

NOU

Norges offentlige utredninger **2019:1**

Overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud)

Endringer i verdipapirhandelloven

Norges offentlige utredninger 2019

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Teknisk redaksjon

1. Overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud)
Finansdepartementet

Overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud)

Endringer i verdipapirhandelloven

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015
Avgitt til Finansdepartementet 23. januar 2019

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1383-7

07 Media AS

Til Finansdepartementet

Verdipapirlovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015. Utvalget skal i henhold til mandatet komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte verdipapirregelverk i norsk rett, gjennomgå børs- og verdipapirhandelens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer, samt utrede muligheten for ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak. Utvalget skal videre vurdere behov for revisjon av reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskap notert på regulert marked, samt vurdere nærmere angitte prosessuelle forhold knyttet til behandling av saker for klagenemnd og domstolene, der offentligrettslig kompetanse etter børs- og verdipapirregulering er delegert til regulert marked. I et tilleggsmandat av 31. mai 2017 fikk utvalget i oppdrag å fremme forslag til nye regler om prospekter.

Utvalget legger med dette frem sin sjette utredning. Utredningen fremmer forslag til endringer i reglene om overtakelsestilbud i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften.

Oslo, 23. januar 2019

Filip Truyen
leder

Elisabeth Bjerkestrand

Gry Evensen Skallerud

Eirik Solem

Morten Grandal

Kjell Vidjeland

Christina Stray

Halvor E. Sigurdson

Angela Nygaard

Hege Dahl

Innhold

1	Innledning	9	4.4.3	Svensk rett	35
1.1	Utvalgets mandat og sammen- setning	9	4.4.4	Dansk rett	35
1.2	Sammendrag	11	4.4.5	Utvalgets vurdering	35
1.3	Oversikt over reglene om overtakelsestilbud	13	4.5	Vilkår i frivillige tilbud	36
1.4	Utvalgets tilnærming til mandatet	16	4.5.1	Gjeldende rett	36
1.5	Utvalgets arbeid	18	4.5.2	EØS-rett	37
			4.5.3	Svensk rett	37
			4.5.4	Dansk rett	37
			4.5.5	Utvalgets vurdering	37
2	Tilnærming og lovstruktur i lys av direktivet	19	4.6	Tilbudsperiode, gjennomføring, dispensasjoner mv.	39
2.1	Innledning	19	4.6.1	Gjeldende rett	39
2.2	Gjeldende rett	19	4.6.2	EØS-rett	40
2.3	EØS-rett	20	4.6.3	Svensk rett	40
2.4	Svensk rett	22	4.6.4	Dansk rett	40
2.5	Dansk rett	22	4.6.5	Utvalgets vurdering	40
2.6	Storbritannia	23	4.7	Hvilke aksjer frivillig tilbud må omfatte	42
2.7	Utvalgets vurderinger	23		Gjeldende rett	42
2.7.1	Gjeldende regelverksutforming	23	4.7.1	EØS-rett	42
2.7.2	Lovstruktur	25	4.7.2	Utvalgets vurdering	42
2.7.3	Gjennomføring av direktivets prinsipper	26	4.7.3		
2.7.4	Utvidede dispensasjonshjemler	26	5	Tilbudspått og pliktige tilbud	43
3	Krav til forberedelser i førtilbudsfasen	28	5.1	Generelt	43
3.1	Innledning	28	5.2	Melding om tilbudspått	43
3.2	Gjeldende rett	28	5.2.1	Gjeldende rett	43
3.3	EØS-rett	28	5.2.2	EØS-rett	43
3.4	Svensk rett	28	5.2.3	Svensk rett	43
3.5	Dansk rett	29	5.2.4	Dansk rett	43
3.6	Utvalgets forslag	29	5.2.5	Utvalgets vurdering	43
			5.3	Dispensasjon fra plikt til å frem- sette pliktig tilbud	44
4	Frivillige tilbud	30	5.3.1	Gjeldende rett	44
4.1	Generelt	30	5.3.2	EØS-rett	45
4.2	Melding om frivillige tilbud	30	5.3.3	Svensk rett	45
4.2.1	Gjeldende rett	30	5.3.4	Dansk rett	45
4.2.2	EØS-rett	30	5.3.5	Utvalgets vurdering	46
4.2.3	Svensk rett	30	5.4	Konsolidering, nærstående	47
4.2.4	Dansk rett	31	5.4.1	Gjeldende rett	47
4.2.5	Utvalgets vurderinger	31	5.4.2	EØS-rett	49
4.3	Offentliggjøring av melding om frivillig tilbud	33	5.4.3	Svensk rett	49
4.3.1	Gjeldende rett	33	5.4.4	Dansk rett	49
4.3.2	EØS-rett	33	5.4.5	Utvalgets vurdering	50
4.3.3	Svensk rett	34	5.5	Indirekte erverv	51
4.3.4	Dansk rett	34	5.5.1	Gjeldende rett	51
4.3.5	Utvalgets vurderinger	34	5.5.2	EØS-rett	51
4.4	Frist for fremsettelse av frivillig tilbud mv.	34	5.5.3	Svensk rett	51
4.4.1	Gjeldende rett	34	5.5.4	Dansk rett	51
4.4.2	EØS-rett	35	5.5.5	Utvalgets vurdering	51
			5.6	Tilbudspris – markedskurs- alternativet	52
			5.6.1	Gjeldende rett	52

