

**Høringsnotat**  
**Forskrift om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud**

Høringsfrist 12. mai 2020

# 1 Innledning

Ved endringslov 24. april 2020 nr. 32 ble Finansdepartementet gitt hjemmel til å gi forskriftsregler om tilbudsprisen i et pliktig tilbud, jf. omtale i Prop. 68 L (2019–2020).

I høringsnotatet her foreslås det bestemmelser i forskrift om at tilbudsmyndigheten på nærmere angitte vilkår kan endre prisen som følger av hovedregelen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd første punktum.

Endringen i verdipapirhandelloven og forskriftsforslaget tar utgangspunkt i Verdipapirlovutvalgets utredning NOU 2019: 1 om overtakelsestilbud – frivillig og pliktig tilbud, og omhandler en avgrenset del av utvalgets utredning der det antas å være behov for rask regulering som følge av konsekvensene av tiltakene som er iverksatt for å redusere utbredelsen av Covid-19-viruset i samfunnet. Formålet er å legge til rette for nødvendig refinansiering av noterte selskaper i alvorlige finansielle vanskeligheter, samtidig som hensynet til minoritetsaksjonærene og formålet bak reglene om tilbudsplikt ivaretas.

Ved endringslov 24. april 2020 nr. 32 ble også bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd om at tilbudsprisen skal være minst like høy som markedskursen i nærmere angitte tilfeller, opphevet. Denne delen av endringsloven er ikke satt i kraft. Departementet vil på et senere tidspunkt vurdere forskriftsendringer for å erstatte gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven om markedskurs med mer nyanserte bestemmelser i forskrift.

## 2 Bakgrunn

### 2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven kapittel 6 regulerer tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av noterte selskaper. Loven gjennomfører europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud («direktivet om overtakelsestilbud») i norsk rett. Reglene gjelder som hovedregel for norske og utenlandske selskaper med aksjer notert på regulert marked i Norge. Det regulerte markedet hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert, er utpekt til å være tilbudsmyndighet, jf. verdipapirhandelloven § 6-4.

Den mest sentrale bestemmelsen etter gjeldende regler om overtakelsestilbud er utløsning av tilbudsplikt ved erverv av aksjer over visse terskler og plikten til å fremme et tilbud.

Som hovedregel skal den som gjennom erverv blir eier av mer enn 1/3 av stemmene i et selskap notert på norsk regulert marked, fremsette et tilbud til de øvrige aksjeeierne i selskapet om å erverve deres aksjer (tilbudsplikt). Tilbudsplikt utløses igjen ved erverv av mer enn 40 pst. og 50 pst. av stemmene (gjentatt tilbudsplikt). Dersom en aksjeeier tidligere har passert en terskel for tilbudsplikt på en måte som ikke utløste tilbudsplikt (for eksempel ved arv eller ved etablering av konsolidert gruppe), utløses tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv. Den som erverver aksjer over den aktuelle terskelen, kan unngå tilbudsplikt ved å selge de aksjene som overstiger terskelen for tilbudsplikt, innen fire uker etter ervervet.

Reglene om tilbudsplikt gir minoritetsaksjeeierne en mulighet til å selge seg ut av selskapet dersom overtakelsen medfører et kontrollskifte i selskapet. Formålet bak reglene er i første rekke å beskytte minoritetsaksjeeierne i selskapet som er gjenstand for overtakelse. Behovet for beskyttelse er en følge av de endringene som et slikt kontrollskifte medfører, men også den svekkelsen av aksjenes likviditet det kan medføre at en betydelig andel av aksjene besittes av én aksjeeier.

Regulering av tilbudsprisen skal sikre at alle aksjeeiere gis en lik mulighet til å selge seg ut på like betingelser. Gjennom salget vil minoritetsaksjeeierne få en del av premien som ofte betales for å oppnå og overta kontroll i et notert selskap, og hindre at minoritetsaksjeeierne i et overtatt selskap lider økonomisk tap som følge av selskaps overtakelsen.

