytinga á lögum um verðbréfavíðskipti (yfirtökureglur), 369. mál.

SFF gera ekki athugasemdir við frumvarpið.

Virðingarfyllt,



Guðjón Rúnarsson SFF.

Alþingi
Erindi nr. P 140/912
komudagur 19.1.2012



Nefndasvið Alþingis
Efnahags- og viðskiptanefnd
b/t Eiríks Áka Eggertssona
nefndarritara
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Reykjavík, 19. janúar 2012.

Efni: Frumvarp til laga um breyting á lögum nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti með síðari breytingum (yfirtökureglur) (369.mál).

Viðskiptaráð þakkar nefndinni fyrir það tækifæri að fá að veita umsögn um ofangreint frumvarp sem felur í sér breytingar á reglum um yfirtöku í lögum um verðbréfavíðskipti til frekari skýringar á ákvæðum laganna.

Ofangreint frumvarp er sett fram í þeim tilgangi að skýra frekar ákvæði laganna sem var breytt á síðasta löggafarþingi. Gera verður athugasemd við fyrri vinnubrögð, með því að vanda betur til verka í fyrstu umferð er dregið úr þörf til að laga og skýra ákvæði, þetta er tvíverknaður sem mætti koma í veg fyrir með auðveldum hætti, betri og vandaðri vinnubrögðum. Viðskiptaráð styður því þær breytingar sem settar eru fram í ofangreindu frumvarpi en mælir fyrir því að vandaðri vinnubrögð verði höfð að leiðarljósi í framtíðinni.

Viðskiptaráð ítrekar fyrri athugasemdir sínar um að yfirtökumörkin í lögnum sé miðað við 30%. Við breytingar á lögnum með lögum nr. 141/2010 voru mörkin sett í 30% þrátt fyrir að fyrstu drög gerðu ráð fyrir 33% sem er það viðmið sem tíðkast í nágrannalöndum okkar. Sérreglur sem þessar, sem ekki eru í samræmi við regluverk nágrannalanda okkar, skerða samkeppnishæfni íslensks verðbréfamarkaðar án auðsjáanlegrar ástæðu. Eðlilegra væri að yfirtökumörkin væru í samræmi við regluverk í þeim löndum sem við berum okkur helst við, sem er 33% eins og fram kom í fyrri umfjöllunum um breytingar á lögnum.

Viðskiptaráð leggur til að ofangreint frumvarp nái fram að ganga og að viðmiðunarmörk í 100 gr. laganna verði færð í 33% til samræmis við samanburðarlönd okkar.

Virðingarfyllst,

Þórdís Bjarnadóttir
Lögfræðingur
Viðskiptaráð Íslands

MINNISBLAÐ TIL EFNAHAGS- OG VIÐSKIPTANEFNDAR

– tillaga að nýrri 9. mgr. 100. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007, með síðari breytingum –

369. mál

I. INNGANGUR

- Össur hf. var skráð í íslensku kauphöllina í október 1999 og í dönsku kauphöllina í september 2009. Á því tímabili giltu íslenskar yfirtökureglur um félagið.
- Össur hf. var afskráð úr íslensku kauphöllinni 25. mars 2011. Þar sem félagið var áfram skráð í dönsku kauphöllinni giltu danskar yfirtökureglur um félagið frá þeim tíma.
- Össur hf. var skráð að nýju í íslensku kauphöllina 28. mars 2011 að frumkvæði kauphallarinnar sjálfrar og án samþykkis félagsins. Var það gert með heimild í 1. mgr. 23. gr. kauphallalaga nr. 110/2007 sem leiddi í lög ákvæði þess efnis úr svonefndri MiFID-tilskipun. Skráningin var einungis möguleg vegna þess að Össur hf. var þá þegar skráð í dönsku kauphöllinni. Við þá nýskráningu í íslensku kauphöllinni fóru íslenskar yfirtökureglur aftur að gilda um félagið, sbr. 99. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007, sem er í samræmi við lagaskilareglur svonefndrar yfirtökutílskipunar.

