

serede solvenskrav vil øge forsikringselskabernes incitament til at udstede lave garantier frem for høje garantier.

Lovforslagets regler vil blive foreslået ændret, når det forventede direktiv om nye solvensregler i forsikringselskaber og tværgående pensionskasser, der er under udarbejdelse i EU-regi (Solvens II-direktivet), skal gennemføres her i landet. Dette forventes at ske inden udgangen af 2010. Det er planen, at Kommissionen skal komme med et direktivudkast i 2007. Solvens II-direktivet forventes at ville inddrage flere risici ved opgørelsen af kapitalkravet, og kapitalkravet forventes derfor at blive en mere præcis opgørelse af kapitalkravet, end tilfældet er i dag.

2.3. Overtagelsestilbud

I de senere år er omkring 20 danske virksomheder hvert år blevet opkøbt af kapitalfonde, hvilket er en stigning i forhold til tidligere. Tendensen er, at de virksomheder, der bliver opkøbt, er større end tidligere.

Der er i dag omkring 80 danske virksomheder, der er ejet af en kapitalfond. Tilsammen har de ansat omkring 80.000 personer, hvilket svarer til 4 pct. af den private beskæftigelse. Kapitalfondene bidrager til en tradition med mange ejerformer i dansk erhvervsliv. Variationen af ejerformer er med til at understøtte de forskellige styrkepositioner, dansk erhvervsliv har.

Der er mange fordele ved kapitalfonde. En analyse fra Økonomisk Tema, nr. 4, 2006, om Kapitalfonde i Danmark viser, at virksomheder ejet af kapitalfonde i gennemsnit har en større vækst i antallet af ansatte efter overtagelsen end før. Fremgangen er også større i forhold til andre virksomheder, der har samme størrelse. De opkøbte virksomheder oplever endvidere, at omsætningen stiger. Analysen peger også på, at de opkøbte virksomheder drives mere effektivt. Det kan hænge sammen med, at kapitalfondene deltager aktivt i beslutninger og giver ledelsen incitamenter til at være resultatorienteret.

Analysen i Økonomisk Tema peger dog også på, at der i overtagelsessituationer kan rejses tvivl om ledelsens (målselskabets bestyrelse og direktion) loyalitet over for de eksisterende ejere, hvor kapitalfonde stiller ledelsen en bonus eller lignende ydelser i udsigt. Endvidere peger analysen på, at det ofte kommer som en overraskelse for de tidligere aktionærer, at der umiddelbart efter en overtagelse foretages meget store udbyttebetalinger.

Kapitalfondenes og andre fysiske eller juridiske personers overtagelsestilbud på selskaber, der har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en

autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. og bekendtgørelsen om overtagelsestilbud. Reglerne har til formål at beskytte aktionærerne i forbindelse med overtagelsestilbud eller kontrolskift.

Selv om den gældende regulering overordnet sikrer en høj grad af åbenhed i forbindelse med overtagelser af selskaber, der har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, har Økonomisk Tema dog vist, at der er grund til at tilpasse rammevilkårene ved overtagelse af selskaber for at beskytte aktionærerne i forbindelse med overtagelsestilbud og for at sikre, at aktionærerne får de oplysninger om tilbuddet, som er nødvendige for, at aktionærerne på et tilstrækkeligt oplyst grundlag kan træffe en beslutning om tilbuddet.

Der foreslås derfor indført et forbud mod indgåelse af aftale om bonus eller lignende ydelser i forbindelse med overtagelsestilbud på selskaber, der har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, samt et forbud mod udbetaling af midler fra målselskabet i de første 12 måneder efter gennemførelsen af et overtagelsestilbud, medmindre det i tilbudsdokumentet er angivet, at der vil blive udbetalt udbytte i forlængelse af overtagelsen. Under ganske særlige omstændigheder kan der dog godt finde en uddeling af selskabets midler sted i den pågældende periode, hvis der i forhold til selskabet er indtrådt nye begivenheder, som forbedrer selskabets finansielle stilling, og som ikke var påregnelig for tilbudsgiveren ved dennes afgivelse af tilbudsdokumentet.

Det foreslås, at der i lov om værdipapirhandel m.v. indsættes en hjemmel for Finanstilsynet til at fastsætte regler om forbud mod indgåelse af aftaler om bonus og lignende ydelser til målselskabets ledelse i forbindelse med et overtagelsestilbud.

Det er de eksisterende aktionærer i et selskab, der direkte eller indirekte har ansat de pågældende medlemmer af bestyrelsen og direktionen, som aflønner disse. Set ud fra et aktionærspunkt kan det derfor være et problem, at selskabets ledelse, der skal varetage ejernes interesse, kan have en (betydelig) økonomisk egeninteresse i, at en overtagelse gennemføres. Et sådant loyalitetsproblem kan særligt opstå, når ledelsen – dvs. målselskabets bestyrelse og direktion – i en overtagelsessituation får en ny eller en forhøjet bonus på foranledning af tilbudsgiveren, der giver ledelsen en betydelig personlig økonomisk fordel i gen-