Det følger av gjeldende verdipapirhandellov § 6-10 fjerde ledd første punktum at tilbudsprisen i et pliktig tilbud skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntre er høyere enn den pris som følger av hovedregelen, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen, jf. § 6-10 fjerde ledd tredje punktum.

### **2.1.1 EØS-rett**

Det følger av fortalen i direktivet om overtakelsestilbud punkt 9 at EØS-statene bør sikre vern av øvrige aksjeeiere ved kontrollskifte, særlig minoritetseiere, ved å pålegge den person som har overtatt kontrollen over selskapet, å gi et tilbud til alle innehaverne av dette selskapets verdipapirer om å overta alle deres verdipapirer til en rimelig pris i samsvar med en felles definisjon.

I direktivet artikkel 5 nr. 4 er det gitt nærmere regler om pris ved pliktige tilbud:

«4. Som rimelig pris skal anses den høyeste prisen som tilbyderen eller personer som opptrer i fellesskap med ham/henne, betaler for de samme verdipapirene i løpet av et tidsrom som skal fastsettes av medlemsstatene, på minst seks og høyst tolv måneder forut for tilbudet nevnt i nr. 1. Dersom tilbyderen eller en person som opptrer i fellesskap med ham/henne, etter at tilbudet er offentliggjort og før fristen for å godta tilbudet utløper, kjøper verdipapirer til en høyere pris enn tilbudsprisen, skal tilbyderen øke sitt tilbud til en pris som minst er lik den høyeste prisen som er betalt for verdipapirer ervervet på denne måten.

Forutsatt at de alminnelige prinsippene fastsatt i artikkel 3 nr. 1 følges, kan medlemsstatene gi sine tilsynsmyndigheter fullmakt til å endre prisen nevnt i første ledd under visse omstendigheter og i samsvar med kriterier som er klart definert. For dette formål kan de utarbeide en liste over omstendigheter der den høyeste prisen kan endres enten opp eller ned, for eksempel dersom den høyeste prisen ble fastsatt ved avtale mellom kjøperen og en selger, dersom markedsprisen på de aktuelle verdipapirene er manipulert, dersom markedsprisene i alminnelighet eller visse markedspriser i særdeleshet er påvirket av uvanlige hendelser, eller for å gjøre det mulig å redde et foretak i vanskeligheter. De kan også definere kriteriene som skal anvendes i slike tilfeller, for eksempel gjennomsnittlig markedsverdi i løpet av et bestemt tidsrom, selskapets avviklingsverdi eller andre objektive vurderingskriterier som er allment brukt i finansanalyser.

Alle vedtak en tilsynsmyndighet gjør om å endre den rimelige prisen, skal begrunnes og offentliggjøres.»

### **2.1.2 Svensk rett og dansk rett**

I NOU 2019: 1 er svensk rett beskrevet på følgende måte:

«Dersom tilbyder i en kortere periode enn 6 måneder før et tilbud er offentliggjort har ervervet aksjer i målselskapet, direkte eller indirekte, på annet vis enn gjennom tidligere offentlig tilbud (tidligere transaksjon), får vilkårene i tilbudet ikke være mindre gunstige enn vilkårene og betingelsene for den tidligere transaksjonen, jf. Takeover-reglene pkt. II.13 første ledd. Videre følger det av Takeover-reglene pkt. II.13 andre ledd at tilbyder, uavhengig av første ledd, ved fastsettelse av vilkårene for tilbudet kan ta hensyn til svært vesentlig og ikke midlertidig nedgang i spørsmålet om prisen på målselskapets aksjer som oppstår i perioden mellom den forrige transaksjonen og annonseringen av tilbudet. Dersom tilbudsgiveren i den tidligere transaksjonen har betalt premie i forhold til selskapets aksjekurs, må en tilsvarende premie i prosent av tilbudet gis i tilbudet».