5.6.2	EØS-rett	52	7	Tvungen overføring mv.	72
5.6.3	Svensk rett	53	7.1	Gjeldende rett	72
5.6.4	Dansk rett	53	7.2	EØS-rett	73
5.6.5	Utvalgets vurdering	54	7.3	Utvalgets vurdering	74
5.7	Nedsalg	58	7.3.1	Informasjon om beslutning om tvungen overføring	74
5.7.1	Gjeldende rett	58	7.3.2	Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbud	74
5.7.2	EØS-rett	59	7.3.3	Unntak fra plikten til å fremsette pliktig tilbud ved tvungen overføring	74
5.7.3	Svensk rett	59			
5.7.4	Dansk rett	59			
5.7.5	Utvalgets vurdering	59			
5.8	Dispensasjon fra frist for å fremsette pliktig tilbud	61	8	Tilsyn mv.	76
5.8.1	Gjeldende rett	61	8.1	Gjeldende rett	76
5.8.2	EØS-rett	61	8.2	EØS-rett	76
5.8.3	Svensk rett	61	8.3	Svensk rett	77
5.8.4	Dansk rett	61	8.4	Dansk rett	77
5.8.5	Utvalgets vurdering	61	8.5	Utvalgets vurdering	77
5.9	Tilbudsdokumentet	62	8.5.1	Tilbudsmyndighet	77
5.9.1	Gjeldende rett	62	8.5.2	Tilsyn	78
5.9.2	EØS-rett	62	8.5.3	Gebyr	78
5.9.3	Svensk rett	62	8.5.4	Taushetsplikt	79
5.9.4	Dansk rett	62			
5.9.5	Utvalgets vurdering	62	9	Virkeområde mv.	80
6	Enkelte fellesbestemmelser	64	9.1	Virkeområde	80
6.1	Generelle informasjonskrav	64	9.1.1	Gjeldende rett	80
6.1.1	Gjeldende rett	64	9.1.2	EØS-rett	80
6.1.2	EØS-rett	64	9.1.3	Svensk rett	81
6.1.3	Svensk rett	64	9.1.4	Dansk rett	81
6.1.4	Dansk rett	64	9.1.5	Utvalgets vurdering	82
6.1.5	Utvalgets vurdering	64	9.2	Tilbudsregler for andre markeds plasser	82
6.2	Likebehandling	65	9.2.1	Gjeldende rett	82
6.2.1	Gjeldende rett	65	9.2.2	EØS-rett	82
6.2.2	EØS-rett	66	9.2.3	Svensk rett	82
6.2.3	Svensk rett	66	9.2.4	Dansk rett	82
6.2.4	Dansk rett	66	9.2.5	Utvalgets vurdering	83
6.2.5	Utvalgets vurdering	66	9.3	Fusjon og fusjonslignende arrangementer mv.	83
6.3	Rett til å trekke aksept ved konkurrerende tilbud	67	9.3.1	Gjeldende rett	83
6.3.1	Gjeldende rett	67	9.3.2	EØS-rett	83
6.3.2	EØS-rett	68	9.3.3	Svensk rett	84
6.3.3	Svensk rett	68	9.3.4	Dansk rett	84
6.3.4	Dansk rett	68	9.3.5	Utvalgets vurdering	84
6.3.5	Utvalgets vurdering	69	10	Tiltak og sanksjoner	86
6.4	Endring av tilbud	69	10.1	Gjeldende rett	86
6.4.1	Gjeldende rett	69	10.2	EØS-rett	86
6.4.2	EØS-rett	70	10.3	Svensk rett	86
6.4.3	Svensk rett	70	10.4	Dansk rett	87
6.4.4	Dansk rett	70	10.5	Utvalgets vurdering	87
6.4.5	Utvalgets vurdering	70	10.5.1	Generelt	87
6.5	Avtaler mellom tilbyder og målselskap	71	10.5.2	Tiltak og virkemidler	88
6.5.1	Gjeldende rett	71	10.5.3	Overtrjedelsesgebyr og straff	89
6.5.2	EØS-rett	71			
6.5.3	Utvalgets vurdering	71			

11	Administrative og økonomiske konsekvenser	93	11.3.2	Finanstilsynet	96
11.1	Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen ..	93	11.3.3	Administrative tiltak og sanksjoner	96
11.2	Administrative og økonomiske konsekvenser av endringene	95	11.3.4	Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter	97
11.2.1	Generelt	95	12	Merknader til de enkelte bestemmelser	98
11.2.2	Administrative og økonomiske konsekvenser for tilbyder	95	12.1	Merknader til lovbestemmelsene	98
11.2.3	Administrative og økonomiske konsekvenser for notert foretak	95	12.2	Merknader til forskriftsbestemmelsene	104
11.2.4	Administrative og økonomiske konsekvenser for investorer	96	13	Forslag til lov- og forskrifts- endringer	109
11.3	Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene ..	96			
11.3.1	Oslo Børs	96			

Kapittel 1 Innledning

1.1 Utvalgets mandat og sammensetning

Den 22. mai 2015 oppnevnte Regjeringen et lovutvalg for å komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte regelverk på verdipapiriområdet i norsk rett, samt å vurdere behovet for revisjon av enkelte andre nærmere angitte regler på verdipapiriområdet. Oppdraget omfatter direktiver og forordninger som erstatter eller endrer tre direktiver med tilhørende forordninger, henholdsvis direktiv 2004/39/EF om markedet for finansielle instrumenter (heretter MiFID I), direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikt (heretter rapporteringsdirektivet) og direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk (heretter MAD I).

Følgende personer ble oppnevnt som medlemmer av Verdipapirlovutvalget:

- advokat/professor II dr. juris Filip Truyen, leder (Bergen)
- fagdirektør Elisabeth Bjerkestrand (Asker)
- seksjonsleder Gry Evensen Skallerud (Oppegård)
- advokat Eirik Solem (Oslo)
- advokat Morten Grandal (Oslo)
- advokat Kjell Vidjeland (Bærum)
- avdelingsdirektør Ingebjørg Harto (Oslo)
- sjeffjurist Christina Stray (Oslo)
- juridisk direktør Angela Nygaard (Oppegård)

Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto trådte ut av utvalget den 1. februar 2016. Harto er nå erstattet med fagleder/advokat Halvor E. Sigurdson. Seksjonsleder Christian Falkenberg Kjøde har også vært bidragsyter i utvalgets arbeid.

Sekretariatet i utvalget ved den foreliggende utredningen har bestått av advokat Hege Dahl. Advokat Ida Weyer Larsen var i sekretariatet frem til 1. juli 2017.

Lovutvalget fikk følgende mandat:

«I

1. Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) er erstat-

tet av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR). Direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk (MAD) er erstattet av Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR). MiFID II skal være gjennomført i nasjonal lovgivning i EU innen 3. juli 2016, og skal sammen med MiFIR ha virkning i EU fra 3. januar 2017. MAR skal i EU ha virkning fra 3. juli 2016.

2. Direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (rapporteringsdirektivet) endres av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU. Endringsdirektivet trådte i kraft i EU 26. november 2013 og skal være gjennomført i EU-landene innen 26. november 2015.
3. Ovennevnte EU-regelverk forventes tatt inn i EØS-avtalen i løpet av 2015/2016.
4. Utvalget skal utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR), samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU om endringer i rapporteringsdirektivet.
5. Det er forventet at Kommisjonen vil fastsette utfyllende rettsakter til MiFID II/MiFIR, MAR og/eller rapporteringsdirektivet som også vil være EØS-relevante. I den grad slike utfyllende rettsakter er vedtatt i EU innen utløpet av utvalgets mandatperiode, skal utvalget i sitt forslag også utrede og utarbeide utkast til regler som kan gjennomføre EØS-regler som svarer til slike utfyllende rettsakter, og skal uansett foreslå nødvendige forskriftshjemler for gjennomføring av slike regler.
6. Utvalget skal, blant annet på bakgrunn av kommende EØS-regler, samt Europaparla-

ments- og rådsdirektiv 2014/57/EU om straff for overtredelse av forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon mv. (som ikke er EØS-relevant og derfor ikke vil bli tatt inn i EØS-avtalen), foreta en helhetlig gjennomgang av børns- og verdipapirhandelens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer.

