



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 28.6.2012
COM(2012) 347 final

**RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET, DET
EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG OG REGIONSUDVALGET**

Anvendelse af direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud

(EØS-relevant tekst)

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET, DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG OG REGIONSUDVALGET

Anvendelse af direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud

(EØS-relevant tekst)

1. INDLEDNING

1. I denne rapport gennemgås anvendelsen af direktiv 2004/25/EF¹ om overtagelsestilbud (herefter benævnt "direktivet om overtagelsestilbud" eller "direktivet") i henhold til direktivets artikel 20.
2. Direktivet om overtagelsestilbud indeholder minimumsregler for gennemførelse af overtagelsestilbud, herunder offentliggørelse, der vedrører kapitalandele med stemmeret i selskaber, der henhører under medlemsstaternes lovgivning, hvor alle eller en del af disse kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked.
3. Målene, der tilstræbes i direktivet om overtagelsestilbud, er vigtige for finansmarkederne og interessenter i børsnoterede selskaber. Direktivets mål er specifikt:
 - Retssikkerhed vedrørende gennemførelsen af overtagelsestilbud samt klarhed og gennemsigtighed i hele Fællesskabet, når det gælder overtagelsestilbud.
 - Beskyttelse af aktionærinteresser, især minoritetsinteresser, samt ansatte og andre interessenter ved gennemsigtighed og ret til information, når et selskab står over for et overtagelsestilbud eller en ændring af kontrollen med selskabet.
 - Lettere gennemførelse af overtagelsestilbud ved at styrke den fri omsætning af selskabers kapitalandele og den fri udøvelse af stemmeretten samt forebyggelse af foranstaltninger, der kan lægge hindringer i vejen for et tilbud.
 - Styrkelse af det indre marked ved at muliggøre den fri bevægelighed for kapital i hele EU.
4. Direktivet om overtagelsestilbud er baseret på generelle principper², som skal overholdes af medlemsstaterne med det formål at gennemføre direktivet. Principperne omfatter:
 - Ligebehandling af aktionærer.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EUT L 142/12 af 30.3.2004, s. 38). Findes på følgende websted:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm.

² Se direktivets artikel 3.

- Beskyttelse af minoritetsinteresser i tilfælde af ændring af kontrollen.
- Forbud mod markedsmanipulation eller -misbrug.
- Aktionærer skal have tilstrækkelig tid og tilstrækkelige oplysninger til at kunne tage stilling til tilbuddet på et velinformeret grundlæg.

Gør medlemsstaterne undtagelser fra reglerne i direktivet, skal de fortsat opfylde disse principper samt de øvrige principper deri.

5. I denne rapport redegøres for virkningen af direktivet om overtagelsestilbud, og hvordan det er blevet overholdt (afsnit 2), de vigtigste spørgsmål i forbindelse med anvendelsen af direktivet identificeres (afsnit 3), og der drages en række konklusioner (afsnit 4).

2. VIRKNING OG OVERHOLDELSE AF DIREKTIVET OM OVERTAGELSESTILBUD

6. Det fremgår af den eksterne undersøgelse af anvendelsen af direktivet om overtagelsestilbud gennemført på Kommissionens vegne (herefter benævnt "den eksterne undersøgelse")³, at direktivet om overtagelsestilbud ikke har medført større ændringer i den lovgivning i medlemsstaterne, der er omfattet af undersøgelsen⁴, fordi lignende regler allerede var på plads eller var på vej på nationalt plan før vedtagelsen af direktivet.
7. Med hensyn til gennemførelsen af de valgfri bestemmelser i direktivet om overtagelsestilbud viser den eksterne undersøgelse, rapporten fra Kommissionens tjenestegrene i 2007 om gennemførelsen af direktivet⁵ og yderligere undersøgelser gennemført af Kommissionen, at 19⁶ medlemsstater har gennemført reglen om ledelsens neutralitet⁷, mens kun tre medlemsstater⁸ har gennemført gennembrudsreglen⁹. I overensstemmelse med artikel 12, stk. 3, i direktivet tillader omkring halvdelen af medlemsstaterne¹⁰ selskaber, som er underlagt reglen om

³ Marcus Partners, i samarbejde med Centre for European Policy Studies (juni 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*. Findes på følgende websted: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm.

⁴ Belgien, Cypern, Danmark, Slovakiet, Tjekkiet, Det Forenede Kongerige, Estland, Finland, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Luxembourg, Nederlandene, Polen, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige, Tyskland, Ungarn og Østrig.

⁵ Kommissionens arbejdsdokument. *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 21. februar 2007, SEC(2007) 268.

⁶ Bulgarien, Cypern, Slovakiet, Tjekkiet, Det Forenede Kongerige, Estland, Finland, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Letland, Litauen, Malta, Portugal, Rumænien, Slovenien, Spanien og Østrig.

⁷ Ifølge reglen om ledelsens neutralitet (artikel 9 i direktivet) skal målselskabets ledelse i tilbudsperioden indhente forhåndsgodkendelse fra generalforsamlingen, før der tages initiativer, der kan medføre, at der lægges hindringer i vejen for tilbuddet.

⁸ Estland, Letland og Litauen.