Dansk rett er beskrevet på følgende måte:

«Det er gitt regler om kurs og vederlag i pliktig tilbud i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud §§ 13-16. Den tilbudte kurs i et pliktig tilbud skal minst svare til den høyeste pris som tilbyder eller personer som handler i forståelse med tilbyder har betalt for de allerede ervervede aksjer i en periode på 6 måneder før tilbudsdokumentets godkjenning, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 13. Dersom målselskapet har flere aksjeklasser, skal det fastsettes en tilbudspris for hver aksjeklasse, og for de aksjeklasser der tilbyder har ervervet aksjer, gjelder prinsippet om høyeste kurs, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 14 stk. 2.

Ifølge Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 15 stk. 1 kan Finanstilsynet regulere den tilbudte kurs fastsatt iht. §§ 13 og 14 opp eller ned, dersom (1) kursen på de aktuelle aksjer er blitt manipulert, (2) kursen generelt eller i det foreliggende tilfellet er blitt påvirket av ekstraordinære begivenheter, (3) tilbudet avgis med formål å redde et nødlidende selskap, (4) prisfastsettelsen er et uttrykk for omgåelse av likebehandlingsprinsippet eller (5) tilbudskursen er vesentlig lavere enn markedskursen.

Finanstilsynet kan ved fastsettelse av tilbudskursen etter første ledd anvende (1) den høyeste kurs tilbyder har ervervet aksjer til i 12 måneder før tilbyders melding, jf. § 3, (2) gjennomsnittskursen i 12 måneder før tilbyders melding, jf. § 3, (3) målselskapets likvidasjonsverdi eller (4) andre objektive kriterier, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 15 stk. 2.

Dersom tilbyder ber om endring av den høyeste pris etter første ledd, skal anmodningen gis til Finanstilsynet snarest etter tilbyders offentliggjøring av meddelelse om tilbud, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 15 stk. 3.»

## 2.2 Verdipapirlovutvalgets vurderinger

Verdipapirlovutvalget ga i NOU 2019: 1 uttrykk for at hovedregelen for beregning av tilbudspris fortsatt bør være at tilbyder plikter å betale det høyeste vederlag vedkommende eller dennes nærstående har betalt eller avtalt de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte.

Utvalget mener imidlertid at det i enkelte tilfeller er behov for at tilbudsmyndigheten på nærmere angitte vilkår kan justere tilbudsprisen. Det foreslås at tilbudsmyndigheten, innenfor rammen av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper, gis et skjønn til å avgjøre om justeringsadgangen bør benyttes eller ikke i de tilfeller der vilkårene anses oppfylt.

Etter utvalgets forslag kan tilbudsmyndigheten justere tilbudsprisen både på eget initiativ og etter anmodning fra tilbyder eller øvrige aksjeeiere. Forslaget gir tilbudsmyndigheten adgang både til å pålegge oppjustering og nedjustering av tilbudsprisen i forhold til det som følger av lovens hovedregel.

Situasjoner som kan gi grunnlag for å fravike hovedregelen, er angitt i forslaget til endring av verdipapirforskriften. For det første mener utvalget at tilbudsprisen bør kunne justeres dersom tilbudsmyndigheten mener at kursen i den relevante 6-månedersperioden er på et kunstig nivå. For det andre mener utvalget at tilbudsprisen bør kunne justeres dersom ervervet som ligger til grunn for tilbudsprisen, ikke er foretatt på vanlige forretningsmessige vilkår. For det tredje mener utvalget at tilbudsprisen bør kunne justeres dersom tilbudsplikt utløses i forbindelse med nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter.