7. EØS-regler tilsvarende endringsdirektiv 2007/44/EF er for så vidt gjelder verdipapirforetak ikke gjennomført i norsk rett. I den utstrekning reglene i direktiv 2007/44/EF knyttet til verdipapirforetak er videreført i MiFID II, skal utvalget utarbeide forslag til regler om gjennomføring av de relevante bestemmelsene i direktiv 2007/44/EF.
8. I den utstrekning de kommende EØS-reglene gir rom for det, skal utvalget utrede om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak.

II

9. Gjennomføring av EØS-regler som nevnt antas å ville kreve endringer i oppsettet av den norske verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, blant annet fordi EØS-regler som svarer til forordninger må gjennomføres i norsk rett ved henvisningsbestemmelse (inkorporasjon). Utvalget skal derfor vurdere om strukturen i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter er hensiktsmessig i lys av de kommende EØS-reglene. Herunder skal utvalget vurdere plasseringen av regler i henholdsvis lov og forskrift. Formålet må være å beholde en mest mulig brukervennlig lov- og forskriftsstruktur, innenfor de rammer som følger av at forordninger må inkorporeres som sådan. Samtidig må utvalget være oppmerksom på kravene til legalitet og klarhet som nødvendige for å kunne ilegge straff, administrative sanksjoner og reaksjoner ved brudd på handlingsplikter.

III

10. Utvalget skal videre vurdere behov for revisjon av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6 med tilhørende forskrifter om tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp, og utarbeide forslag til relevante regelendringer i tråd med utvalgets vurderinger.

IV

11. Utvalget skal vurdere følgende prosessuelle forhold knyttet til behandling av saker for klagenemnd og for domstolene, der offentligrettslig kompetanse etter børns- og verdipapirlovgevingen er delegert til et regulert marked: i) Hvem som bør bære kostnadene ved behandling av klage på vedtak fattet av regulert marked i klagenemnd, herunder om og eventuelt i hvilke tilfeller klager skal ha krav på dekning av sakskostnader når et vedtak blir endret til gunst for klager, ii) hvem som skal være part når saker avgjort i klagenemnd bringes inn for domstolsbehandling, iii) hvem som skal være ansvarlig for erstatningsbetingende vedtak truffet av regulert marked og klagenemnd. Utvalget bes også beskrive hvordan offentligrettslig kompetanse som nevnt er organisert i andre EØS-land som det er naturlig å sammenligne med. Utvalget skal utarbeide forslag til relevante regelendringer i tråd med utvalgets vurderinger.

V

12. Utvalget skal følge retningslinjene i utredningsinstruksen, herunder utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Det skal utarbeides lov- og forskriftsutkast som reflekterer utvalgets vurderinger. Utvalgets forslag til nye lovregler skal utarbeides i tråd med retningslinjene i heftet Lovteknikk. Utredningen skal trykkes i NOU-serien (Norges offentlige utredninger).
13. Dersom det anses hensiktsmessig, kan utvalget nedsette egne underutvalg til å utrede bestemte deler av mandatet. Utvalget avgjør selv om og på hvilken måte eventuelle underutvalg skal rapportere til utvalget og forankre sine vurderinger og konklusjoner der. Utvalget kan etter nærmere avtale med Finansdepartementet utnevne eksterne medlemmer og sekretærer til slike underutvalg. Utvalget kan også etter nærmere avtale med Finansdepartementet innhente eksterne betenkninger om nærmere angitte spørsmål.
14. Utvalget kan dele arbeidet i tre utredninger. Utredning av mandatets del I, punkt 2, jf. punkt 4 om rapporteringsdirektivet skal avgis til Finansdepartementet innen 11. desember 2015. Utredning av øvrige punkter i del I og II i mandatet skal avgis til Finansdepartementet innen 24. juni 2016.

Utredning av mandatets del III og IV skal avgis til Finansdepartementet innen 23. juni 2017.»

Ved beslutning 31. mai 2017 ble Verdipapirlovutvalgets mandat utvidet med følgende oppgaver:

«Utvalget skal utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til Europaparlaments- og rådsforordning om prospekt (prospektforordningen) som erstatter henholdsvis prospektdirektivet (2003/71/EF) og kommisjonsforordning (EU) nr. 809/2004). Utvalget skal videre vurdere prospektgrense for nasjonale prospekt, og behov for og utkast til lov- og forskriftsbestemmelser om nasjonale prospekt. I den grad utfyllende rettsakter til prospektforordningen er vedtatt i EU innen utløpet av utvalgets mandatperiode, skal utvalget i sitt forslag også utrede og utarbeide utkast til regler som kan gjennomføre EØS-regler som svarer til slike utfyllende rettsakter, og skal uansett foreslå nødvendige forskriftshjemler for gjennomføring av slike regler. Utredningen avgis til Finansdepartementet som en egen NOU eller felles med andre av utvalgets utredninger innen 22. juni 2018.»

I lys av denne utvidelsen måtte utvalget prioritere arbeidet med prospektreglene. Av den grunn har fristen for de to gjenstående utredninger blitt utsatt. Ved beslutning fra Finansdepartementet 2. mai 2018 ble fristen for utvalgets arbeid med revisjon av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6 med tilhørende forskrifter forlenget til den 21. desember 2018. Videre ble fristen for å ferdigstille utvalgets arbeid med reglene for klagenemnd og domstolsbehandling forlenget til den 21. juni 2019.

Denne utredningen er utredning nummer seks fra utvalget. I henhold til mandatets del III fremmer utvalget forslag til endringer i reglene om overtakelsestilbud i verdipapirhandelloven kapittel 6 med tilhørende forskrifter i tråd med utvalgets vurderinger.

1.2 Sammendrag

I samsvar med mandatet, har Verdipapirlovutvalget («utvalget») vurdert behovet for revisjon av reglene om overtakelsestilbud i verdipapirhandelloven («vphl.») kapittel 6 med tilhørende forskrif-

ter. Utvalget legger med dette frem forslag til nye bestemmelser i vphl. kapittel 6 og verdipapirforskriften kapittel 6. Forslaget bygger på innhold og omfang av gjeldende regulering.