⁹ Gennembrudsreglen (artikel 11 i direktivet) neutraliserer defensive foranstaltninger, der findes før overtagelsestilbuddet, under en overtagelse ved at sætte visse begrænsninger (f.eks. overdragelse af kapitalandele eller stemmebegrænsninger) ud af funktion i overtagelsesperioden og tillade en vindende tilbudsgiver udskifte målselskabets nuværende ledelse og ændre vedtægterne.

¹⁰ Belgien, Danmark, Frankrig, Grækenland, Italien, Luxembourg, Nederlandene, Polen, Portugal, Slovenien, Spanien, Tyskland og Ungarn.

ledelsens neutralitet og/eller gennembrudsreglen (ved lov eller på grundlag af selskabets vedtægter) ikke at anvende reglen, når de står over for et overtagelsestilbud fra en tilbudsgiver, der ikke er underlagt den samme regel (gensidighed).

8. For så vidt angår gennemførelsen af lovgivningen i medlemsstaterne, er der ikke fremkommet strukturelle spørgsmål om overholdelse.
9. Det fremgår af den eksterne undersøgelse, at direktivet om overtagelsestilbud har bidraget til forbedringer af dets mål, f.eks. gennem indførelsen af regler om samordning for tilsynsmyndigheder med hensyn til grænseoverskridende tilbud, direktivets generelle principper, regler om offentliggørelse, reglen om obligatorisk tilbud samt indløsningsret for tilbudsgiver og for minoritetsaktionærer.
10. Interessenter, som deltog i undersøgelsesprojektet, der blev gennemført som forberedelse til den eksterne undersøgelse, anser direktivet om overtagelsestilbud for at være nyttigt for et velfungerende og effektivt marked. Interessenterne er generelt tilfredse med reglernes klarhed i direktivet og håndhævelsen heraf. Interessenterne finder generelt, at direktivet har styrket minoritetsinteressernes stilling, og de er positive over for offentliggørelsesordningen, reglen om obligatorisk tilbud og indløsningsretten for tilbudsgiver og minoritetsaktionærer i direktivet. Arbejdstagernes repræsentanter, der blev hørt i forbindelse med undersøgelsesprojektet, er imidlertid mindre tilfredse med direktivet. De gav navnlig udtryk for, at direktivet ikke i tilstrækkelig grad beskytter arbejdstagere mod risikoen for ændringer af arbejdsvilkår eller afskedigelser efter overtagelsen.
11. Med hensyn til de valgfri bestemmelser i direktivet om overtagelsestilbud, som regulerer brugen af defensive foranstaltninger, synes interessenterne at mene, at de har begrænset effekt. Den eksterne undersøgelse viser eksempelvis, at interessenterne ikke anser direktivet for at have nogen betydelig indflydelse på antallet af tilbud, og at der i EU anvendes et stort antal defensive foranstaltninger før overtagelsestilbuddet, uanset direktivet. De gav dog også udtryk for, at der er tilstrækkelige muligheder for at gennembyrde de defensive foranstaltninger, selv om flertallet af medlemsstaterne ikke har gennemført gennembrudsreglen.
12. Det er vanskeligt at beregne virkningen af direktivet om overtagelsestilbud på økonomien, primært fordi der har været få overtagelsestilbud i EU siden direktivets¹¹ gennemførelse som følge af den økonomiske situation i EU efter finanskrisen¹². Desuden har direktivets karakter af minimumsharmonisering sammen med valgfriheden i artiklerne om defensive foranstaltninger og medlemsstaternes mulighed i direktivets artikel 4, stk. 5, for at fravige reglerne i direktivet ført til et stort antal nationale regler for overtagelsestilbud.

Mere generelt viser den økonomiske analyse¹³, at selv om overtagelsestilbud i teorien fremmer økonomisk effektivitet, er dette ikke altid tilfældet i praksis, fordi betingelserne for rationel adfærd, velinformerede markedsdeltagere og fravær af transaktionsomkostninger ikke altid er opfyldt (f.eks. kan overtagelsestilbud gives

¹¹ Bortset fra en kraftig stigning i antallet af overtagelser i 2007, se figur 2 i bilaget.

¹² Se figur 1 og 2 i bilaget til denne rapport.

¹³ Se kapitel 4 i den eksterne undersøgelse.

med henblik på opbygning af et imperium, og aktionærer kan stå over for ufuldstændige oplysninger, høje transaktionsomkostninger og pres for at afgive bud). Visse bestemmelser i direktivet, f.eks. reglen om ledelsens neutralitet, gennembrudsreglen og indløsningsretten for tilbudsgiver letter endvidere overtagelsestilbuddene, mens andre, f.eks. reglen om obligatorisk tilbud, kan have en afskrækkende virkning på overtagelsestilbud¹⁴.

