

Postadresse  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Sendt pr e-post til: [postmottak@fin.dep.no](mailto:postmottak@fin.dep.no)

Dato:  
12.05.2020

## Høring – forslag til forskrift om fastsettelse av pris ved pliktige tilbud

Det vises til Finansdepartementets brev datert 28. april 2020 om høring av ovennevnte forskrift.

Forskriften er en midlertidig forskrift og innføres fordi det antas å være behov for rask regulering av mulige konsekvenser for børsnoterte selskaper som følge av Covid-19-viruset. Formålet er å legge til rette for nødvendig refinansiering av noterte selskaper i alvorlige finansielle vanskeligheter.

Den foreslåtte forskriften gis i medhold av endringer i verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-10 (4) som gjelder prisen i et pliktig tilbud. Forskriften er et unntak fra hovedregelen om at en tilbyder minst skal betale høyeste pris vedkommende har betalt de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Forskriften angir kun én situasjon hvor det kan være aktuelt å gjøre unntak fra hovedregelen. Vilkåret er at tilbudsplikt utløses «*i forbindelse med tilførsel av egenkapital til et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter*».

Folketrygdfondet er den største finansielle investoren på Oslo Børs, noe som betyr at vi ofte er blant de største minoritetsaksjonærene.

Folketrygdfondet er skeptisk til at forskriften fremmes som en hastesak og hvor øvrige tilfeller som kan tilsi unntak fra § 6-10(4) er utelatt. Verdipapirlovutvalget foreslo i NOU 2019:1 om overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud) et tilsvarende unntak, men hvor flere situasjoner kunne begrunne avvik fra hovedregelen. Vi mener det er uheldig å løsrive en av unntakssituasjonene for særskilt behandling, og at alle unntak fra vphl. § 6-10 (1) bør behandles samlet. Vi ser også at det er en risiko for at forskriften blir en permanent regulering ettersom konsekvensene av Covid-19 smitte for børsnoterte selskaper må antas å kunne få følger også utover 2020. Behovet for at forskriften fremmes som en hastesak må derfor begrunnes bedre, herunder konsekvensene ved den foreslåtte prisfastsettelsesmekanismen.

Folketrygdfondet mener at den foreslåtte regelen for prisfastsettelse ikke i tilstrekkelig grad ivaretar hensynet til minoritetsaksjonærene. Forslaget i § 1-2 a) og b) har som konsekvens at børskurs på tidspunktet for erverv av aksjene som medfører at tilbudsplikt inntreffer legges til grunn som tilbudspris. I en situasjon med sterk markedsure og lav likviditet er det vår erfaring at børskurs kan gi et misvisende uttrykk for den fundamentale verdien på selskapet. Ved å legge til



grunn siste pris tilbyder har betalt/børskurs åpnes det for å benytte en pris som er manipulerbar og som derfor ikke sikrer en rettferdig prising. Alternativet i § 1-2 (3) åpner for å fastsette pris etter «objektive kriterier for verdsettelse av aksjer». Dette er samme regel som Verdipapirlovutvalget foreslo som prisfastsettelse i restruktureringstilfellene, men i forslaget fremstår regelen som en snever unntaksregel hvor børskurs fremdeles er viktig.

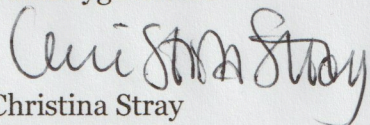
Vi ser at en pris basert på «objektive kriterier» gir mindre forutberegnelighet for tilbyder. Hensynet til vern og rettferdig behandling av minoritetsaksjonærene tilsier derimot at prisfastsettelsen nettopp bør baseres på kriterier som er objektive og som sikrer en riktig verdsettelse av selskapet. Vi mener at hensynet til minoritetsvernet tilsier at reglene om fastsettelse av pris må kunne forhindre at en eller flere aksjonærer overtar et selskap til underpris. Vi stiller spørsmål ved om den foreslåtte forskriften i tilstrekkelig grad tar hensyn til dette.

I høringsnotatet vises det til at minoritetsaksjonærer ikke er forpliktet til å akseptere tilbudet. Minoritetsaksjonærer vil imidlertid normalt godta et pliktig tilbud fordi det er lite ønskelig å bli innelåst i en lite likvid aksje, og/eller være avhengig av en større aksjonærs forgodtbefinnende. En god og rettferdig prisingsmekanisme kan også bidra til at man unngår etterfølgende tvangsløsningsaker som både er kostbare og tidkrevende.

Folketrygdfondet ønsker å understreke viktigheten av at tilbudsmyndigheten praktiserer § 6-10 (4) som en snever unntaksregel. Slik forslaget er fremsatt, herunder som en hasteprosess, forsterkes inntrykket av at tilbudsprisen enkelt kan justeres ned så lenge et selskap er i alvorlige finansielle vanskeligheter og uten hensyn til hovedregelen i § 6-10 (4).

Med vennlig hilsen

Folketrygdfondet



Christina Stray

Direktør Compliance og juridisk