Utvalget har særlig vurdert hvordan regelverket kan utformes for å øke graden av fleksibilitet ved markedsmessige endringer og utviklings- trekk samt uforutsette enkeltsituasjoner, samtidig som regelverket ivaretar nødvendig forutbe- regnelighet, nasjonale regelverkstradisjoner og det norske regimet for kontroll med overtakelse- tilbud. Utvalgets forslag innebærer nye dispensa- sjonshjemler til tilbudsmyndigheten på enkelte områder. Videre foreslår utvalget å legge opp til en lovstruktur som gjør det enklere å tilpasse regelverket om overtakelsestilbud til utviklings- trekk og endringer i markedspraksis ved at flere av reglene flyttes over i forskrift. Utvalget har i revisjonsarbeidet også foretatt en fornyet gjen- nomgang av det norske regelverket opp mot direktivets prinsipper, med det formål å sørge for at det norske regelverket i tilstrekkelig grad reflekterer prinsippene og de hensyn disse søker å ivareta.

Utredningen kapittel 3 omhandler krav til for- beredelser i førtilbudsfasen. Utvalget foreslår et nytt krav om at tilbyder skal gjennomføre visse forberedelser før tilbyder offentliggjør melding om at det skal fremsettes tilbud.

Utredningen kapittel 4 omhandler enkelte pro- blemstillinger ved frivillige tilbud. Utvalget fore- slår nye innholds krav til melding om at det skal fremsettes et frivillig tilbud, herunder informasjon om forhold av betydning for markedets vurdering av tilbudet og for prisdannelsen. Det foreslås å presisere at tilbudsmyndigheten skal offentlig- gjøre slik melding straks. Videre foreslås et nytt krav om at tilbyder må fremsette et frivillig tilbud senest fire uker fra offentliggjøring av melding om frivillig tilbud. Samtidig foreslås at tilbudsmyndig- heten kan innvilge dispensasjon fra denne fristen i særlige tilfeller.

Utvalget foreslår at minste lengde på tilbuds- perioden i frivillige tilbud utvides fra minst to til minst fire uker. Ut fra at tilbyder i enkelte situa- sjoner kan ha behov for tilpasning av tilbudsperi- odens lengde, foreslås at tilbudsmyndigheten i sær- lige tilfeller kan gi dispensasjon fra kravet til til- budsperiodens lengde i frivillige tilbud. Det fore- slås videre at oppgjør for frivillige tilbud skal skje innen rimelig tid.

Utvalget foreslår nye bestemmelser om offent- liggjøring og fremsettelse av frivillige og pliktige tilbud. Tilbyder pålegges å offentliggjøre tilbuds- dokumentet og gjøre tilbudet kjent for alle aksje-

eiere straks etter at tilbudet og tilbudsdokumentet er godkjent. Tilbudet anses fremsatt fra det tidspunkt tilbudsdokumentet er offentliggjort på tilbyders nettside eller på annen egnet nettside. Videre foreslås enkelte mer detaljerte regler knyttet til utsendelse av tilbud.

Utredningen kapittel 5 omhandler enkelte problemstillinger ved tilbudsplikt og pliktige tilbud. I likhet med for frivillige tilbud, foreslår utvalget nye innholdskrav til melding om tilbudsplikt, med noen tilpasninger. Videre foreslås noen nye grunnlag for dispensasjon fra tilbudsplikt. Utvalget foreslår at tilbudsmyndigheten kan gi dispensasjon fra tilbudsplikt i særlige tilfeller ved erverv av aksjer som ikke utgjør et kontrollskifte eller ved erverv som ledd i en kjede transaksjoner som ikke kan utgjøre et kontrollskifte. Utvalget mener dette gir noe mer fleksibilitet, samtidig som det er forenlig med hensynet til forutberegnelighet. Videre foreslår utvalget at tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller kan gi dispensasjon fra tilbudsplikt når tilbudsplikten utløses som følge av erverv av aksjer i et selskap som ledd i en eiermessig restrukturering, for å bidra til å redde et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter. Det foreslås også at tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller kan gi dispensasjon fra fristen for å fremsette et pliktig tilbud innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

Bestemmelsene om konsolidering foreslås i hovedsak videreført, med tillegg av en ny bestemmelse om at tilbudsplikt som hovedregel påhviler den som foretok ervervet som utløste tilbudsplikt kombinert med en adgang for tilbudsmyndigheten til å bestemme at tilbudsplikten påhviler en annen part i den konsoliderte gruppen. Utvalget foreslår en utvidelse av hva som anses som indirekte erverv ved å omfatte erverv av mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap som eier aksjer i et notert selskap. Dagens definisjon av nærstående foreslås videreført med noen presiseringer.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende hovedregel om at tilbudsprisen skal tilsvare det høyeste vederlag som er betalt eller avtalt de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Utvalget foreslår imidlertid nye regler i forskrift for beregning av tilbudsprisen for tilfeller der det er behov for et unntak fra hovedregelen eller der det ikke er mulig eller rimelig å legge hovedregelen til grunn for beregning av prisen. Utvalget foreslår at tilbudsprisen bør kunne justeres dersom tilbudsmyndigheten mener at kursen i den relevante perioden er på et kunstig nivå, dersom ervervet som ligger til grunn for tilbudsprisen ikke er foretatt på vanlige forretningsmessige vilkår, og dersom til-

budsplikt utløses i forbindelse med nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter. For så vidt gjelder justering av tilbudspris der markedskursen er på et kunstig nivå, eller der ervervet som ligger til grunn for tilbudsprisen ikke er foretatt på vanlige forretningsmessige vilkår, foreslår utvalget at justert tilbudspris skal beregnes på grunnlag av tre måneders volumvektet gjennomsnittskurs. For så vidt gjelder justering av tilbudspris der tilbudsplikt utløses i forbindelse med nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter, foreslås at tilbudsmyndigheten skal være ansvarlig for at det foretas en forsvarlig verdsettelse. I tilfeller der tilbudsplikt utløses uten at det er betalt eller avtalt vederlag i den relevante perioden, foreslås at tilbudsmyndigheten skal fastsette tilbudsprisen etter kriteriene for justering av tilbudspris, dvs. normalt som tre måneders volumvektet gjennomsnittskurs og unntaksvis etter andre objektive kriterier for verdiberegning. Det foreslås også å pålegge tilbudsmyndigheten plikt til å begrunne og offentliggjøre vedtak om justering av tilbudspris.

Utvalget foreslår å videreføre nedsalgsretten etter at tilbudsplikt er utløst, med noe mer fleksibilitet gjennom et nytt dispensasjonsgrunnlag. Utvalget foreslår at tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller kan tillate at en melding om fremsettelse av tilbud kan endres til melding om salg i tilfeller der resultatet ellers ville fremstått som åpenbart urimelig.

Utredningen kapittel 6 omhandler noen fellesregler som vil gjelde både for frivillige og pliktige tilbud. Utvalget foreslår å innføre et generelt krav til at informasjon som offentliggjøres om et planlagt eller fremsatt tilbud skal være korrekt, klar og ikke villedende. Anvendelsesområdet er ment å være bredt, og omfatte både forberedelsesfasen og tilbudsprosessen. Videre foreslås at kravet til å likebehandle aksjeeierne i tilknytning til tilbud inntas i en separat bestemmelse, med et noe videre anvendelsesområde enn før.