II. RÖKSEMDIR AÐ BAKI TILLÖGU AÐ NÝRRI 9. MGR. 100. GR. VERÐBRÉFAVIÐSKIPTALAGA

- Í 2. mgr. 23. gr. kauphallalaga kemur efnislega fram að félag, sem ekki hefur samþykkt skráningu í kauphöll, hafi ekki neinar upplýsingaskyldur gagnvart viðkomandi markaði. Að baki býr sú hugsun að ekki verði lagðar neinar skyldur á viðkomandi félag við slíkar aðstæður, enda er ákvörðunin tekin án samþykkis félagsins.
- Ekki verður séð hvers vegna önnur sjónarmið ættu að gilda um yfirtökureglur. Hluthafar viðkomandi félags hafa ákveðið að skrá það á tilteknum markaði að teknu tilliti til þeirra reglna sem þar gilda. Óeðlilegt er að ákvörðun kauphallar (einkafyrirtækis) án nokkrar aðkomu viðkomandi félags geti breytt réttarstöðu félagsins og hluthafa þess og leitt til þess að aðrar og nýjar reglur fari að gilda en væntingar stóðu til þegar félagið var upphaflega skráð.
- Í 99. gr. verðbréfavíðskiptalaga er kveðið á um gildissvið og lagaskil X. kafla um yfirtöku. Er greinin í samræmi við 2. mgr. 4. gr. yfirtökutílskipunarinnar. Í 2. mgr. 99. gr. laganna kemur efnislega fram að kaflinn gildi um félög sem skráð eru í kauphöll á Íslandi og með höfuðstöðvar hér á landi. Ekki er gerður greinarmunur á því hvort félag hafi verið skráð í kauphöll með eða án samþykkis félagsins. Hafa ber í huga að óvenjulegt er að félag sé skráð í kauphöll í sínu heimaríki án samþykkis félagsins. Er því sennilegt að við undirbúning og setningu yfirtökutílskipunarinnar hafi ekki verið hugað að því að framangreindar aðstæður gætu komið upp og hver réttaráhrifin væru, þ.e. að yfirtökureglur heimaríkis gengju fram og giltu frá nýskráningu félags í heimaríkinu án þess að samþykki félagsins fyrir þeirri skráningu lægi fyrir.
- Bæði danska kauphöllin og íslenska kauphöllin hafa tekið undir framangreind sjónarmið og hafa talið órökrétt að íslenskar yfirtökureglur gildi við framangreindar aðstæður.
- Í umsögn íslensku kauphallarinnar til nefndarinnar kemur fram að hún telji þörf á að skýra nánar hvort ákvæðum verðbréfavíðskiptalaga um yfirtökur sé ætlað að taka til félaga sem hafa verið skráð einhliða á markað án samþykkis viðkomandi félags. Tillögu að nýrri 9. mgr. 100. gr. laganna er einmitt ætlað að taka á þessu. Rökrétt er að taka tillöguna til athugunar

um leið og fyrirbyggandi frumvarp þar sem hvort tveggja fjallar um stöðu ráðandi hluthafa í skráðum félögum.

- Ekki eru lagðar til breytingar á fyrrnefndri 99. gr. laganna um gildissvið og lagaskil þar sem hætta væri á að tómarúm skapaðist og engar yfirtökureglur næðu til fyrrnefndra aðstæðna. Íslenskar yfirtökureglur munu því gilda eftir sem áður. Á hinn bóginn er lagt til að ráðandi hluthafi verði undanþeginn tilboðsskyldu hafi hann verið undanþeginn tilboðsskyldu á frummarkaði. Markmiðið með tillögunni er að tryggja sem kostur er að réttarstaða viðkomandi félags og hluthafa þess, að því er yfirtökureglur varðar, breytist ekki þegar félagið er skráð í aðra kauphöll án samþykkis félagsins. Af sömu ástæðum er lagt til að ráðandi hluthafi verði tilboðsskyldur, að uppfylltum skilyrðum 1. mgr. 100. gr. laganna, væri hann ekki lengur undanþeginn tilboðsskyldu á frummarkaði. Skal þá tilboðsskyldu fullnægt í samræmi við ákvæði X. kafla laganna.
- Samkvæmt dönskum yfirtökureglum var William Demant Invest A/S með yfirráð í Össuri hf. þegar félagið var skráð í dönsku kauphöllina. Sjóðurinn var af þeim sökum ekki yfirtökuskyldur og gat aukið við hlut sinn ótakmarkað svo lengi sem hann héldi yfirráðum (sjá tilvísun til danskra yfirtökureglna í umsögn íslensku kauphallarinnar til nefndarinnar).
- Eftir skráningu Össurar hf. í íslensku kauphöllina að nýju, að frumkvæði kauphallarinnar og án samþykkis félagsins, gildir 7. mgr. 100. gr. verðbréfavíðskiptalaga um William Demant Invest A/S sem ráðandi hluthafa. Samkvæmt orðanna hljóðan eru engin takmörk sett við því hversu hátt hlutfall atkvæðisréttar sjóðurinn getur eignast, svo lengi sem hann heldur yfirráðum (sjá umfjöllun um 7. mgr. 100. gr. laganna í umsögn íslensku kauphallarinnar til nefndarinnar).
- Samkvæmt framansögðu felur tillaga að nýrri 9. mgr. 100. gr. verðbréfavíðskiptalaga ekki í sér breytingu frá gildandi rétti, heldur er henni þvert á móti ætlað að tryggja að réttarstaða félagsins og hluthafa þess haldist óbreytt miðað við gildandi lög á Íslandi og í Danmörku.

