FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

Alþingi
Erindi nr. Þ /136/572
komudagur 17.12.2008

Nefndasvið Alþingis
Austurstræti 8-10
150 REYKJAVÍK

16. desember 2008
Tilvísun: 2008120002

Efni: Umsögn um frumvarp til breytinga á yfirtökureglum laga um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007 (53. mál).

Fjármálaeftirlitinu barst bréf frá viðskiptanefnd Alþingis, dags. 28. nóvember sl., þar sem óskað var eftir athugasemdum þess við frumvarp til laga breytingar á yfirtökureglum laga um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007 (53. mál). Eru í frumvarpinu m.a. lagðar fram tillögur um ýmsar breytingar á íslenskum yfirtökureglum, að miklu leiti í samræmi við tillögur nefndar þeirrar er viðskiptaráðherra skipaði í nóvember 2007 ("nefndin"). Fjármálaeftirlitið átti fulltrúa í umræddri nefnd og hefur því tekið virkan þátt í mótun þess frumvarps sem hér er til umfjöllunar.

Fjármálaeftirlitið styður efni frumvarpsins í öllum meginatriðum. Lögin munu styrkja minnihlutavernd verulega, nái frumvarpið fram að ganga, en slíkt er afar mikilvægt til þess að endurheimta traust og trúverðugleika íslensks fjármálamarkaðar og þannig laða að fjárfesta, bæði innlenda sem erlenda. Þá er einnig um að ræða nauðsynlegar breytingar sem miða að því að eyða réttaróvissu og auðvelda eftirlit með reglunum.

Fjármálaeftirlitið óskar eftir að koma á framfæri eftirfarandi athugasemdum og ábendingum varðandi einstakar greinar frumvarpsins:

Um 1. gr.

Ákvæðið er afar flókið, en í samræmi við Yfirtökutilskipunina og sambærileg ákvæði í nágrannaríkjum okkar. Skýringarmynd í viðauka I sem fylgir frumvarpi þessu er mjög til bóta.
Fjármálaeftirlitið telur tilvísun til *5. mgr. 104. gr.* , sem er að finna í því sem verður 3. mgr. 99. gr. verði þetta frumvarp að lögum, óþarfa.

Um 2. gr.

Fjármálaeftirlitið fagnar þeirri tillögu sem sett er fram í a. lið 2. gr. frumvarpsins, að lækka yfirtökumörk niður í 33% atkvæðisréttar, til samræmis við sérálit fulltrúa Fjármálaeftirlitsins í nefndinni og til samræmis við þróunina í nágrannaríkjum okkar.

Þá fagnar Fjármálaeftirlitið einnig þeirra tillögu að "höfuðaðili samstarfs" geti orðið tilboðsskyldur í undantekningartilvikum, en slíkt styrkir minnihlutavernd með því að draga úr hættunni á að aðilar komist í kringum reglurnar með vafasömum aðferðum.

Um 5. gr.

Fjármálaeftirlitið gerir athugasemd við það orðalag sem lagt er til að verði í 2. mgr. 102. gr. laganna. Þar segir:

Fjármálaeftirlitið getur krafið þann aðila sem íhugar *eða er skyldugur til* að gera yfirtökutilboð um að gera innan tilgreinds frests opinberlega grein fyrir fyrirætlunum sínum ef það telur að orðrómur um yfirvofandi yfirtökutilboð hafi óeðlileg áhrif á verðmyndun verðbréfa útgefanda.

Samkvæmt 1. mgr. 102. gr. skal tilboðsgjafi tilkynna viðkomandi skipulegum verðbréfamarkaði um ákvörðun um tilboð *án tafar* . Því er í raun óþarft að láta heimild Fjármálaeftirlitsins ná til þess sem þegar er skyldugur til að gera yfirtökutilboð.

Um 7. gr.

Fjármálaeftirlitið bendir á að hugsanlega megi víkka b. lið 7. gr. þannig að hún nái til fleiri stjórnenda en einungis stjórnarmanna, s.s. framkvæmdastjóra eða allra fruminnherja.

