

*Spørgsmål 3:*

Ministeren bedes kommentere henvendelsen af 22. november 2004 fra professor Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, jf. L 13 bilag 4.

*Svar:*

Professor, dr.jur. Jesper Lau Hansen peger i sit brev på tre forhold vedrørende lovforslaget L 13, som Erhvervsudvalget efter hans mening bør give særlig opmærksomhed under udvalgsbehandlingen. Jesper Lau Hansen anfører, at der er foretaget ændringer i forslaget i forhold til det udkast, der af Finanstilsynet var sendt i høring, og at det derfor ikke har været muligt at kommentere på disse ændringer.

Indledningsvis kan jeg oplyse, at baggrunden for, at der er foretaget ændringer i lovforslaget i forhold til udkastet, der blev sendt i høring, er, at der er taget hensyn til de bemærkninger, der er fremkommet i høringssvarene og ved den lovtekniske gennemgang af lovforslaget.

Det første emne, som Jesper Lau Hansen behandler i sit brev til Erhvervsudvalget, er forslaget til den nye bestemmelse i lovens § 35, stk. 2, nr. 1.

Med forslaget til § 35, stk. 2, nr. 1, indføres en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel. Bestemmelsen undtager køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab, der har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer («målselskab»). Undtagelsen gælder, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelse af købstilbudet.

Jesper Lau Hansen giver udtryk for, at den foreslåede ordlyd medfører, at tilbudsgiver lovligt kan fremsætte et tilbud, der ikke afspejler den interne viden, for eksempel ved at afgive et tilbud, der er lavere end den interne viden tilsiger.

Det er en korrekt forståelse af bestemmelsen, at det ikke kræves, at det afgivne tilbud og herunder tilbudsprisen skal afspejle den interne viden, som tilbudsgiver har på tilbudstidspunktet.

Det er i praksis meget udbredt, som Jesper Lau Hansen korrekt skriver, at der ved forberedelsen af et offentligt overtagelsestilbud foretages en såkaldt »due diligence«, dvs. en undersøgelse af målselskabets forhold. Tilbudsgiver tager denne viden i betragtning, når han fastsætter sit tilbud.

I praksis indgår imidlertid andre parametre end den viden, som indhentes i forbindelse med en såkaldt »due diligence«. Tilbuddet vil ofte afspejle tilbudsgivers forventning til mulige synergieffekter i forbindelse med overtagelse af det selskab, som tilbuddet vedrører. Tilbudsgivers fastsættelse af en pris for målselskabet vil derfor ofte være et resultat af både tilbudsgivers forhold og målselskabets forhold. Tilbuddet kan endvidere gøres højt eller lavt af strategiske grunde, for eksempel fordi der med tilbuddet indledes en »budkrig«. Dette er de fleste aktionærer klar over.

Den foreslåede bestemmelse skal ses som en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel. Forslaget til undtagelsen stammer fra markedsmisbrugsdirektivet og begrundelsen for undtagelsen er, at et målselskab ellers ville kunne forhindre fremsættelsen af et overtagelsestilbud ved at give tilbudsgiver intern viden i forbindelse med en due diligence. Dette formål med undtagelsen vil ikke i samme omfang kunne tilgodeses, såfremt der i bestemmelsen indsættes et krav om, at tilbuddet skal afspejle den interne viden.

Som det fremgår af lovbemærkningerne, er aktionærerne i målselskabet beskyttede af reglerne i værdipapirhandelslovens §§ 31 og 32, der regulerer overtagelsestilbud samt af reglerne i en tilhørende bekendtgørelse.

Det følger af denne bekendtgørelse, at bestyrelsen i målselskabet er forpligtet til at udarbejde en redegørelse til selskabets aktionærer om fordele og ulemper ved tilbuddet, herunder set i forhold til selskabets forventede udvikling. Bestyrelsen har således mulighed for i sin udtalelse at imødegå et tilbud, der er »for lavt«. Det følger desuden af bekendtgørelsen, at den tilbudte kurs mindst skal svare til den højeste kurs, tilbudsgiver har betalt for de allerede erhvervede aktier.

Jesper Lau Hansen er af den opfattelse, at den foreslåede formulering ikke er hensigtsmæssig, og foreslår i stedet, at det i lovteksten til § 35, stk. 2, nr. 1, fremgår, at undtagelsen alene gælder, hvis tilbuddet afspejler den interne viden.