III. HUGLEIÐINGAR UM FRUMVARPIÐ OG BREYTINGARTILLÖGU KAUPHALLARINNAR

- Fyrst má velta því fyrir sér hvort þörf sé á því að Ísland sé með aðrar reglur um ráðandi hluthafa en nágrannaríkin. Ef hluthafi fer þegar með yfirráð verður ekki séð að það skipti aðra hluthafa máli hver atkvæðisréttur hins ráðandi hluthafa er. Í þessu sambandi er einnig rétt að hafa í huga önnur atriði sem geta takmarkað möguleika hins ráðandi hluthafa, s.s. skilyrði kauphallareglna um seljanleika hlutabréfa (almenna reglan er sú að a.m.k. 25% séu í eigu almennra fjárfesta).
- Mikilvægt er að vandað sé til lagasetningar og lagabreytingar séu vel ígrundaðar. Nú verið að breyta reglum um ráðandi hluthafa í þriðja sinn á tæpum þremur árum.
- Mikilvægt er að lög séu skýr og fyrirsjáanleg. Félög, hluthafar og fjárfestar byggja ákvarðanir sínar á gildandi réttarreglum og verða að geta skilið þær og séð fyrir hvernig þeim verður beitt.
- Gjalda ber varhug við afturvirkni laga. Með fyrirhuguðum breytingum er í raun verið að leggja til að réttarstöðu félaga og hluthafa sem hafa nýlega verið nýskráð í kauphöll (Össur hf. og Hagar hf.) verði breytt með afturvirkum hætti. Eðlilegra væri að breytingarnar tækju aðeins til þeirra félaga sem verða nýskráð í kauphöll eftir gildistöku frumvarpsins, sbr. undanþágur í fyrri lögum um verðbréfavíðskipti.
- Þær breytingar sem felast í frumvarpinu munu þrengja verulega að ráðandi hluthöfum. Þær kunna jafnframt að vera hamlandi fyrir viðkomandi félag. Því til stuðnings skal bent á að ef

ráðandi hluthafi vill ekki að hlutur hans í félagi þynnist út er ljóst að viðkomandi félag getur t.d. ekki farið í útboð fyrir nýja fjárfesta eða gefið út nýja hluti sem greiðslu í fyrirtækjakaupum. Breytingartillaga kauphallarinnar myndi á hinn bóginn stuðla að svigrúmi félaga til slíkra athafna sem teljast verða eðlilegur þáttur í rekstri skráðs félags.

IV. HUGLEIÐINGAR UM MÖGULEG VIÐBRÖGÐ VEGNA FYRIRHUGAÐRA LAGABREYTINGA

1. Engin viðbrögð

- Ólíklegt í ljósi forsögunnar, sjá fylgiskjal.
- Fyrirsjáanleg vandkvæði við útboð Össurar hf. og greiðslu með útgáfu nýrra hluta.

2. William Demant Invest A/S gerir yfirtökutilboð

- Fjárhagslega sterkt félag og gæti auðveldlega fjármagnað kaupin.
- William Demant Invest A/S hefur gefið til kynna að sjóðurinn vilji að Össur hf. sé áfram skráð á markaði.
- Möguleg vandkvæði við framkvæmd yfirtöku vegna gjaldeyrishafta.
- Ef yfirtakan gengi eftir yrði Össur hf. að fullu í erlendri eigu – engir íslenskir hluthafar.
- Hvað yrði um félagið ef til yfirtöku kæmi?

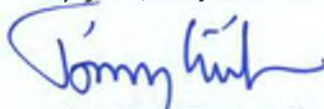
3. Höfuðstöðvar Össurar hf. fluttar frá Íslandi

- Íslensku yfirtökureglurnar gilda þá ekki lengur og þær dönsku fara að gilda að nýju.
- Tiltölulega einfalt í framkvæmd (yfir 70% hluthafa samþykktu afskráningarbeiðni).
- Hefur ekki sjálfkrafa áhrif á skráningu félagsins í íslensku kauphöllinni.
- Hver verða áhrifin á um 300 íslenska starfsmenn og skatttekjur ríkissjóðs?