Utvalget foreslår en ny rett for aksjeeierne til å tilbakekalle sine aksepter i en periode begrenset til tre handelsdager (hverdager) etter at et konkurrerende tilbud er fremsatt og offentliggjort, forutsatt at dette skjer i løpet av tilbudsperioden for det opprinnelige (første) tilbudet.

Videre foreslår utvalget nye regler om endring av tilbud, ved at tilbyder innen utløpet av tilbudsperioden kan endre vilkår i tilbudet til gunst for aksjeeierne og forlenge tilbudsperioden forutsatt at det er tatt forbehold om dette og endringene blir godkjent av tilbudsmyndigheten.

Utvalget foreslår ingen regulering av transaksjonsavtaler eller tilsvarende bindinger mellom tilbydere og målselskapet, men det foreslås en hjemmel til å gi nærmere regler om slike avtaler i tilknytning til pliktig og frivillig tilbud i forskrift.

Utredningen kapittel 7 omhandler enkelte problemstillinger knyttet til tvungen overføring. Utvalget foreslår å innføre en ny plikt for aksjeeiere til å informere om beslutning om tvungen overføring og sentrale vilkår for slik overføring. Videre foreslås noen endringer i reglene som gir unntak fraplikten til å fremsette pliktig tilbud ved tvungen overføring, herunder at tilbudsmyndigheten skal kontrollere om vilkårene er oppfylte og at det skal sendes et dokument som inneholder tilbud om løsningssum og andre forhold av sentral betydning.

Utredningen kapittel 8 omhandler i hovedsak tilbudsmyndigheten, tilsyn og gebyr. Utvalget foreslår at tilbudsmyndigheten skal føre tilsyn med alle bestemmelser gitt i og i medhold av vphl. kapittel 6, herunder med bestemmelser som gjelder for målselskapet og for norske selskaper som bare er notert på regulert marked i annen EØS-stat. Utvalget foreslår å videreføre ordningen med at Oslo Børs er tilbudsmyndighet. Videre foreslås å utvide grunnlaget for å ilegge gebyr.

I utredningen kapittel 9 behandles regler om virkeområde. Virkeområdet for reglene i vphl. kapittel 6 foreslås i all hovedsak videreført. Det foreslås imidlertid en redigering av reglene, for å tydeliggjøre virkeområdet for utenlandske selskaper og for å klargjøre anvendelsesområdet for de norske reglene. Det foreslås innført en særlig plikt for selskap etablert utenfor EØS til å gi informasjon om minoritetsaksjeeieres rettigheter på selskapets nettside.

Utredningen kapittel 10 omhandler tiltak og sanksjoner. Utvalget foreslår å innføre adgang for tilbudsmyndigheten til å ilegge stemmeretts suspensjon, pålegg om retting og overtredelsesgebyr. Etter forslaget kan tilbudsmyndigheten ilegge overtredelsesgebyr på inntil 10 millioner kroner for fysiske personer og inntil 20 millioner kroner for juridiske personer, alternativt opptil 2 % av den samlede årsomsetningen i siste årsregnskap, for overtredelse av en rekke sentrale regler. Dette gjelderplikten til å gi korrekt, klar og ikke villedende informasjon i forbindelse med tilbud, forutsetninger for å fremsette melding om tilbud, plikten til å gi melding om at tilbudsplikt eller frivillig tilbud er besluttet, plikten til å fremsette pliktig eller frivillig tilbud, krav om minste tilbudspris i pliktig tilbud, krav om at løsningssummen ved tvungen overføring uten å fremsette pliktig tilbud

minst skal tilsvare minste tilbudspris og plikten til å gjennomføre nedsalg innen fristen. Bestemmelser om opplysningsplikt, begrensninger i utøvelse av aksjeeierrettigheter, tvangssalg og dagmulkt foreslås i hovedsak videreført.

Utvalget foreslår at det kan reageres med straff for overtredelse av de mest sentrale pliktene i vphl. kapittel 6. Det foreslås straff for overtredelse av bestemmelser om tilbudsplikt ved aksjerterverv og fremsettelse av pliktig tilbud og tilbudsdokument, krav om minste tilbudspris i pliktig tilbud og krav om at løsningssummen ved tvungen overføring uten å fremsette pliktig tilbud skal tilsvare minste tilbudspris.

I utredningen kapittel 11 omtales konsekvenser av forslagene. Utvalget vurderer at forslaget samlet sett vil ha begrensede økonomiske konsekvenser og ikke medføre vesentlig endret ressursbruk blant selskapene, tilbydere, tilbudsmyndigheten eller andre offentlige myndigheter.

1.3 Oversikt over reglene om overtakelsestilbud

Verdipapirhandelloven («vphl.») kapittel 6 og verdipapirforskriften kapittel 6 regulerer tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av noterte selskaper. Loven gjennomfører Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud («direktivet») i norsk rett. Reglene gjelder som hovedregel for norske og utenlandske selskaper som er notert på regulert marked i Norge (Oslo Børs og Oslo Axess). Oslo Børs er utpekt til å være tilbudsmyndighet, jf. vphl. § 6-4.

Regulering av frivillige og pliktige tilbud ivaretar både verdipapirrettslige og selskapsrettslige formål. Den mest sentrale bestemmelsen er utløsning av tilbudsplikt ved erverv av aksjer over visse terskler og plikten til å fremme et tilbud. Reglene om tilbudsplikt gir således minoritetsaksjeeierne en mulighet til å selge seg ut av selskapet dersom overtakelsen medfører et kontrollskifte i selskapet. Formålet bak reglene om tilbudsplikt er i første rekke å beskytte minoritetsaksjeeierne i selskapet som er gjenstand for overtakelse. Dette både av hensyn til de endringer som et slikt kontrollskifte medfører, men også av hensyn til den svekkelse av aksjenes likviditet det kan medføre at en betydelig andel av aksjene besittes av én aksjeeier, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.1. Tilbudsplikt og 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 selskapsovertakelsen, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.1. Det er også antatt at regler om tilbudsplikt vil ha en gunstig virkning i seg selv ved at det gjelder visse kjente prosedyreregler for overtakelser som aktørene må følge, jf. Ot.prp. nr. 53 (1988–89) pkt. 5.1.2.

I direktivet fremheves særlig aksjeeiernes og tredjeparters interesser (fortalen pkt. 1 og 2), harmonisering blant EØS-statene (fortalen pkt. 3), minoritetsaksjeeiernes interesser (fortalen pkt. 9), redusert risiko for innsidehandel (fortalen pkt. 12), ansattes interesser (fortalen pkt. 13 og 23) og tilbyders majoritetsinteresser (fortalen pkt. 19) som beskyttelsesverdige hensyn.