Þá leggur Fjármálaeftirlitið til að lögfest verði heimild til að beita aðila viðurlögum skv. XV. kafla laganna, sem ekki standa við skuldbindandi yfirlýsingar sínar samkvæmt ákvæði b. liðar 7. gr. Þannig mætti koma í veg fyrir að stjórnendur selji hluti sína með málamyndagerningi til þess að hvetja aðra að gera slíkt hið sama, en eigi í raun hlutina áfram eða eignist þá skömmu síðar að nýju.

C. liður 7. gr. er *óþarfur* , enda mun þetta koma fram í 99. gr. laganna verði þetta frumvarp að lögum.

Um 9. gr.

Fjármálaeftirlitið telur afar mikilvægt að ákvæði 9. gr. frumvarpsins verði breytt á eftirfarandi hátt:

> „Frá upphafi tilboðstímabils og fram að því tímamarki þegar upplýsingar um niðurstöður tilboðs eru birtar gilda ekki reglur um birtingu flöggunartilkynninga, sbr. IX. kafla, reglur um rannsóknarskyldu og tilkynningarskyldu fruminnherja, sbr. 125. og 126. gr., eða reglur um birtingu upplýsinga um viðskipti stjórnenda, sbr. 127. gr., *enda sé um samþykki á yfirtökutilboði að ræða.* "

Viðskipti geta áfram átt sér stað á skipulegum verðbréfamarkaði þótt yfirtökutilboð sé fram komið. Umrædd undanþága á einungis að taka til tilkynningarskyldu sem stofnast vegna þess að aðilar samþykkja framkomið yfirtökutilboð.

Þá er lagt til að orðalag síðasta málsliðar b. liðar 7. gr. verði lagfært, svo hann verði svohljóðandi:

> "*Einungis* er hægt að falla frá skilyrðum innan þriggja viðskiptadaga frá lokum tilboðstímabils."

Um 17. gr.

Við gildistöku laga nr. 108/2007 var ákveðið að hætta að nota orðalagið „félag *skráð* á skipulegan verðbréfamarkað". Nú er notað orðalagið „félag sem hefur fjármálagerninga tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði", til samræmis við orðalag í MiFID tilskipuninni og í nágrannaríkjum okkar. Lagt er til að orðalagi 17. gr. verði breytt til samræmis við orðalag annarra ákvæða laganna.

Þá vill Fjármálaeftirlitið ítreka áður fram komin sjónarmið að því er varðar þá framkvæmd að aukning sé skilyrði fyrir tilboðsskyldu. Nánari skýringar og rökstuðning er að finna í viðhengi við umsögn þessa, en sama umfjöllun kom áður fram í séráliti fulltrúa Fjármálaeftirlitsins í nefndinni.

Fjármálaeftirlitið gerir ekki frekari athugasemdir við frumvarpið að svo stöddu.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

Jónas Fr. Jónsson

Hákon Már Pétursson

VIÐAUKI

Um aukningu, sem skilyrði fyrir tilboðsskyldu

Í núgildandi lögum um verðbréfaviðskipti segir að tilboðsskylda hvíli á þeim aðila samstarfs sem *eykur við hlut sinn* þannig að yfirtökumörkum sé náð. Hefur ákvæðið verið skýrt á þann hátt að aðili geti ekki orðið tilboðsskyldur nema við það tímamark þegar hann eykur við hlut sinn. Því verða aðilar ekki tilboðsskyldir t.d. við það að taka upp samstarf um að fara með yfirráð sín á milli eða að koma í veg fyrir að yfirtaka þriðja aðila nái fram að ganga, svo lengi sem enginn auki við hlut sinn. Nefndin ræddi hvort ekki væri ástæða til þess að breyta þessu fyrirkomulagi þannig að tilboðsskylda myndaðist þegar aðilar næðu yfirráðum, með hvaða hætti sem þeim er náð, líkt og er gert bæði í Þýskalandi og Austurríki.