4. Kauphöllin afskráir Össur hf. úr kauphöllinni

- Íslensku yfirtökureglurnar gilda þá ekki lengur og þær dönsku fara að gilda að nýju.
- Ólíklegt í ljósi markmiðs að baki ákvörðun kauphallarinnar um nýskráninguna (í fréttatilkynningu kom fram að ákvörðunin væri tekin með hliðsjón af gjaldeyrishöftunum og kauphöllin væri eini skipulegi verðbréfamarkaðurinn þar sem íslenskir fjárfestar gætu keypt og selt hlutabréf í Össuri hf. án takmarkana).

Reykjavík, 30. janúar 2012,



Tómas Eiríksson hdl.

1. The first part of the document is a letter from the author to the editor, in which the author explains the motivation for the work and the structure of the paper.

1. Introduction	1
2. Preliminary results	2
3. Main results	3
4. Conclusions	4
5. Acknowledgements	5
6. References	6
7. Appendix	7
8. Bibliography	8
9. Index	9
10. Glossary	10
11. List of figures	11
12. List of tables	12
13. Summary	13
14. Abstract	14
15. Introduction	15
16. Preliminary results	16
17. Main results	17
18. Conclusions	18
19. Acknowledgements	19
20. References	20
21. Appendix	21
22. Bibliography	22
23. Index	23
24. Glossary	24
25. List of figures	25
26. List of tables	26
27. Summary	27
28. Abstract	28

in the end

Össur hf. skráð í Kauphöll Íslands 1999, WD hefur átt yfir 30% í Össuri frá 2005 og yfirtökumörk voru 40% á þeim tíma

Tímalína	Atburður	Hluttur WD	Yfirtökureglur
28.11.08	Gjaldeyrishöftum komið á	34,27%	Yfirtökumörk 40%
24.03.09	WD eykur við hlut sinn í Össuri hf.	39,88%	Óbreyttar
27.03.09	Yfirtökureglum breytt	Óbreytt	Yfirtökumörk 30% Gera yfirtökutilboð fyrir 31.03.11 eða selja niður
04.09.09	Össur hf. skráð í dönsku kauphöllina	Óbreyttur	Óbreyttar
07.11.09	Lítið hlutafjárútbóð í Danmörku	37,28%	Óbreyttar
15.11.10	Stjórn Össurar hf. óskar afskráningar úr íslensku kauphöllinni	Óbreyttur	Óbreyttar
30.11.10	Greitt með nýjum hlutum í Össuri hf. við kaup á fyrirtæki í Bandaríkjunum	37,18%	Óbreyttar
29.12.10	Yfirtökureglum breytt	Óbreyttur	Yfirtökumörk 30% Undanþága frá tilboðsskyldu ef eykur ekki við hlut m.v. 01.04.09
11.02.11	WD eykur við hlut sinn	39,58%	Óbreyttar
04.03.11	Hluthafafundur Össurar hf. staðfestir ósk stjórnar um afskráningu	Óbreyttur	Óbreyttar
09.03.11	Össur hf. endurfjármagnar lán í gegnum erlend félög með þremur alþjóðlegum bönkum	Óbreyttur	Óbreyttar
25.03.11	Össur hf. afskráð úr íslensku kauphöllinni	Óbreyttur	Danskar yfirtökureglur gilda Undanþága frá tilboðsskyldu
28.03.11	Össur hf. skráð að nýju í íslensku kauphöllinni án samþykkis félagsins	Óbreyttur	Íslenskar yfirtökureglur gilda Undanþága frá tilboðsskyldu

ID	Name	Status
1001	John Doe	Active
1002	Jane Smith	Inactive
1003	Bob Johnson	Active
1004	Alice Brown	Active
1005	Charlie White	Active
1006	Diana Green	Active
1007	Frank Black	Active
1008	Grace King	Active
1009	Henry Lee	Active
1010	Ivy Hill	Active
1011	Jack King	Active
1012	Karen Hill	Active
1013	Leo Hill	Active
1014	Mia Hill	Active
1015	Noah Hill	Active
1016	Olivia Hill	Active
1017	Peter Hill	Active
1018	Quinn Hill	Active
1019	Rachel Hill	Active
1020	Sam Hill	Active
1021	Tina Hill	Active
1022	Uma Hill	Active
1023	Victor Hill	Active
1024	Wendy Hill	Active
1025	Xavier Hill	Active
1026	Yara Hill	Active
1027	Zoe Hill	Active