Reglene i kapittel 6 skiller mellom frivillige og pliktige tilbud. Uttrykket «tilbud» eller «overtakelsestilbud» brukes normalt om tilbud om (eller forsøk på) oppkjøp av en så stor aksjepost i et selskap at tilbyder overtar kontrollen i vedkommende selskap. Det aktuelle oppkjøpsobjektet omtales ofte som «målselskapet». Den som fremsetter tilbudet benevnes som «tilbyder». Dette kan være en fysisk person eller en juridisk person.

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 % og 50 % 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.

Når avtale om erverv som innebærer at tilbudsplikt vil utløses er inngått, skal vedkommende straks gi melding om dette til tilbudsmyndigheten (som offentliggjør meldingen) og til selskapet. I meldingen skal det opplyses om det vil bli fremsatt tilbud eller om det vil bli gjennomført nedsalg. Et pliktig tilbud skal være ubetinget, og det skal tilbys vederlag i kontanter (evt. i tillegg til et aksjealternativ). Tilbudsprisen skal som hovedregel være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom vedkommende erverver eller avtaler å erverve ytterligere aksjer til en høyere pris før utløpet av tilbuds-

perioden, skal erververen fremsette nytt tilbud til denne høyere prisen. Tilbudsperioden skal være minst 4 uker og ikke lengre enn 6 uker. Oppgjør skal skje innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp og skal være garantert av et finansforetak.

Aksjeeier som forsømmer sin tilbudsplikt kan mens tilbudsplikten foreligger ikke utøve andre rettigheter enn retten til utbytte og fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne. Dersom tilbyder ikke skulle fremsette et pliktig tilbud eller gjennomføre nødvendig nedsalg, kan tilbudsmyndigheten beslutte å selge aksjene som overstiger den aktuelle tilbudspliktgrensen.

Reglene om frivillig tilbud omfatter tilbud til flere om kjøp av aksjer som utløser tilbudsplikt hvis tilbudet aksepteres av dem som kan benytte det. Dersom et frivillig tilbud fører til at grensen for tilbudsplikt overskrides, må det som hovedregel fremsettes et pliktig tilbud. Gjennomføringen av et frivillig tilbud etter reglene i vphl. § 6-19 fritar som utgangspunkt ikke for tilbudsplikt basert på det erverv tilbudet medfører. Det gjøres likevel unntak fra tilbudsplikt, dersom (1) det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud, (2) tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet, og (3) det var opplyst i tilbudsdokumentet at det frivillige tilbudet fremsettes i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og at dette medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt selv om tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet.

Reguleringen av frivillige tilbud er utformet slik at enkelte av bestemmelsene for pliktige tilbud er gitt anvendelse for frivillige tilbud. Den som har besluttet å fremsette et frivillig tilbud, skal straks gi melding til tilbudsmyndigheten og selskapet. Det frivillige tilbudet skal fremsettes innen rimelig tid etter beslutningen. Tilbudsperioden i et frivillig tilbud må være minst 2 uker og ikke lenger enn 10 uker. Vederlaget kan være i form av kontanter, verdipapirer eller en kombinasjon av kontanter og verdipapirer eller andre vederlagsformer. Tilbyder kan stille betingelser for gjennomføring av det frivillige tilbudet. I praksis stilles det for eksempel vilkår om å oppnå en bestemt akseptgrad (typisk 2/3 eller 90 %), myndighetsgodkjenning og tilfredsstillende resultat av due diligence. Oppgjør etter frivillig tilbud skal skje så snart som mulig etter utløpet av akseptperioden for tilbudet og eventuelle vilkår har blitt oppfylt eller frafalt.

Frivillige tilbud kan i noen tilfeller være «vennlig», dvs. anbefalt av styret i målselskapet, og i

andre tilfeller såkalt «fiendtlig», dvs. uten styrets anbefaling eller medvirkning. Det er ikke uvanlig at tilbyder har kontakt med målselskapet og forhandler frem en transaksjonsavtale med styret i målselskapet på vegne av selskapet. I transaksjonsavtalen reguleres typisk begrensninger med henhold til målselskapets adferd og plikter i forbindelse med tilbudet.

Ved både frivillige og pliktige tilbud skal tilbyder utarbeide et tilbud og tilbudsdokument som gjengir budet og gir opplysninger om forhold av betydning for vurderingen av tilbudet. Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av tilbudsmyndigheten før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres. Målselskapet skal avgi en uttalelse om tilbudet senest én uke før tilbudsperioden utløper. Fra det tidspunktet selskapet er informert om at det skal fremsettes et tilbud og frem til tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart, pålegges selskapet enkelte restriksjoner. Styret eller ledelsen kan i denne perioden blant annet ikke treffe vedtak om fusjon, salg eller kjøp av vesentlige forretningsområder, utstedelse av aksjer eller kjøp av egne aksjer. Det er to unntak fra dette som gjelder saker som inngår i alminnelig forretningsdrift og der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.

Hvis tilbyder etter pliktig eller frivillig tilbud har ervervet mer enn ni tideler av stemmeberettigede aksjer i selskapet og en tilsvarende andel av

de stemmer som kan avgis på målselskapets generalforsamling, har tilbyder rett til å gjennomføre tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven § 4-25 (og minoritetsaksjeeierne har rett til å kreve seg tvangsinnløst). Dersom tvangsinnløsning finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen, hvis ikke særlige grunner tilsier annen pris. Dersom tilbyder etter å ha gjennomført et frivillig tilbud eier mer enn 90 % av aksjene og stemmene i selskapet, kan tvangsinnløsning foretas uten at det må fremsettes et pliktig tilbud dersom tvangsinnløsning iverksettes innen fire uker etter at det frivillige tilbudet er gjennomført, løsningssummen tilsvarer minst tilbudsprisen ved et eventuelt pliktig tilbud, og det stilles garanti for oppgjøret som ved pliktig tilbud. Tilbudsmyndigheten vil i henhold til praksis kontrollere at disse tre betingelsene for å foreta en tvangsinnløsning uten forutgående pliktig tilbud er oppfylt, herunder av prisen som tilbys.

De norske tilbudsreglene omfatter i utgangspunktet frivillig eller pliktig tilbud på aksjer i alle selskaper som er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. For noterte selskaper som er hjemmehørende i en annen EØS-stat gjelder særskilte regler med hensyn til tilsynsmyndighet og lovvalg.

Det er inntatt en illustrasjon over sentrale elementer og steg i henhold til gjeldende rett og praksis i forbindelse med fremsettelse av overtakelsestilbud i figur 1.