Var það afstaða meirihluta nefndarmanna að ekki væri rétt að breyta núverandi fyrirkomulagi, m.a. með vísan til þess að núgildandi regla sé til einföldunar og tryggi ákveðinn fyrirsjáanleika.

Undirritaður fellst ekki á rökstuðning og afstöðu meirihlutans. Þessi afstaða grefur undan þeirri minnihlutavernd sem reglunni um tilboðsskyldu er ætlað að veita og gerir það að verkum að mjög auðvelt er að komast í kringum regluna.

Hlutafélög eru í eðli sínu samstarfsverkefni hluthafa. Því er samstarf eðlilegt ástand og forsenda allrar ákvarðanatöku, eins og bent er á í greinargerð sem fylgir frumvarpinu. Í hlutafélögum ríkir lýðræðislegt fyrirkomulag, þannig að hluthafar kjósa um ýmsar meiriháttar ákvarðanir og minnihlutinn lýtur vilja meirihlutans. Hluthafi getur því ekki gengið út frá því að allar ákvarðanir sem hluthafafundur tekur verði í samræmi við eigin vilja og markmið. Samstarf er meginreglan í hlutafélögum og leiðir almennt ekki til tilboðsskyldu. Reglan um tilboðsskyldu verndar minnihluta hluthafa í raun gegn því að aðilar *geti misnotað* yfirráð sín. Meirihluti nefndarmanna telur að ef núgildandi fyrirkomulagi væri breytt þá verði hætt við því að þeir hluthafar sem verða í minnihluta í einstökum málum muni oft líta svo á að meirihlutinn sé í samstarfi um að fara með yfirráð og sé því tilboðsskyldur. Þetta mun torvelda hluthöfum að taka nauðsynlegar ákvarðanir í rekstri félagsins.

Afstaða meirihlutans virðist ganga út frá því að samstarf aðila snúist eingöngu um að *ná* eða *eignast* hlut svo yfirráðum er náð, en ekki að aðilar séu í samstarfi um hvernig farið skuli með yfirráðin. Þessi afstaða leiðir til þess að ekki nægir að sýna fram á að aðilar séu í samstarfi um hvernig félag skuli rekið óháð vilja minnihluta, heldur þarf að sanna að slíkt samstarf hafi hafist áður en einn samstarfsaðilinn jók síðast við hlut sinn. Flestir samstarfsaðilar munu eflaust halda því fram að svo hafi ekki verið.

Þau rök meirihlutans, að annað viðmið en það sem nú er í gildi muni torvelda ákvarðanatöku í hlutafélögum, byggja á því að það muni þurfa að meta sérstaklega hvort samstarf aðila hafi verið þess eðlis að það leiði til tilboðsskyldu. Með öðrum orðum þyrfti að

svara því hvort um *eðlilegt samstarf* um rekstur félags hafi verið að ræða eða hvort aðilar hafi farið með yfirráð á þann hátt að þeir teldust hafa *misnotað* vald sitt gagnvart minnihlutanum. Þegar nánar er að gáð kemur hins vegar í ljós að sama mat fer fram þótt miðað sé við aukningu. Raunin er nefnilega sú að það liggur nær aldrei fyrir skriflegt samkomulag milli aðila um samstarf um aukningu þannig að yfirráðum sé náð. Í framkvæmd þarf að meta hvort samstarf aðila sé með hætti að leiða megi líkur að því að samkomulag um yfirráð sé fyrir hendi, þeirra á milli. Þetta er gert með því að meta eðli samstarfs aðila. Því má sjá að breytt viðmið, sem einnig myndi vernda minnihlutann gegn þeim aðilum sem ekki hafa nýverið aukið við hlut sinn, yrði ekki minna fyrirsjáanlegt en núgildandi viðmið og ekki erfiðara í framkvæmd. Það mun áfram koma í hlut eftirlitsaðila eða dómstóla að skera úr ágreiningi um hvort samstarf um yfirráð hafi verið að ræða og tryggja þannig að reglan verði ekki misnotuð.