Tillaga að nýrri 9. mgr. 100. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 með síðari breytingum:

„Nú fer aðili og þeir sem hann er í samstarfi við með yfirráð í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði án samþykkis útgefanda, sbr. 23. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007, og verður hann þá ekki tilboðsskyldur samkvæmt þessari grein hafi hann ekki verið tilboðsskyldur á þeim skipulega verðbréfamarkaði þar sem verðbréf víðkomandi félags voru tekin til víðskipta að frumkvæði útgefanda. Yrði víðkomandi aðili síðar tilboðsskyldur á síðarnefndum verðbréfamarkaði verður hann samstundis tilboðsskyldur skv. 1. mgr.“

Rökstuðningur:

Í 23. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007, er kveðið á um heimild kauphallar til að taka verðbréf til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði án samþykkis útgefanda ef um er að ræða verðbréf sem tekin hafa verið til víðskipta á öðrum skipulegum verðbréfamarkaði á Evrópska efnahagssvæðinu. Ákvæðið byggist á 5. mgr. 40. gr. MiFID tilskipunarinnar. Í 2. mgr. 23. gr. laganna er kveðið á um að útgefanda verðbréfa, sem ekki hefur samþykkt töku til víðskipta, sé ekki skylt að sinna upplýsingaskyldu gagnvart víðkomandi verðbréfamarkaði. Að baki býr sú hugsun að ekki verði lagðar neinar skyldur á herðar útgefanda gagnvart víðkomandi verðbréfamarkaði þar sem verðbréf útgefandans hafa verið tekin til víðskipta án hans samþykkis.

Í 99. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007, með síðari breytingum, er kveðið á um gildissvið og lagaskil X. kafla laganna um yfirtöku. Er gildissvið kaflans í samræmi við ákvæði 2. mgr. 4. gr. yfirtökutílskipunarinnar. Fram kemur í 2. mgr. 99. gr. laganna að ákvæði kaflans gilda um yfirtöku sem tekur til útgefanda með skráðar höfuðstöðvar á Íslandi hvers verðbréf hafa verið tekin til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði á Íslandi. Ekki er gerður greinarmunur á því hvort bréfin hafa verið tekin til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi með eða án samþykkis útgefanda.

Óvenjulegt er að verðbréf útgefanda séu tekin til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði í heimaríki útgefandans án hans samþykkis. Við teljum að við undirbúning og setningu fyrrnefndra tilskipana hafi ekki verið hugað að því að þessi óvenjulega staða gæti komið upp og hver réttaráhrif hennar væru, þ.e. að yfirtökureglur heimaríkis útgefanda gengju fram og giltu frá þeim tíma sem verðbréf útgefandans væru tekin til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði í heimaríki útgefandans án hans samþykkis. Slíkt felur í sér að réttarstöðu félagsins og hluthafa þess er breytt án aðkomu félagsins og allt í einu eru aðrar og nýjar reglur farnar að gilda en væntingar stóðu til þegar verðbréfin voru upphaflega tekin til víðskipta á öðrum skipulegum verðbréfamarkaði á Evrópska efnahagssvæðinu að frumkvæði útgefandans.

Við teljum að sömu röksemdir eigi við um yfirtökureglur og að framan greinir varðandi upplýsingaskyldu útgefanda gagnvart skipulegum verðbréfamarkaði þar sem verðbréf útgefanda hafa verið tekin til víðskipta án hans samþykkis. Þannig eigi útgefandi og hluthafar hans ekki að bera neinar skyldur gagnvart þeim verðbréfamarkaði þar sem verðbréf útgefandans hafa verið tekin til víðskipta án hans samþykkis.

Sem fyrr greinir er ákvæði 99. gr. laganna um gildissvið og lagaskil X. kafla í samræmi við ákvæði 2. mgr. 4. gr. yfirtökutílskipunarinnar. Ekki eru því lagðar til breytingar á því ákvæði.

Af því leiðir að lögin munu eftir sem áður gilda um yfirtöku sem tekur til útgefanda með skráðar höfuðstöðvar á Íslandi hvers verðbréf hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði á Íslandi, bæði með eða án samþykkis útgefanda.