Oversikt over de enkelte stadier i tilbudsprosesser

Frivillige tilbud	Tidsfrist	Pliktige tilbud	Tidsfrist
Beslutning om å kjøpe mer enn 1/3 av aksjene		Erverv som utløser tilbudsplikt	
Melding om å fremsette frivillig tilbud til Oslo Børs og målselskapet	<i>Straks etter beslutning</i>	Melding om tilbudsplikt til Oslo Børs og målselskapet – nedsalg eller tilbud	<i>Straks etter inngåelse av avtale</i>
Godkjennelse av tilbud og tilbudsdokument – Oslo Børs		Godkjennelse av tilbud og tilbudsdokument – Oslo Børs	
Fremsettelse av frivillig tilbud og tilbudsdokument	<i>Innen rimelig tid</i>	Fremsettelse av pliktig tilbud og tilbudsdokument	<i>Innen fire uker etter at tilbudsplikt har inntrådt</i>
Tilbudsperiode	<i>Minst to uker Maksimum ti uker</i>	Tilbudsperiode	<i>Minst fire uker Maksimum seks uker</i>

Frivillige tilbud	Tidsfrist	Pliktige tilbud	Tidsfrist
Tilbudspris	<i>Ingen regulering</i>	Tilbudspris	<i>Minst like høy som det høyeste vederlag tilbyder har betalt eller avtalt å betale i perioden 6 måneder før tilbudsplikt inntrådte</i>
Styret i målselskapet avgir uttalelse	<i>Senest en uke før tilbudsperioden utløper</i>	Styret i målselskapet avgir uttalelse	<i>Senest en uke før tilbudsperiodens utløp</i>
Offentliggjøring av resultat av fremsatt tilbud	<i>Straks</i>	Offentliggjøring av resultat av fremsatt tilbud	<i>Straks</i>
Oppgjørsform	<i>Ingen regulering</i>	Oppgjørsform	<i>Penger, alternativt oppgjør kan tilbys</i>
Oppgjør	<i>Ingen regulering</i>	Oppgjør	<i>Innen to uker etter tilbudsperiodens utløp</i>
Pliktig tilbud hvis erverv av minst 1/3			
Tvungen overføring hvis erverv av mer enn 90 %	<i>Dersom tvungen overføring skjer innen tre måneder etter tilbudsfristens utløp, skal tilbudsprisen tilbys</i>	Tvungen overføring hvis erverv av mer enn 90 %	<i>Dersom tvungen overføring skjer innen tre måneder etter tilbudsfristens utløp, skal tilbudsprisen tilbys</i>
Tvungen overføring uten pliktig tilbud hvis erverv av minst 90 %	<i>Senest fire uker og oppfylle øvrige vilkår</i>		
Strykning		Strykning	

1.4 Utvalgets tilnærming til mandatet

Som det fremgår av mandatet, har utvalget fått i oppgave å utrede behovet for endringer i gjeldende regler om overtakelsestilbud og å foreslå regler i samsvar med dette. I samsvar med mandatets utforming har utvalget hatt en bred tilnærming til oppgaven. Utvalget har ikke funnet det nødvendig å gjøre en fullstendig gjennomgang av regelverket som sådan, men har fokusert revisjonsarbeidet rundt områder hvor det etter utvalgets oppfatning foreligger et klart markedsmessig behov for endringer, behov for justeringer som følge av tilpasninger til direktivet og enkelte andre særskilte forhold.

Gjeldende regler om overtakelsestilbud har utspring i verdipapirhandelloven av 1997 («vphl. 1997»). Siste revisjon av reglene i vphl. kapittel 6 ble gjort i 2007, med ikrafttredelse fra 1. januar 2008. Endringene ble utredet av Verdipapirmarkedslovutvalget, jf. NOU 2005: 17 Om overtakel-

sestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper), som ble fulgt opp i Ot.prp. nr. 23 (2006–2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven). Det ble gjort endringer i tilbudsreglene for å gjennomføre direktivet om overtakelsestilbud i norsk rett. I tillegg ble det foretatt enkelte endringer uavhengig av direktivet, herunder en senkning av tilbudsterskelen, innføring av gjentatt tilbudsplikt på 40 % og 50 % og en noe mer omfattende regulering av frivillige tilbud. Grunntrekkene i den rettslige reguleringen ble imidlertid ikke endret.

Siden siste endringer i reglene om frivillige og pliktige tilbud, er det iverksatt større lovrevisjoner av enkeltdeler av verdipapirhandelloven som følge av gjennomføring av EØS-forpliktelser på verdipapirområdet. Den mest omfattende revisjonen følger av gjennomføringen av MiFID II med tilhørende regelverk. Disse lovrevisjonene berører imidlertid ikke reglene om frivillige og pliktige tilbud.

EU-kommisjonen initierte i 2007 og 2013 vurderinger av gjennomføringen av direktivet om overtakelsestilbud, jf. arbeidsdokument utarbeidet av EU-Kommisjonen, SEC (2007/0268) og rapport 25. mars 2018 om anvendelsen av direktiv 2004/25/EG om overtakelsestilbud (2020/2262/INI). I vurderingen fra 2013 ble det blant annet påpekt at det som følge av finanskrisen hadde skjedd et dramatisk fall i overtakelsesaktivitetene etter direktivets gjennomføringsdato. Videre ble det påpekt at det ville være misvisende å vurdere om og i hvilken grad eventuelle ytterligere harmoniseringstiltak for overtakelsestilbud burde innføres på dette tidspunktet. Det ble således ikke foreslått noen revisjon av direktivet.

EU-parlamentet besluttet i 2013 (2016/C 055(01)) at EU-Kommisjonen skal fortsette å overvåke utviklingen i markedet for oppkjøpskontroll og forberede en ny vurdering av anvendelsen av direktivet når overtakelsesaktivitetene igjen får et mer normalt omfang. Det er foreløpig ikke kommet noen ny vurdering.

Det har vært store variasjoner i aktiviteten også på det norske oppkjøpsmarkedet for noterte selskaper. I perioden 2005–2017 kontrollerte tilbudsmyndigheten samlet sett 261 oppkjøpstilbud, med store variasjoner i antall (eksempelvis 42 tilbud i 2007 og 7 tilbud i 2017). Årene 2015–2017 var en periode med moderat til lav aktivitet. Periodene med stor aktivitet har vært preget av konsolideringsbølger innen særskilte sektorer, for eksempel selskaper med aktivitet innen rigg, seismikk og lakseoppdrett.

I arbeidet har utvalget lagt vekt på å kartlegge utviklingstrekk og markedspraksis for å identifisere områder der det er behov for utfyllende regulering og/eller behov for å klargjøre eller gjøre endringer i rettsstillingen.