13. En sammenligning med tredjelande¹⁵ viser, at lovgivningen om overtagelsestilbud i disse lande er baseret på principper, der ligner principperne i direktivet om overtagelsestilbud. En undtagelse er princippet om beskyttelse af arbejdstagere gennem retten til information, som almindeligvis ikke findes i de tredjelande, der blev undersøgt. Varigheden af et overtagelsestilbud og de oplysninger, der skal gives, ligner også hinanden i EU og tredjelandene. Flertallet af de undersøgte tredjelande, undtagen USA, har en regel om obligatorisk tilbud eller en lignende regel i lovgivningen, hvor grænsen for kontrol normalt er omkring 30 % eller en tredjedel, hvilket også ligner EU (direktivet om overtagelsestilbud lader det være op til medlemsstaterne at definere grænsen for kontrol, men de fleste medlemsstater har valgt 30 % eller en tredjedel). For så vidt angår defensive foranstaltninger, viser sammenligningen, at disse anvendes i alle undersøgte tredjelande, og at de fleste af landene (undtagen USA) har en regel, der svarer til reglen om ledelsens neutralitet. Ingen af de undersøgte tredjelande har imidlertid noget svarende til gennembrudsreglen i lovgivningen. Med hensyn til indløsningsretten for tilbudsgivere og minoritetsaktionærer er der et begrænset antal af de undersøgte tredjelande, der ikke har sådanne regler. Der er imidlertid andre foranstaltninger, som har samme virkning (f.eks. aktier, som kan kræves indbetalt, i Japan, ekspropriationer i Australien og cash mergers i Schweiz). Nogle tredjelande tilbyder desuden en mulighed for at opnå fuldt ejerskab af et selskab ved at bruge frivillig akkord.
14. Artikel 20 i direktivet om overtagelsestilbud pålægger Kommissionen at medtage en gennemgang af de kontrolstrukturer og hindringer for overtagelsestilbud, som ikke er omfattet af direktivet, i Kommissionens undersøgelse af direktivet. Den eksterne undersøgelse så på vertikale strukturer¹⁶ og krydsejerskab af aktier, som ikke er omfattet af direktivet om overtagelsestilbud. Det fremgår af undersøgelsen, at 18,1 % af de børsnoterede selskaber i medlemsstaterne omfattet af undersøgelsen har vertikale strukturer, mens 3,5 % har krydsejerskab af aktier¹⁷. Det er i overensstemmelse med den kendsgerning, at EU's kontinentale kapitalbesiddelsesstrukturer i vid udstrækning er baseret på store aktieposter. Undersøgelsen konkluderer, at selv om vertikale strukturer fortsat er en populær foranstaltning til at fastholde kontrollen med et selskab med mindre kapital, anses begge mekanismer for at være svage defensive foranstaltninger mod overtagelser. Det fremgår desuden af den eksterne undersøgelse, at andre mulige hindringer for overtagelser, såsom sektorspecifikke bestemmelser, offentlige midler,

¹⁴ Se figur 3 i bilaget til denne rapport.

¹⁵ Den eksterne undersøgelse omfatter følgende tredjelande: Australien, Canada, Hongkong, Indien, Japan, Kina, Rusland, Schweiz og USA.

¹⁶ Vertikale strukturer er strukturer, hvor et selskab ejer en bestemmende kapitalandel i et selskab, som ejer en bestemmende kapitalandel i et andet selskab, som ejer en bestemmende kapitalandel i et andet selskab osv.

¹⁷ Se figur 4 i bilaget til denne rapport.

medbestemmelsesordninger og medarbejderaktieordninger ikke skaber store eller uberettigede hindringer¹⁸.

3. GENNEMGANGEN AF DETTE DIREKTIVS ANVENDELSE: NYE SPØRGSMÅL

15. Gennemgangen af anvendelsen af direktivet om overtagelsestilbud giver anledning til en række nye spørgsmål.

16. For det første giver retssikkerheden i forbindelse med begrebet "handle i forståelse med andre" og de nationale myndigheders anvendelse heraf anledning til betænkeligheder. Begrebet "handle i forståelse med andre" er relevant ved beregningen af, hvorvidt grænsen for kontrol er overskredet og dermed, hvorvidt der er opstået en pligt til at fremsætte et obligatorisk tilbud. I artikel 2, stk. 1, litra d), i direktivet om overtagelsestilbud defineres "handle i forståelse med andre" som:

"fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, mundtlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbuddet".

Medlemsstaterne har omsat denne definition forskelligt. Nogle medlemsstater¹⁹ holder sig f.eks. tæt op ad definitionen i direktivet om overtagelsestilbud, mens andre²⁰ har medtaget elementer fra definitionen af "handle i forståelse med andre" fra gennemsigtighedsdirektivet²¹. Begrebet "handle i forståelse med andre" findes endvidere i direktivet om erhvervelser og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor²². Den brede definition af udtrykket, der er medtaget i niveau 3-retningslinjerne²³ i direktivet om erhvervelse og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor, anvendes imidlertid ikke af myndighederne i forbindelse med overtagelsestilbud. For at mindske usikkerheden om anvendelsen af begrebet "handle i forståelse med andre" har nogle nationale myndigheder²⁴ udarbejdet fortolkningsretningslinjer eller formodninger. Indholdet i disse retningslinjer er imidlertid ikke det samme. Forskellige definitioner og fortolkninger på nationalt plan er en kilde til usikkerhed for internationale investorer, som ønsker at samarbejde med hinanden, og kan have en begrænsende virkning på deres vilje til at samarbejde aktivt med selskaber, der investeres i. Dette bekræftes af respondenterne i

¹⁸ Se side 48 og 267 i den eksterne undersøgelse.