Utvalget viser til at direktivet om overtakelsestilbud artikkel 5. nr. 4 nevner som eksempel på grunnlag for justering av prisen at dette er nødvendig for å redde et foretak i vanskeligheter. Etter det utvalget er kjent med, finnes også tilsvarende adgang til å justere tilbudsprisen i andre lands rett, herunder dansk rett. Utvalget fremhever blant annet at forslaget vil omfatte situasjoner der oppkjøpet fremmes som en del av en prosess for å redde et selskap som er i betydelige økonomiske vanskeligheter, og der en nedjustering i forhold til høyeste pris betalt av tilbyder fremstår som en forutsetning for at redningsplanen kan gjennomføres. Forslaget er

begrenset til tilfeller der målselskapets problemer er av økonomisk karakter. Utvalget presiserer at også ved redningsoppkjøp vil hovedregelen være at tilbudsprisen skal tilsvare høyeste pris betalt av tilbyder eller dennes nærstående de siste seks måneder.

Utvalget drøfter og fremmer forslag til forskriftsbestemmelser for justering av tilbudsprisen i de ulike typetilfellene for justering av tilbudsprisen.

Videre redegjør utvalget for det gjeldende markedskursalternativet etter verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd, og anfører at i forlengelsen av praksis fra EFTA-domstolen og EU-domstolen synes det nødvendig å klargjøre begrepet «markedskurs». Utvalget foreslår derfor nye bestemmelser om justering av tilbudspris ved pliktig tilbud i forskrift, som erstatning for gjeldende markedskursalternativ i verdipapirhandelloven.

Se utfyllende omtale av Verdipapirlovutvalgets vurderinger i NOU 2019: 1 kapittel 5.6.5.

## 2.3 Høringsinstansens merknader

*Finans Norge, Oslo Børs, NHO og Norske Finansanalytikeres Forening* støtter i hovedsak forslagene i utredningen, og har ikke gitt særskilte kommentarer til forslaget om tilbudspris. *Justis- og beredskapsdepartementet* og *Forbrukertilsynet* har ikke gitt særskilte kommentarer til forslaget om tilbudspris.

*Verdipapirforetakenes Forbund* støtter forslaget til revisjon av reglene om overtakelsestilbud. Forbundet gir uttrykk for at de er kjent med at noen medlemsforetak har gitt sin tilslutning til innspill til høringen fra Advokatfirmaet BAHR, og at forbundet er positive til at disse innspillene blir tatt opp til vurdering.

*Verdipapirfondenes forening* viser til at utvalget foreslår regler som bedre klargjør hva som er den laveste tilbudsprisen som kan tilbys pr. aksje. Foreningen bemerker at dette er forhold som det har vært mange tvister om gjennom årene i det praktiske liv, og mener de nye reglene vil bidra til større klarhet på dette området.

*Advokatforeningen* gir uttrykk for at Norge ikke er forpliktet etter direktivet om overtakelsestilbud til å ha en justeringsbestemmelse, slik de forstår det, og kan ikke se at utvalget har begrunnet behovet for en slik mekanisme i tilfeller der tilbyderen har ervervet aksjer i målselskapet i seks månedersperioden. Etter Advokatforeningens syn er det svært viktig at norsk regulering på dette punkt innrettes på en måte som skaper trygghet og forutberegnelighet for tilbyders finansielle eksponering ved oppkjøp på Oslo Børs.

Advokatforeningen påpeker ulike problemstillinger med de modellene for prisfastsettelse som er foreslått, og anfører at fastsettelse av kurs i pliktig tilbud på denne måten vil eksponere en tilbyder for en betydelig risiko. Advokatforeningen mener derfor at forslaget ikke bør gjennomføres som foreslått, alternativt at tilbyder i tilfeller der tilbudsmyndigheten kommer til at prisen skal justeres, gis adgang til å selge seg ned.

*Advokatfirmaet BAHR* har avgitt høringsmerknad med tilslutning fra nærmere angitte verdipapirforetak. Advokatfirmaet mener det må være et grunnleggende utgangspunkt at en tilbyder ikke skal måtte tilby mer i et pliktig tilbud enn vedkommende faktisk har vært villig til å betale ved erverv av aksjer, og at hensynet til likebehandling ikke rekker lenger enn dette. Advokatfirmaet bemerker at man ikke må tape av syne at reglene om tilbudsplikt ikke er innløsningsbestemmelser, men kun regler om et tilbud som aksjonærene står fritt til å avvise og i stedet forbli aksjonærer i selskapet. Advokatfirmaet påpeker ulike problemstillinger og angir at de på denne bakgrunn frykter at den foreslåtte reguleringen vil gi opphav til atskillige tvister, både med hensyn til om vilkårene for justering av tilbudsprisen er oppfylt og om hva tilbudsprisen skal justeres til.

