

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?

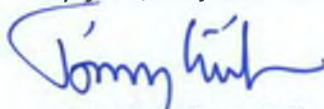
3. Höfuðstöðvar Össurar hf. fluttar frá Íslandi

- 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, dated 10/10/1998. The letter discusses the author's interest in the journal and the possibility of publishing a paper. The author mentions that they have a paper in progress and would like to know if the journal is currently accepting submissions. The editor's response is not visible in this image.

2. The second part of the document is a letter from the editor to the author, dated 10/15/1998. The editor informs the author that the journal is currently accepting submissions and that the author's paper is welcome. The editor also mentions that the journal is currently in the process of reviewing papers and that the author's paper will be reviewed by the editorial board. The editor provides the author with the journal's contact information and the submission guidelines. The author's response is not visible in this image.

10/15/1998
Editorial Board
Journal of Applied Psychology

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

Name	Address	City
John Doe	123 Main St	New York
Jane Smith	456 Elm St	Los Angeles
Bob Johnson	789 Oak St	Chicago
Alice Brown	101 Pine St	Houston
Charlie White	202 Cedar St	Phoenix
Diana Green	303 Birch St	Philadelphia
Ethan Black	404 Maple St	San Antonio
Fiona Grey	505 Walnut St	San Diego
George Blue	606 Spruce St	Dallas
Hannah Yellow	707 Ash St	San Jose
Ivan Purple	808 Hickory St	Austin
Julia Pink	909 Sycamore St	Jacksonville
Kevin Orange	1010 Dogwood St	Fort Worth
Liam Green	1111 Redwood St	Columbus
Mia Blue	1212 Cypress St	San Francisco
Noah Yellow	1313 Juniper St	Charlotte
Olivia Purple	1414 Fir St	Indianapolis
Peter Orange	1515 Willow St	Nashville

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 præamblen 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

... ..
... ..
... ..
... ..
... ..

... ..
... ..
... ..
... ..

... ..
... ..

... ..
... ..
... ..

... ..
... ..
... ..