Framangreint verður best skýrt með fáeinum dæmum.

DÆMI A

Í félagi X hf. eru tveir stórir hluthafar sem fara með 30% atkvæðisréttar hvor. Þessir tveir aðilar lýsa því yfir opinberlega að þeir hafi gert formlegt skriflegt samkomulag sín á milli um að stýra félaginu saman eins og þeim hentar, óháð vilja annarra hluthafa, og hyggjast gjörbreyta tilgangi félagsins og meðal annars færa höfuðstöðvar þess og starfsemi frá Siglufirði til Reykjavíkur.

Samkvæmt núverandi fyrirkomulagi og afstöðu meirihlutans verða þessir aðilar ekki tilboðsskyldir, enda jók hvorugur við hlut sinn. Þó er ljóst að minnihluti hluthafa situr fastur og áhrifalaus eftir í félaginu og getur ekki auðveldlega losað bréf sín, en reglunni um tilboðsskyldu er einmitt ætlað að vernda þá frá slíkri aðstöðu. Af ætti minnihlutinn ekki að vera verndaður í þessu tilviki?

DÆMI A frh.

Nú gerist það að stóru hluthafarnir X hf. ákveða í sameiningu að kaupa nokkur hlutabréf í félaginu til viðbótar þannig að nú fara þeir með samtals 60,01% atkvæðisréttar.

Samkvæmt núverandi fyrirkomulagi vaknar nú tilboðsskylda, enda voru aðilar í samstarfi við að auka við hlut sinn. Þó er ljóst að yfirráð í félaginu voru ekki að breytast og að staða minnihluta hluthafa var ekki að versna við þessi viðskipti, svo nokkru nemi. Af hverju ætti minnihlutaverndin að vera háð því að þessi litlu viðskipti eigi sér stað?

Samkvæmt 2. mgr. 100. gr. laganna skal samstarf einnig talið á milli aðila ef þeir hafa gert með sér samkomulag um að koma í veg fyrir að yfirtaka nái fram að ganga. Ef aukning er hins vegar skilyrði fyrir tilboðsskyldu, þá kann að vera að samstarf tveggja hluthafa sem hindra yfirtökutilboðið leiði ekki til tilboðsskyldu.

DÆMI B

Fjárfestir einn hyggst leggja fram valfrjálst yfirtökutilboð í félagið Z hf. Tveir stórir hluthafar, sem samtals fara með 60% atkvæðisréttar, taka sig saman um að koma í veg fyrir að yfirtökutilboðið nái fram að ganga.

Þessir aðilar juku ekki við hlut sinn og verða því ekki tilboðsskyldir. Þó komu þeir einhliða í veg fyrir yfirtöku þriðja aðila og komu í veg fyrir að minnihluta hluthafa yrði gert yfirtökutilboð, en slík tilboð geta oft verið hagstæð. Þess má geta að ein af meginreglum yfirtökutilskipunarinnar var að stjórn félags mætti ekki synja hluthöfum að taka sjálfir afstöðu til yfirtökutilboðs. Sambærileg sjónarmið eiga við hér.

Nefna mætti ótal fleiri dæmi um hvernig aðilar geta náð yfirráðum í félagi án þess að auka við hlut sinn. Til þess að regla 100. gr. laganna, um tilboðsskyldu, nái að þjóna tilgangi sínum er nauðsynlegt að tryggja minnihluta hluthafa vernd gegn því að slíkir aðilar misnoti yfirráð sín, líkt og þá vernd sem þeim er veitt gegn aðilum sem ná yfirráðum í kjölfar aukningar.

Því leggur undirritaður til að 100. gr. laga um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007 verði breytt á þann hátt að tilboðsskylda vakni þegar aðilar ná yfirráðum í félagi, hvort sem um aukningu á hlut hafi verið að ræða eða ekki. Öðrum kosti er of einfalt að komast í kringum reglurnar og minnihlutavernd er ófullnægjandi.