¹⁹ F.eks. Cypern, Danmark, Slovakiet, Det Forenede Kongerige, Italien, Irland, Luxembourg, Nederlandene, Ungarn og Østrig.

²⁰ F.eks. Belgien, Finland, Frankrig, Polen, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og Tyskland.

²¹ Europa-Parlamentets og rådets direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked. Artikel 10, litra a), i direktivet definerer "handle i forståelse med" som: "en tredjemand, med hvem den fysiske person eller juridiske enhed har indgået en aftale, der forpligter dem til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik over for den pågældende udsteders ledelse".

²² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/44/EF, hvad angår procedurereglerne og kriterierne for tilsynsmæssig vurdering af erhvervelser og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor.

²³ Niveau 3-retningslinjerne i direktivet om erhvervelser og forøgelse af kapitalandele i den finansielle sektor finder, at personer "handler i forståelse med andre", når "hver af dem beslutter at udøve rettighederne knyttet til de andele, han erhverver, i overensstemmelse med en eksplicit eller implicit aftale mellem dem".

²⁴ F.eks. Det Forenede Kongerige og Italien.

Kommissionens grønbog om en ramme for corporate governance i EU²⁵, som gav udtryk for, at der er behov for at præcisere de nuværende bestemmelser om "lande i forståelse med andre" (i grønbogen betegnet "samlet handling")²⁶.

17. For det andet rejser den lange række af nationale undtagelser fra reglen om obligatorisk tilbud spørgsmålet, om reglen om obligatorisk tilbud i tilstrækkelig grad beskytter minoritetsinteresser i situationer, hvor kontrollen ændres. Artikel 4, stk. 5, i direktivet om overtagestilbud gør det muligt for medlemsstaterne at fravige reglerne i direktivet:

"Hvis de generelle principper, der er omhandlet i artikel 3, stk. 1, er overholdt, kan medlemsstaterne i de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv, give mulighed for undtagelser fra disse regler:

i) ved i deres nationale regler at fastsætte sådanne undtagelser for at tage hensyn til omstændigheder, der fastlægges på nationalt plan og/eller

ii) ved at give deres tilsynsmyndigheder, når disse har kompetence, beføjelse til at fravige sådanne nationale regler for at tage hensyn til de omstændigheder, der er omhandlet i nr. i), eller andre specifikke omstændigheder, idet der i sidstnævnte tilfælde træffes en begrundet afgørelse."

Alle medlemsstater, der har været omfattet af den eksterne undersøgelse, har gjort undtagelser fra reglen om obligatorisk tilbud. Undtagelserne kan inddeles i en række kategorier²⁷:

- Den nationale tilsynsmyndigheds skønsmæssige beføjelser til at tillade en undtagelse. Kun nogle få medlemsstater²⁸ har gjort brug af denne mulighed.
- Hvidvaskningsprocedurer, hvor aktionærer kan beslutte at fravige forpligtelsen til at fremsætte et obligatorisk tilbud.
- Tekniske undtagelser, såsom en undtagelse for åbne kollektive investeringsordninger (der ikke er omfattet af direktivet), der ikke begrænser anvendelsesområdet for reglen om obligatorisk tilbud som omhandlet i direktivet.
- Situationer, hvor der ikke er nogen reel ændring af kontrollen, f.eks. når ændringen af kontrollen er midlertidig, eller når erhvervsen har fundet sted inden for den samme virksomhedskoncern eller en koncern, der "handler i

²⁵ Grønbog om en ramme for corporate governance i EU af 5. april 2011 (KOM(2011) 164 endelig). Findes på følgende websted: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2.

²⁶ Se Feedback Statement, Summary of Responses to the Green Paper on the EU Corporate Governance Framework. Findes på følgende websted: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.

²⁷ Se s. 152 i den eksterne undersøgelse for en tabel med forskellige undtagelser fra reglen om obligatorisk tilbud, og i hvilke medlemsstater de findes. I denne rapport opsummeres de mest almindelige undtagelser, og de inddeles i kategorier.

²⁸ Det Forenede Kongerige, Finland og Irland. I Tyskland har Bafin begrænsede skønsmæssige beføjelser til at fravige et obligatorisk tilbud, mens appelretten i Frankrig stadfæstede AMF's beslutning om at tillade en undtagelse.

forståelse med andre". Disse undtagelser har ingen indflydelse på direktivets mål om at beskytte minoritetsinteresser i situationer med ændringer af kontrollen.

- Til at beskytte tilbudsgiveren eller den kontrollerende aktionær, hvis for eksempel ændringen af kontrollen ikke skyldtes en frivillig handling, erhvervelsen var indirekte eller en følge af en personlig hændelse, såsom arv.
- Til at beskytte en kreditor, f.eks. i situationer, hvor erhvervelsen er en konsekvens af en kreditors udnyttelse af en finansiel garanti.
- Til at beskytte andre interessenter, f.eks. hvis en investor har økonomiske problemer, når kontrollen opnås ved en bestemt type selskabsmæssig transaktion, såsom en fusion eller frivillig akkord, eller hvis kontrollen opnås efter statens salg af kapitalandele.