Á hinn bóginn er lagt til að komið verði til móts við framangreindar röksemdir um að ekki verði lagðar neinar skyldur á herðar útgefanda og hluthöfum þess gagnvart þeim skipulega verðbréfamarkaði þar sem verðbréf útgefandans eru til viðskipta án hans samþykkis. Þannig verði aðili, sem fer með yfirtöku í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði án samþykkis útgefanda, ekki tilboðsskyldur samkvæmt 100. gr. laganna hafi hann ekki verið tilboðsskyldur á þeim skipulega verðbréfamarkaði þar sem verðbréf viðkomandi félags voru tekin til viðskipta að frumkvæði útgefanda. Markmiðið með þessari tillögu er að tryggja sem kostur er að réttarstaða útgefanda og hluthafa, að því er yfirtökureglur varðar, breytist ekki við töku verðbréfa til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi án samþykkis útgefanda. Hafi aðili ekki verið tilboðsskyldur á þeim skipulega verðbréfamarkaði, þar sem verðbréf útgefandans voru tekin til viðskipta að hans frumkvæði, skal sá aðili ekki heldur verða tilboðsskyldur þegar verðbréfin eru tekin til viðskipta hér á landi án samþykkis útgefanda.

Ef viðkomandi aðili var tilboðsskyldur á þeim skipulega verðbréfamarkaði þar sem verðbréf útgefanda voru tekin til viðskipta að frumkvæði hans áður en verðbréfin voru tekin til viðskipta hér á landi án samþykkis útgefanda, þá gildir ákvæði 7. mgr. þessarar greinar. Við þær aðstæður er farið með félagið og hluthafa þess á sama hátt og ef verðbréfin hefðu verið tekin til viðskipta með samþykki útgefandans.

Ef viðkomandi aðili yrði síðar tilboðsskyldur á þeim skipulega verðbréfamarkaði þar sem verðbréf útgefandans voru tekin til viðskipta að hans frumkvæði er ekki lengur ástæða til að undanþiggja hann tilboðsskyldu. Í samræmi við það yrði viðkomandi aðili samstundis tilboðsskyldur samkvæmt 1. mgr. þessarar greinar, að skilyrðum hennar uppfylltum.



NASDAQ OMX Copenhagen A/S
Att.: Anne Zeuthen Lækkegaard
Postbox 1040
1007 Copenhagen K

9. december 2011

Rel. vel

J.nr. 6373-0112

Sendt per e-mail til: anne.zeuthen.loekkegaard@nasdaqomx.com

Vurdering af lovvalg ved overtagelsestilbud for islandsk selskab

Finanstilsynet har af NASDAQ OMX København A/S modtaget en forespørgsel af 3. oktober 2011 om, Danmark eller Islands regler vedrørende overtagelsestilbud skal finde anvendelse for det islandske selskab, Össur hf. (herefter selskabet) i tilfælde af, at selskabet måtte blive mål for et overtagelsestilbud.

Det er Finanstilsynets vurdering, at de islandske regler om overtagelsestilbud skal finde anvendelse, såfremt Össur hf. skulle blive mål for et overtagelsestilbud.

De faktiske omstændigheder

I brevet af 3. oktober 2011 beskrives forløbet for Össur hf.'s noteringer på regulerede markeder. Selskabet blev optaget til handel for første gang på NASDAQ OMX Island i 1999. Den 4. september 2009 blev selskabet dobbeltnoteret på NASDAQ OMX København A/S.

Den 25. marts 2011 blev selskabet afnoteret fra NASDAQ OMX Island efter selskabets valg.

NASDAQ OMX Island besluttede sig for at genoptage selskabets aktier til handel d. 28. marts 2011. Dette skete uden selskabets samtykke og med hjemmel i § 23 af den islandske Lov om Børs nr. 110/2007, hvorefter en børs må optage værdipapirer til handel på et reguleret marked uden udsteders samtykke, hvis værdipapirerne allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked i Det Europæiske Økonomiske Samarbejde (herefter EØS).

Tvangsoptagelsen af NASDAQ OMX Island af selskabets aktier begrundes med de gældende regler om kapitalværn i Island. Disse medfører, at NASDAQ OMX Island udgør det eneste regulerede marked, hvor islandske investorer (herunder islandske aktionærer i selskabet) uden hindringer kan købe

FINANSTILSYNET
Århusgade 110
2100 København Ø

Tlf. 33 55 82 82
Fax 33 55 82 00
CVR-nr. 10 59 81 84
finansstilsynet@ftnet.dk
www.finanstilsynet.dk

ERHVERVS- OG VÆKSTMINISTERIET

og sælge aktier i selskabet. Beslutningen om tvangsoptagelse var således ud fra investor beskyttelse grundet islandske regler om kapitalværn.