*Advokatfirmaet Thommessen* gir i brev 16. mars 2020, etter høringsfristens utløp, uttrykk for at forslaget i NOU 2019: 1 ikke fanger opp endringer i markedskursen som følge av at «markedskursen er påvirket av ekstraordinære omstendigheter». Advokatfirmaet mener det er

uklart hva som ligger i en «eiermessig restrukturering» som foreslått av lovutvalget, og at unntaket ikke omfatter den praktiske situasjonen at en større eier ønsker å bidra med ytterligere kapital i virksomheten som har akutt behov for dette – uten at det nødvendigvis skjer en «eiermessig restrukturering». Advokatfirmaet mener det er bedre å innta kurspåvirkning som følge av «ekstraordinære omstendigheter» som et selvstendig alternativ. Formålet med forslaget er ifølge advokatfirmaet å legge til rette for at et selskap under ekstraordinære omstendigheter kan innhente kapital fra større aksjonærer, uten at aksjonærene utløser tilbudsplikt basert på irrelevante historiske kurser, og at i motsatt fall vil tilbudsprisen kunne forhindre en større aksjonær fra å tegne seg i en rettet emisjon, eventuelt overtegne i fortrinnsrettsemisjon, for å redde selskapet. Advokatfirmaet bemerker at det fortsatt vil måtte fremmes et pliktig tilbud dersom en tilbudsplikt utløses, men det vil være kursen i ervervet eller transaksjonen som utløser tilbudet som vil danne grunnlag for beregning av tilbudskursen, eventuelt volumveiet markedskurs over en nær forutgående periode. Advokatfirmaet mener minoritetsvernet blir ivaretatt ved at aksjonærer som mener tilbudet er for lavt, kan la være å akseptere tilbudet. Forslaget er angitt å være i samsvar med EUs direktiv om overtakelsestilbud artikkel 5, fjerde avsnitt og i tråd med den danske løsningen.

### **3 Forslag til forskrift om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud**

## **4 Forskrift om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud**

### **4.1 Justering av tilbudsprisen - tilførsel av egenkapital til et selskap i alvorlig finansielle vanskeligheter**

Etter hovedregelen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd første punktum skal tilbudsprisen i et pliktig tilbud være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. I likhet med Verdipapirlovutvalget mener departementet at dette fortsatt bør være den klare hovedregelen. Det vil imidlertid kunne oppstå særlige tilfeller der det er behov for at tilbudsprisen fastsettes etter andre prinsipper.

Verdipapirlovutvalget har i sitt forskriftsforslag foreslått at tilbudsprisen bør kunne justeres dersom tilbudsplikt utløses i forbindelse med nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter. Departementet mener at et slik vilkår vil gi en for snever anvendelse av bestemmelsen, eksempelvis i situasjoner der en større eier ønsker å bidra med ytterligere kapital i virksomheten som har akutt behov for dette, uten at det nødvendigvis skjer en eiermessig restrukturering.

Departementet foreslår på denne bakgrunn at tilbudsprisen kan justeres dersom *tilbudsplikt utløses i forbindelse med tilførsel av egenkapital til et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter* jf. forskriftsforslaget § 1 første ledd. Dette vil også omfatte konvertering av gjeld til egenkapital.