I rækken af forskellige nationale undtagelser fra reglen om obligatorisk tilbud er det ikke altid klart, hvordan beskyttelsen af minoritetsinteresser sikres. Som det fremgår af direktivets artikel 4, stk. 5, skal de medlemsstater, der giver mulighed for undtagelser fra direktivets regler, overholde direktivets generelle principper. Et af de generelle principper er, at de øvrige indehavere af kapitalandele skal beskyttes, hvis en person opnår kontrol med et selskab (artikel 3, litra a), i direktivet). Direktivet fastsætter ikke regler om, hvordan medlemsstaterne skal sikre, at de generelle principper i direktivet overholdes.

18. For det tredje regulerer artikel 5, stk. 2, i direktivet om overtagelsestilbud, at pligten til at fremsætte et obligatorisk tilbud ikke længere gælder, hvis kontrollen er opnået som følge af et frivilligt tilbud, der er fremsat til samtlige indehavere af kapitalandele for deres samlede andele. Kommissionen er blevet opmærksom på, at denne fravigelse kan anvendes af tilbudsgivere, så de undgår at skulle fremsætte et obligatorisk tilbud til en rimelig pris. Fordelen for tilbudsgiveren er, at direktivet ikke fastsætter regler for prisen på et frivilligt tilbud. Undtagelsen i situationer, hvor kontrol er opnået som følge af et frivilligt tilbud, forudsætter, at tilbudsprisen var høj nok til at tilskynde en betydelig del af aktionærerne til at acceptere tilbuddet, ellers ville tilbudsgiveren ikke have opnået kontrol ved tilbuddet. Men hvis tilbudsgiveren allerede ejer en kapitalandel, der er meget tæt på grænsen for kontrol, skal kun nogle få aktionærer tilbyde deres kapitalandele til tilbudsgiveren, for at denne krydser grænsen for kontrol. Selv om tilbudsgiveren tilbyder en meget lav pris, vil han derfor sandsynligvis opnå kontrol gennem det frivillige tilbud og er således i stand til at gøre brug af undtagelsen fra reglen om obligatorisk tilbud. I dette tilfælde vil minoritetsinteresser ikke få del i kontrolpræmien. I en del af medlemsstaterne er denne mulighed imidlertid ikke til stede, idet national lovgivning foreskriver, at tilbuddet er betinget af, at tilbudsgiveren opnår en minimumprocent af kapitalandelene²⁹, ellers vil efterfølgende erhvervelser af kapitalandele udløse et obligatorisk tilbud³⁰.

²⁹ I Det Forenede Kongerige er et tilbud f.eks. betinget af, at tilbudsgiveren opnår mindst 50 % af kapitalandelene.

³⁰ Se s. 130 i den eksterne undersøgelse for en oversigt over de nationale bestemmelser, der definerer, hvornår efterfølgende erhvervelser udløser en forpligtelse til et obligatorisk tilbud.

Det er også blevet fremført, at tilbudsgivere kan opnå en kontrollerende andel uden at have fremsat et obligatorisk tilbud ved at holde deres deltagelse lige under grænsen for kontrol, hvor de reelt er i stand til at kontrollere selskabet, eller ved at opnå en derivatposition³¹.

19. For det fjerde kan det med hensyn til de valgfri artikler i direktivet om overtagelsestilbud konkluderes, at gennembrudsreglen ikke var nogen særlig succes set i lyset af, at kun tre medlemsstater har gennemført den; dog har reglen om ledelsens neutralitet været en relativ succes³². Da direktivet blev vedtaget, var tanken, at aktionærer måske ville presse på, for at få selskaberne til at anvende de valgfri bestemmelser frivilligt, hvis medlemsstaterne valgte ikke at gennemføre dem. Dette ser imidlertid ikke ud til at være tilfældet. Man kan derfor mene, at direktivet ikke regulerer brugen af defensive foranstaltninger særligt effektivt. Dette bekræftes af interessenterne. De har dog også anført, at der – uanset den manglende gennemførelse af gennembrudsreglen – er tilstrækkelige muligheder for at gennembyrde de defensive foranstaltninger i forbindelse med overtagelser (se punkt 11 i denne rapport).
20. For det femte kræver direktivet om overtagelsestilbud, at repræsentanter for målselskabets og tilbudsgivers ansatte informeres grundigt i tilfælde af et overtagelsestilbud³³. Oplysningerne til repræsentanterne for de ansatte skal omfatte en erklæring om tilbudsgiverens intentioner med hensyn til målselskabets og det tilbudsgivende selskabs fremtidige virksomhed, for så vidt angår konsekvenser for beskæftigelsen og ansættelsesvilkårene³⁴ samt en erklæring fra målselskabets ledelse med dens holdning til tilbuddet og de sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen³⁵. Den eksterne undersøgelse viser, at repræsentanterne for de ansatte ikke er tilfredse med, hvordan direktivet beskytter de ansatte. De nævner, at de krævede oplysninger ikke altid gives i tide eller er utilstrækkelige, og at overtagelsestilbud har en væsentlig indflydelse på arbejdsforhold og afskedigelser. De hævder endvidere, at der efter tilbuddet ikke er nogen kontrol med, hvorvidt tilbudsgiveren vil gøre, som denne har anført i de oplysninger, der offentliggøres i tilbudsproceduren. Dette er imidlertid ikke reguleret i direktivet.