Det er endvidere oplyst, at selskabet ikke er underlagt oplysningsforpligtelser overfor NASDAQ OMX Island som følge af, at optagelsen til handel på nævnte marked skete uden samtykke fra selskabet. Selskabet er imidlertid underlagt oplysningsforpligtelser i henhold til danske regler og "Reglerne for udstedere af aktier" på NASDAQ OMX København A/S som følge af optagelsen til handel der.

NASDAQ OMX København A/S argumenterer for, at tvangsoptagelsen af selskabets aktier på NASDAQ OMX Island af dette marked ikke bør medføre, at der skal anvendes islandske regler, hvis selskabet bliver mål for et overtagelsestilbud. Havde der ikke sket tvangsoptagelse af aktierne, havde danske regler fundet anvendelse.

Det underbygges af NASDAQ OMX København A/S ved, at princippet bag MiFID art. 40 (muligheden for tvangsoptagelse) er, at en udsteder ikke skal underlægges nogen former for forpligtelser i relation til det marked, hvorpå udsteder er optaget til handel uden dennes samtykke. Hertil anføres, at tvangsoptagelsesmuligheden ikke udgjorde en mulighed, da takeoverdirektivet blev vedtaget, idet muligheden stammer fra MiFID, der er kommet til efterfølgende.

Endvidere anføres, at princippet bør udstrækkes til, at tvangsoptagelsen på NASDAQ OMX Island ikke skal medføre nogen forpligtelser i relation til det nævnte marked på området for takeover-reglerne, hvorfor hovedreglen i takeoverdirektivet art. 4, stk. 2, litra a, ikke skal finde anvendelse. Denne lyder på, at reglerne i det land, hvor udstederes vedtægtsmæssige hjemsted befinder sig, hvis kapitalandelen i selskabet er optaget til handel på et reguleret marked i den pågældende medlemsstat, finder anvendelse. Reglen, der skal anvendes, findes i stedet for i takeoverdirektivet art. 4, stk. 2, litra b, 2. led, hvorefter den kompetente myndighed findes i det land, hvor aktierne blev optaget til handel første gang.

Begrundelsen for anvendelse af art. 4, stk. 2, litra b, 2. led er, at tvangsnoteringen iht. MiFID art. 40 ikke havde været muligt, havde selskabets aktier ikke først været optaget på NASDAQ OMX København A/S.

Slutteligt anføres, at denne vurdering vil have principiell betydning for vurderinger i lignende sager så længe de islandske regler om kapitalværn er gældende.

Det retlige grundlag

Reglerne om den kompetente tilsynsmyndighed og den lovgivning, der finder anvendelse i tilfælde af overtagelsestilbud findes i art. 4, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (herefter takeoverdirektivet). Denne artikel er implementeret i dansk ret ved § 18, i bekendtgørelse nr. 221 af 10. marts 2010 om overtagelsestilbud (herefter takeoverbekendtgørelsen).

Hovedreglen i art. 4, stk. 2, litra a i takeoverdirektivet (implementeret ved § 18, stk. 1 i takeoverbekendtgørelsen) lyder på, at *"Den myndighed, der har kompetence til at føre tilsynet med tilbuddet, er tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, hvor målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, hvis kapitalandelene i dette selskab er optaget til handel på et reguleret marked i den pågældende medlemsstat."*

I henhold til art. 4, stk. 2, litra b, i takeoverdirektivet (implementeret ved § 18, stk. 2 i takeoverbekendtgørelsen) gælder der for et målselskabet, hvis kapitalandele ikke er optaget til handel på et reguleret marked i den medlemsstat, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, at det *"er den myndighed, der har kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet, tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, på hvis regulerede marked selskabets kapitalandele er optaget til handel."*

Hvis kapitalandelene i måleselskabet er optaget til handel på regulerede markeder i mere end én medlemsstat, har tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, på hvis regulerede marked kapitalandelene først blev optaget til handel, kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet."