I likhet med Verdipapirlovutvalget mener departementet at bestemmelsen bør gi tilbudsmyndigheten forvaltningsrettslig skjønnskompetanse til å avgjøre om justeringsadgangen skal benyttes eller ikke i de tilfeller der vilkårene anses oppfylt. Dette skjønnet vil måtte utøves innenfor rammen av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper, herunder i lys av formålet med bestemmelsen. Formålet med bestemmelsen er å legge til rette for nødvendig refinansiering av noterte selskaper i alvorlige finansielle vanskeligheter, samtidig som hensynet til minoritetsaksjonærene og formålet bak reglene om tilbudsplikt ivaretas. Forutsetningsvis vil arten av og behovet for kapitaltilførselen, samt betydningen av

tilbudsprisen for slik tilførsel, være relevant i vurderingen av om tilbudsmyndigheten skal benytte kompetansen til å justere tilbudsprisen.

Departementet viser til at Verdipapirlovutvalget i sitt forslag har lagt til grunn at tilbudsprisen i tilfeller som nevnt, skal fastsettes i samsvar med alminnelig anerkjente objektive kriterier for verdsettelse av aksjer. Departementet mener det er sentralt at en bestemmelse om justering av tilbudspris så langt det er mulig gir forutberegnelighet. Samtidig vil hensynet til å fastsette en rimelig pris i det pliktige tilbudet for minoritetsaksjeeierne være tungtveiende, også i en situasjon med alvorlig markedsuro eller særskilte utfordringer for enkelte selskap.

Departementet bemerker at det er krevende å utforme en bestemmelse som gir rimelig pris i ulike situasjoner, og som samtidig har høy grad av forutberegnelighet. Det vil herunder være vanskelig å definere et skjæringstidspunkt som er relevant for alle selskaper og bransjer også i situasjoner med markedsuro eller særskilte utfordringer for det konkrete selskapet.

Departementet mener på denne bakgrunn at en bestemmelse som låser tilbudsprisen til gjennomsnittsprisen i en definert periode, er et lite egnet virkemiddel til å fastsette tilbudsprisen i slike tilfeller. Hensynet til forutberegnelighet tilsier imidlertid at det bør tilstrebes en beregningsmåte hvor justert tilbudspris i størst mulig grad kan beregnes med utgangspunkt i objektive kriterier på grunnlag av tilgjengelig informasjon.

Departementet mener på denne bakgrunn at vurderingen av tilbudsprisen i situasjoner som nevnt skal ta utgangspunkt i høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt ved det ervervet som utløser tilbudsplikt eller erverv som foretas i nær sammenheng med dette, jf. forskriftsforslaget § 1 annet ledd bokstav a.

Det kan imidlertid ikke utelukkes at det er relevant å se hen til erverv som er gjort i en tidligere fase av en situasjon med markedsuro eller særskilte utfordringer, eksempelvis dersom prisen i transaksjonen inneholder en kontrollpremie som det er rimelig at øvrige aksjonærer også får ta del i, eller det foreligger andre omstendigheter som innebærer at transaksjonene er relevante. Departementet foreslår på denne bakgrunn at tilbudsmyndigheten kan legge til grunn en høyere pris (enn tilbudsprisen beregnet etter bokstav a som omtalt over) som tilbyder har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte dersom prisen *ikke i urimelig grad avviker fra observerbare omsetningspriser* da tilbudsplikten inntrådte, alternativt på det tidspunkt avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt inngås, eller erverv som foretas i nær sammenheng med dette. Utgangspunktet for vurderingen vil med dette være forankret i objektivt konstaterbare omsetningspriser.

Departementet mener videre at den best balanserte løsningen er at det overlates til tilbudsmyndigheten å utøve et forsvarlig skjønn knyttet til om forutgående erverv bør hensyntas ved fastsettelsen av tilbudsprisen innenfor angitte vilkår i forslaget § 1 annet ledd bokstav b, eller om det er prisen i ervervet som utløser tilbudsplikt, eller i nær sammenheng med dette, som skal legges til grunn, jf. forslaget bokstav a.