4. KONKLUSIONER

21. Denne gennemgang af anvendelsen af direktivet om overtagelsestilbud viser, at ordningen, der er skabt gennem direktivet, i det store og hele fungerer tilfredsstillende. Der har ikke vist sig strukturelle problemer i forbindelse med overholdelsen, for så vidt angår anvendelsen af lovgivningen i medlemsstaterne. Interessenterne er generelt tilfredse med reglernes klarhed i direktivet og håndhævelsen heraf og anser direktivet for at være nyttigt for et velfungerende og

³¹ Forslaget om ændring af gennemsigtighedsdirektivet omfatter allerede obligatorisk offentliggørelse om derivatpositioner. Se: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_da.pdf.

³² Se punkt 7 i denne rapport.

³³ Se artikel 6, stk. 1 og 2, samt artikel 8, stk. 2, i direktivet.

³⁴ Se artikel 6, stk. 3, nr. i), i direktivet.

³⁵ Se artikel 9, stk. 5, i direktivet.

effektivt marked. Det fremgår af den eksterne undersøgelse, at direktivet om overtagelsestilbud har bidraget til forbedringer af dets mål.

22. Der er imidlertid områder, hvor det er nødvendigt at præcisere reglerne i direktivet om overtagelsestilbud for at forbedre retssikkerheden for de berørte parter og den effektive udøvelse af (minoritets)aktionærers rettigheder.
23. For det første kunne **begrebet "handle i forståelse med andre"** præciseres på EU-plan for at give internationale investorer mere retssikkerhed med hensyn til, i hvilken udstrækning de kan samarbejde med hinanden uden at blive anset for at "handle i forståelse med andre" og løbe risikoen for at skulle fremsætte et obligatorisk tilbud. Præciseringen kan eksempelvis ske, hvis Kommissionen og/eller ESMA udarbejder retningslinjer. En sådan præcisering ville give aktionærer større mulighed for at gøre ledelserne ansvarlige for deres handlinger og fremme gode ledelsesstandarder i børsnoterede selskaber i EU. Det bør dog ikke begrænse de kompetente myndigheders mulighed for at forpligte parter, der søger at opnå kontrol i forståelse med hinanden, til at acceptere de retlige konsekvenser af deres samordnede handling. Mulige initiativer på området vil være i overensstemmelse med målene i Kommissionens grønne bog om en ramme for corporate governance i EU og dens meddelelse "På vej mod en akt for det indre marked"³⁶ om at fremme bæredygtigt ejerskab på længere sigt til fordel for bæredygtig vækst på det europæiske marked. Kommissionen vil i oktober 2012 meddele, hvilke foranstaltninger den påtænker at træffe på dette område.
24. Gennemgangen viser for det andet, at der findes en lang række **nationale undtagelser fra reglen om obligatorisk tilbud**, og at det ikke altid er klart, hvordan direktivets generelle princip om beskyttelse af minoritetsinteresser i situationer med ændring af kontrollen overholdes, når en national undtagelse er gældende. Som en mulig løsning agter Kommissionen at foretage yderligere undersøgelser af, hvordan minoritetsinteresser beskyttes, når en national undtagelse fra reglen om obligatorisk tilbud finder anvendelse. Der er i høj grad behov for flere oplysninger om omfanget af anvendelsen af nationale undtagelser fra reglen om obligatorisk tilbud, om i hvilken udstrækning nationale undtagelser begrænser beskyttelsen af minoritetsinteresser i situationer med ændring af kontrollen, og hvor det er relevant, hvilke alternative foranstaltninger der findes i national lovgivning til at beskytte minoritetsinteresser i situationer med ændring af kontrollen. Hvis beskyttelsen af minoritetsinteresserne efter undersøgelsen viser sig at være utilstrækkelig, vil Kommissionen træffe de foranstaltninger (f.eks. traktatbrudsprocedurer), der er nødvendige for at genoprette den effektive anvendelse af dette generelle princip i direktivet.
25. For det tredje viser gennemgangen, at undtagelsen fra reglen om obligatorisk tilbud i direktivet om overtagelsestilbud i situationer, hvor kontrollen er opnået som følge af et **frivilligt tilbud for de samlede andele i selskabet**, har givet tilbudsgiverne mulighed for at omgå reglen om obligatorisk tilbud ved at opnå en andel tæt på grænsen for det obligatoriske tilbud og derefter fremsætte et frivilligt tilbud til en lav pris. Tilbudsgiveren kan således krydse grænsen for det obligatoriske tilbud uden at

³⁶ Meddelelse "På vej mod en akt for det indre marked", april 2011 (KOM(2011) 206) endelig. Findes på følgende websted:
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:DA:PDF>.

give minoritetsinteresserne en rimelig chance for at forlade selskabet og få del i kontrolpræmien. Det er klart, at denne fremgangsmåde ikke er i overensstemmelse med direktivets mål om at beskytte minoritetsinteresser i situationer med ændring af kontrollen, selv om det ikke ser ud til at overtræde direktivets bogstav³⁷. Eksempler i national lovgivning, såsom yderligere grænser for obligatorisk tilbud³⁸ eller minimumkrav til godkendelse af overtagelsestilbud³⁹, viser, at der er mulighed for at forhindre brugen af denne fremgangsmåde. Kommissionen vil træffe de relevante foranstaltninger til at forebygge brugen af denne fremgangsmåde i EU, f.eks. via bilaterale drøftelser med de pågældende medlemsstater eller kommissionshenstillinger.