Art. 40, stk. 3 og stk. 5, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (herefter MiFID) lyder som følger:

Art. 40, stk. 3. *"Ud over de i stk. 1 og 2 fastsatte forpligtelser stiller medlemsstaterne krav om, at det regulerede marked indfører og opretholder effektive ordninger med henblik på at kontrollere, at udstedere af værdipapirer, som har adgang til at handle på det regulerede marked, opfylder deres fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive oplysninger. Medlemsstaterne sikrer, at det regulerede marked indfører ordninger, som gør det lettere for dets medlemmer og deltagere at få adgang til oplysninger, der er blevet offentliggjort i henhold til fællesskabsretten."*

Art. 40, stk. 5 *"Et værdipapir, der er optaget til handel på et reguleret marked, kan efterfølgende optages til handel på andre regulerede markeder,*

selv uden udstederens samtykke, og under overholdelse af de relevante bestemmelser i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel og om ændring af direktiv 2001/34/EF. Det regulerede marked skal oplyse udstederen om, at udstederens værdipapirer handles på det pågældende regulerede marked. udstedere er ikke forpligtet til direkte at give et reguleret marked, der har optaget hans værdipapirer til handel uden hans samtykke, de i stk. 3 omhandlede oplysninger."

Finanstilsynets vurdering

Takeoverdirektivet omtaler ikke en situation som den omhandlede, hvor et reguleret marked beslutter sig til at optage en udsteders aktier til handel på det regulerede marked uden udsteders samtykke ligesom forholdet til takeoverdirektivet ikke nævnes i præambelen i MiFID. Dette til trods for at takeoverdirektivet tidsmæssigt er forhandlet samtidig med MiFID og vedtaget på samme dato som MiFID, nemlig d. 21. april 2004 uagtet, at direktivnummereringen antyder, at MiFID er kommet efter takeoverdirektivet.

MiFID art. 40, stk. 5 angiver specifikt hvilke oplysninger, en udsteder ikke er forpligtet til at give det regulerede marked, når der er sket en tvangsoptagelse af dennes aktier, idet der henvises til stk. 3. Stykke 3 omhandler en udsteders forpligtelse til at opfylde fællesskabsretlige forpligtelser til at videregive oplysninger.

Det er således Finanstilsynets vurdering, at den nævnte fritagelse i MiFID art. 40, stk. 5 er specifikt beskrevet til at angå netop den i stykke 3 omhandlede forpligtelse til videregivelse af oplysninger. Denne fritagelse kan ikke udstrækkes til at fritage en udsteder fra alle forpligtelser, en udsteder måtte blive pålagt ved at have sine værdipapirer optaget til handel på det pågældende marked, uanset på hvilken måde de nævnte værdipapirer måtte være blevet optaget til handel, herunder lovvalgs bestemmelserne i et helt andet direktiv.

På baggrund af ovenstående er det Finanstilsynets vurdering, at spørgsmålet om hvilket lands regler om overtagelsestilbud, der skal anvendes, alene skal vurderes efter reglerne i takeoverdirektivet.

Det er Finanstilsynets vurdering, at de islandske regler om overtagelsestilbud skal finde anvendelse, såfremt Össur hf. skulle blive mål for et overtagelsestilbud. Der er lagt vægt på, at Össur hf. har vedtægtsmæssigt hjemsted i Island, selskabet har sine aktier optaget til handel på NASDAQ OMX Island, jf. hovedreglen i art. 4, stk. 2, litra a, i takeoverdirektivet og § 18, stk. 1, i takeoverbekendtgørelsen og der ikke er adgang til at dispensere fra reglerne eller modificere reglerne i takeoverdirektivet.

Forudsætningerne for anvendelse af art. 4, stk. 2, litra b, 2. led, findes i 1. led. Disse er, at Össur hf.'s aktier ikke er optaget til handel på et reguleret marked på Island, som er selskabets vedtægtsmæssige hjemsted og selskabets aktier er optaget til handel på et reguleret marked i en anden medlemsstat. I dette tilfælde er første forudsætning ikke opfyldt, idet Össur hf.'s aktier er optaget til handel på NASDAQ OMX Island, hvorfor den videre del af reglen i art. 4, stk. 2, litra b er ikke anvendelig. Hovedreglen i art. 4, stk. 2, litra a skal således anvendes.

Hverken takeoverdirektivet eller de danske regler angiver nogen muligheder for undtagelser eller dispensation fra reglerne om lovvalg. Lovvalgsreglerne er tydeligt formuleret ligesom der er ikke taget noget hensyn til virkninger af MiFID art. 40, stk. 5 på reglerne i takeoverdirektivet i forbindelse med udarbejdelsen af direktiverne.

Sagen er i Finanstilsynet behandlet af Vicki Erfurt Larsen, som kan kontaktes på direkte telefon 33 55 82 57 eller e-mail vel@ftnet.dk.

Med venlig hilsen


Hanne Røe Larsen
Kontorchef


Vicki Erfurt Larsen
fuldmægtig

... ..

... ..

... ..

...

...