For å ivareta hensynet til minoritetsaksjeeierne og formålet bak reglene om tilbudsplikt inneholder forslaget en unntaksbestemmelse for det tilfellet tilbudsprisen klart fremstår som urimelig lav vurdert etter prinsippene over, jf. forskriftsforslaget § 1 tredje ledd. I vurderingen av om prisen klart fremstår som urimelig lav, kan tilbudsmyndigheten blant annet legge vekt på differanse mot observerbare omsetningspriser og vilkårene og kriteriene benyttet ved tilførsel av egenkapital til selskapet. Tilbudsmyndigheten kan i slike tilfeller fastsette tilbudsprisen i samsvar med alminnelig anerkjente objektive kriterier for verdsettelse av aksjer, jf. også forslaget fra Verdipapirlovutvalget. Også i slike tilfeller vil imidlertid observasjon av omsetningspriser for en representativ periode være et sentralt utgangspunkt for vurderingen.

Det foreslås at tilbudsmyndigheten gis adgang til å kreve at tilbyder dekker kostnadene ved endring av tilbudsprisen, jf. forskriftsforslaget § 2.

## 4.2 Økonomiske og administrative konsekvenser

Departementet legger til grunn at forslaget kan ha administrative konsekvenser for tilbudsmyndigheten i form av en viss økning i antallet saker som undergis tilbudsmyndighetens behandling ved at adgangen til å justere tilbudsprisen utvides. Det er videre påregnelig med en viss tilhørende økning i saker som påklages til Børsklagenemden. Det administrative konsekvensene anses ikke vesentlige.

Departementet legger videre til grunn at forslaget vil gi grunnlag for samfunnsøkonomiske gevinster ved å kunne legge bedre til rette for nødvendig tilførsel av egenkapital til et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter, herunder kontrollskifte, der det er økonomisk ønskelig.

## 4.3 Ikrafttredelse og varighet

Forskriften trer i kraft straks og gjelder til 31.12.2020. Departementet vil vurdere om den helt eller delvis skal videreføres. Departementet vil også vurdere forskriftsendringer for å erstatte gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven om markedskurs med mer nyanserte bestemmelser i forskrift.

## 4.4 Forskriftsforslaget

### Forskrift om fastsettelse av pris ved pliktig tilbud

Fastsatt av Finansdepartementet (...) med hjemmel i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 6-10 fjerde ledd annet punktum.

#### *§ 1 Justering av tilbudspris*

- (1) Tilbudsmyndigheten kan endre den tilbudspris som følger av verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd første punktum, dersom tilbudsplikt utløses i forbindelse med tilførsel av egenkapital til et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter.
- (2) Følgende prinsipper skal legges til grunn ved fastsetting av tilbudsprisen etter første ledd:
  - a) Tilbudsmyndigheten skal fastsette tilbudsprisen til den høyeste prisen tilbyder har betalt eller avtalt ved det ervervet som utløser tilbudsplikt, eller erverv som foretas i nær sammenheng med dette, eller
  - b) til en høyere pris tilbyder har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte dersom prisen ikke i urimelig grad avviker fra observerbare omsetningspriser da tilbudsplikten inntrådte, på tidspunktet da avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt ble inngått, eller erverv som foretas i nær sammenheng med dette.
- 3) Dersom tilbudsprisen etter dette klart fremstår som urimelig lav, kan tilbudsmyndigheten fastsette tilbudsprisen i første ledd samsvar med alminnelig anerkjente objektive kriterier for verdsettelse av aksjer, herunder ved observasjon av omsetningspriser for en representativ periode. I vurderingen av om prisen klart fremstår som urimelig lav, kan tilbudsmyndigheten blant annet legge vekt på differanse mot observerbare omsetningspriser og vilkårene og kriteriene benyttet ved tilførsel av egenkapital til selskapet.

#### *§ 2 Kostnader*

Tilbudsmyndigheten kan kreve at tilbyder dekker kostnadene ved endring av tilbudsprisen.

#### *§ 3 Ikrafttredelse og varighet*

Forskriften trer i kraft straks og gjelder til og med 31. desember 2020.