26. For det fjerde viser gennemgangen med hensyn til de valgfri **artikler 9 og 11 i direktivet om overtagelsestilbud**, at selv om reglen om ledelsens neutralitet (artikel 9) er gennemført af et forholdsvis stort antal medlemsstater, så er dette ikke tilfældet for gennembrudsreglen (artikel 11)⁴⁰. Den manglende anvendelse af de valgfri regler ser imidlertid ikke ud til at udgøre en væsentlig hindring for overtagelsestilbud i EU, idet interessenterne har anført, at der er tilstrækkelige muligheder for at gennembyrde de defensive foranstaltninger i forbindelse med overtagelser. På baggrund heraf og i betragtning af den manglende økonomiske dokumentation til at begrunde en ændring af situationen, synes det derfor ikke på nuværende tidspunkt hensigtsmæssigt at foreslå at gøre de valgfri artikler i direktivet obligatoriske.
27. Afslutningsvis har arbejdstagernes repræsentanter tilkendegivet, at de ikke er tilfredse med måden, hvorpå direktivet om overtagelsestilbud beskytter **arbejdstagernes rettigheder** ved en overtagelse, især med hensyn til risikoen for ændringer i arbejdsvilkår og tilgængelige job. Kommissionen vil fortsætte sin dialog med arbejdstagernes repræsentanter med det formål at overveje eventuelle fremtidige forbedringer. Den vil også foretage en yderligere undersøgelse af de erfaringer, der er indvundet i praksis med de bestemmelser i direktivet, der kræver offentliggørelse af tilbudsgiverens intentioner med hensyn til selskabets fremtidige virksomhed og dets beskæftigelsesforhold og ledelsens holdning i målselskaber til dette samt offentliggørelse af oplysninger om finansieringen af tilbuddet og tilbudsgiverens identitet⁴¹.
28. Medlemsstaterne, Europa-Parlamentet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og andre berørte parter opfordres til at fremsætte deres syn på gennemgangen i denne rapport.

³⁷ Se artikel 5, stk. 2, i direktivet, som udtrykkeligt undtager opnåelse af kontrol som følge af et frivilligt tilbud for de samlede andele af selskabet fra reglen om obligatorisk tilbud.

³⁸ Se s. 130 i den eksterne undersøgelse for en oversigt over yderligere grænser.

³⁹ Se s. 146 i den eksterne undersøgelse.

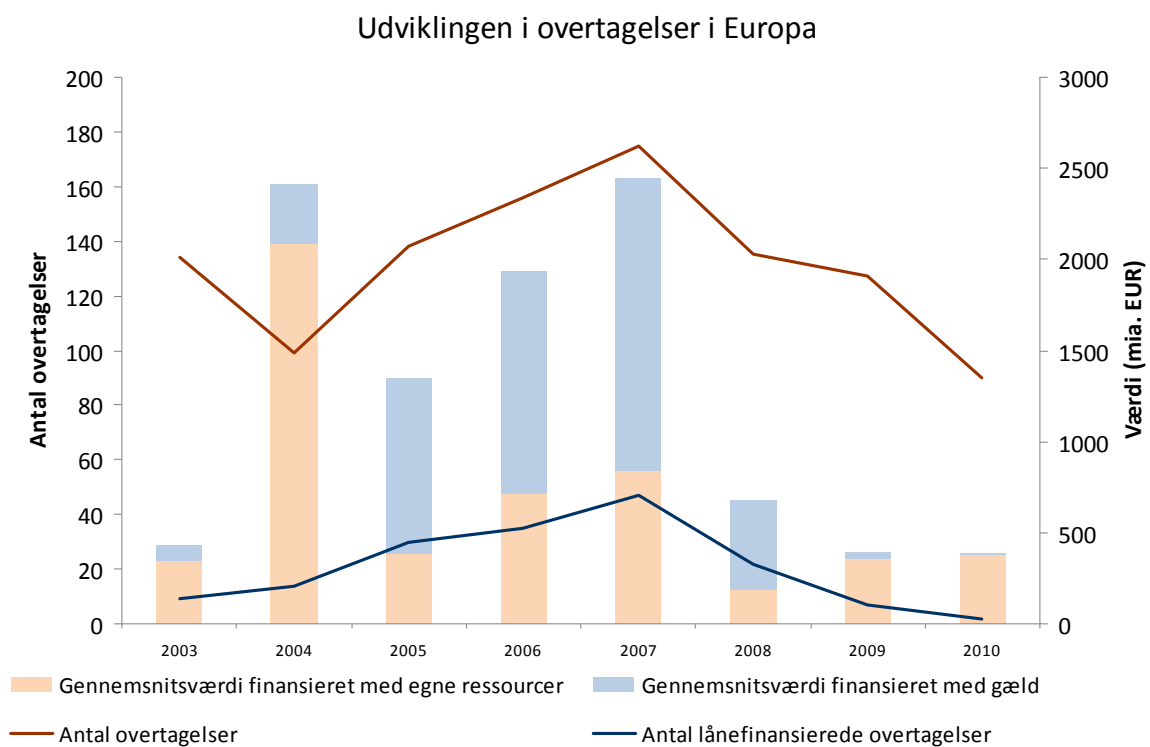
⁴⁰ Se punkt 7 i denne rapport.

⁴¹ Se artikel 3, stk. 1, litra b), artikel 6, stk. 3, litra i), l) og m), samt artikel 9, stk. 5, i direktivet.

**BILAG TIL RAPPORTEN FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET,
RÅDET, DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG OG
REGIONSUDVALGET**

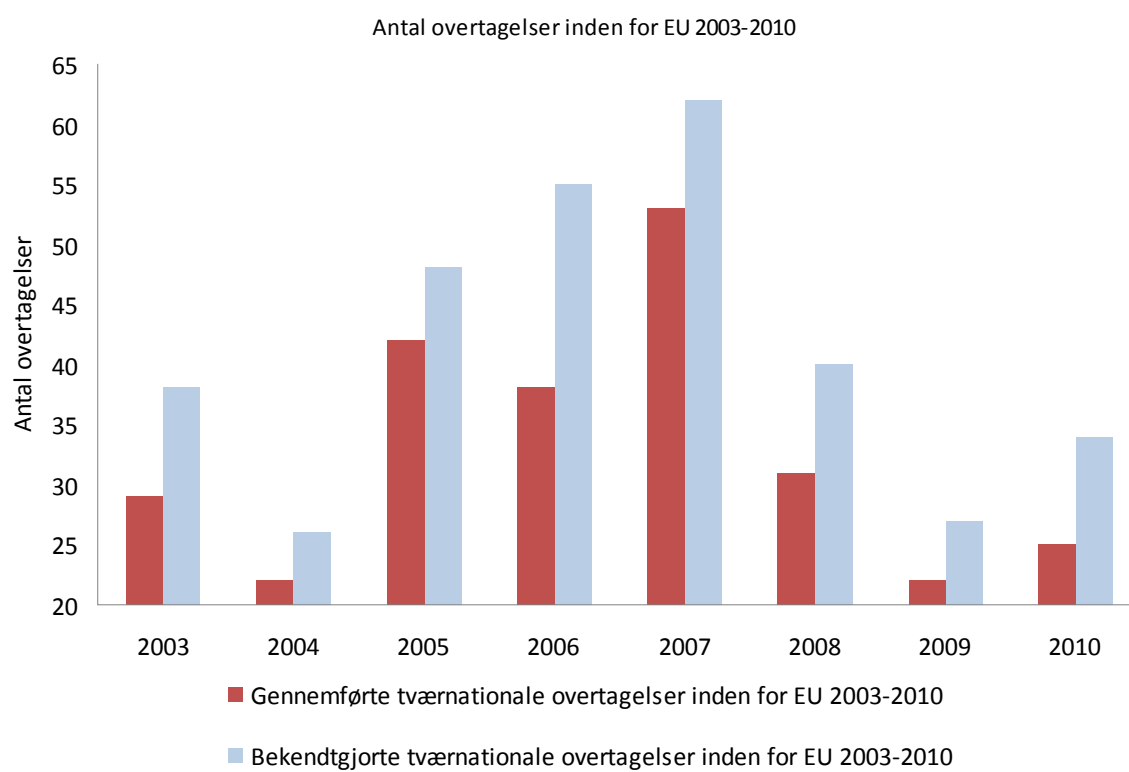
Anvendelse af direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud

Figur 1: Udviklingen i overtagelser i Europa



Kilde: Ekstern undersøgelse, s. 284.

Figur 2: Antallet af overtagelser inden for EU 2003-2010



Kilde: Ekstern undersøgelse, s. 285.

Figur 3: Overtagelsesbestemmelsernes indvirkning (+ relation og intensitet)

	Antal overtagelser		Beskyttelse af (minoritets)interesser		Misforhold mellem ejerskab og kontrol	
	KONCENTRERET EJERSKAB	SPREDT EJERSKAB	KONCENTRERET EJERSKAB	SPREDT EJERSKAB	KONCENTRERET EJERSKAB	SPREDT EJERSKAB
Regel om obligatorisk tilbud	-	--	++	+	+	++
Gennemsigtigt ejerskab	+	++	+	++	-	-
	-	--				
Regel om indløsningsret for tilbudsgiver	++	+	-	-	+	+
Regel om indløsningsret for minoritetsaktionærer	--	-	++	+	--	-
Gennembrudsregel	++	+	++	+	++	+
Regel om ledelsens neutralitet	++	+	+	-	+	++

Kilde: Ekstern undersøgelse, s. 29.

Figur 4: Hindringer for overtagelser, der ikke er omfattet af direktivet om overtagelsestilbud. Procentdelen af selskaber, der har vertikale strukturer eller krydsejerskab af aktier.

Vertikale strukturer		
Samlet	Børsnoteret for nylig	I alt
18,1 %	27,5 %	20,5 %

Krydsejerskaber af aktier		
Samlet	Børsnoteret for nylig	I alt
3,5 %	0 %	2,6 %

Kilde: Ekstern undersøgelse, s. 48.