I forbindelse med det innledende kartleggingsarbeidet, fikk utvalget tilgang til et brev fra Oslo Børs (i egenskap av tilbudsmyndighet) til Finansdepartementet fra 2014, der Oslo Børs identifiserte konkrete områder og bestemmelser i tilbudsreglene som burde vurderes med sikte på revisjon. Børsen varslet blant annet om et behov for utfyllende regler som skal sikre at en overtakelse (herunder i form av frivillige tilbud) skjer på en ordnet og ryddig måte, og det ble reist spørsmål ved om norske tilbudsregler på enkelte områder i tilstrekkelig grad reflekterte direktivets regler og prinsipper.

For å skape et bredere utgangspunkt for vurderingen av endringsbehovet, besluttet utvalget i den innledende utredningsfasen å invitere til et uformelt høringsmøte der enkelte utvalgte temaer

hovedsakelig knyttet til reguleringen av frivillige tilbud ble diskutert. De inviterte var advokater, finansielle rådgivere og andre med særlig kjennskap til tilbudsregelverket og praktiseringen av dette. Temaene som ble diskutert var behovet for bedre regulering av førtilbudsfasen, regulering av vilkår i frivillige tilbud, frister for oppfyllelse av gjennomføringsvilkår i frivillige tilbud, regler knyttet til konkurrerende tilbud og/eller begrensninger i styret i målselskapets adgang til å binde seg til bud-relaterte arrangementer, samt regler om kompensasjon ved erverv til høyere pris etter gjennomføring av tilbud. Disse temaene ble ansett for å være områder som var særlig egnet for en utveksling av innspill og synspunkter, basert på ulike aktørers erfaring med praktiseringen av regelverket, markedspraksis og -utvikling.

Deltakerne ga tilbakemeldinger om et identifisert behov for bedre regulering av førtilbudsfasen ved frivillige tilbud, særlig hva gjelder informasjonsgivning. På de øvrige nevnte temaene var oppslutningen rundt revisjonsbehov noe mer blandet og forbeholdent. Det ble gitt uttrykk for at det på mange områder har utviklet seg en markedspraksis som gir gode retningslinjer for hvordan tilbyder og målselskap bør opptre i en ryddig selskapsovertakelse. Videre ble det gitt uttrykk for at en for inngående regulering av hvordan et frivillig tilbud skal utformes og gjennomføres, og hvilke forpliktelser målselskapet kan påta seg i en budsituasjon, vil kunne heve terskelen for fremsettelse av overtakelsestilbud, og dermed potensielt redusere tilfanget av slike transaksjoner i det norske markedet. Avslutningsvis i høringsmøtet ble deltakerne gitt anledning til å komme med andre innspill til områder hvor det forelå revisjonsbehov. I den forbindelse ble det gitt innspill på flere områder, herunder behov for bedre regulering av adgang til å beslutte forlengelse av tilbudsperiode, innføring av diskresjonær hjemmel for tilbudsmyndigheten til å treffe beslutning om at rett til nedsalg er i behold, behov for unntak fra tilbudsplikt ved kapitalforhøyelser i forbindelse med refinansieringer, mer direktivnær ordlyd på konsolideringsbestemmelsen mv. Utvalget har tatt med seg innspillene fra tilbudsmyndigheten og høringsmøtet i utredningsarbeidet.

Med bakgrunn i de erfaringer som foreligger med gjeldende regelverk og sett hen til gjennomføringen av direktivet i andre EØS-land, har utvalget vurdert om direktivgjennomføringen i tilstrekkelig grad overensstemmer med de forutsetninger og hensyn direktivet bygger på, se nærmere om dette i utredningen kapittel 2.

Utvalget har også sett hen til at det foreligger en rådgivende uttalelse fra EFTA-domstolen der domstolen konkluderte med at bestemmelsen om tilbudspris (markedskursalternativet) ikke samsvarer med de føringer direktivet oppstiller. Utvalget har gjort en vurdering med hensyn til hvilke tilpasninger som er hensiktsmessige og nødvendige som følge av den rådgivende uttalelsen.

Videre har utvalget foretatt en fornyet vurdering av tilgjengelige sanksjoner, tilbudsmyndighetens saklige virkefelt og det stedlige virkeområdet for de norske tilbudsreglene. Utvalget har foretatt en gjennomgang av i hvilken grad det er behov for å utvikle flere regler hvis formål er å sørge for en ryddig og ordnet gjennomføring av en selskapsovertakelse, enten dette gjennomføres som et frivillig eller pliktig tilbud, herunder nærmere regulering av tilbyders opptreden og informasjonsgivning i førtilbudsfasen, og flere regler knyttet til gjennomføringen av og det materielle innhold i frivillige tilbud. Utvalget har utover dette også vurdert behovet for klargjøringer og presiseringer med hensyn til likebehandling, konsolidering, nedsalg, tvangsinnløsning etter frivillige og pliktige tilbud, og andre områder hvor erfaring tilsier at det er behov for å klargjøre eller gjøre endringer i rettstilstanden.

På enkelte områder har utvalget i arbeidet funnet det hensiktsmessig å se nærmere på hvordan reglene i direktivet er gjennomført i Sverige og Danmark. Særlig det svenske markedet har flere likhetstrekk med det norske. Videre har regulering av oppkjøpstilbud nær tilknytning til nasjonal selskapslovgivning, og det er mange fellestrekk i skandinavisk selskapslovgivning.

For de temaer som er drøftet i NOU-en har utvalget for oversiktens skyld søkt å gi en kort beskrivelse av svensk og dansk rett. Fra utvalgets side tas det imidlertid forbehold for gjengivelsen og forståelsen av utenlandsk rett.

Utvalget foreslår å videreføre en rekke av gjeldende regler i vphl. kapittel 6 og tilhørende forskriftsbestemmelser. På disse områdene har utvalget ikke funnet behov for å gjøre en revisjon. Særlig trekkes det frem at utvalget ikke har avdekket behov for å gjøre en ny vurdering av vilkårene for utløsning av tilbudsplikt, herunder gjeldende terskler for tilbudsplikt og ervervsbegrepet som sådan. Utvalget har vurdert nærmere om det bør innføres tilbudsregler for andre markeds plasser, uten å komme frem til at dette foreslås nå. Videre foreslås i hovedsak å videreføre gjeldende regler om anvendelsesområde, tilbuds dokument, godkjenning og kontroll av tilbud og tilbuds dokument, målselskapets plikter og hovedtrekkene i reglene om tvangsinnløsning. Av hensyn til lovstrukturen og oppbyggingen av reglene, har utvalget likevel funnet det hensiktsmessig å gjøre noen justeringer i enkelte av bestemmelsene som foreslås videreført. Dette gjelder hovedsakelig språklige moderniseringer og oppdaterte henvisninger. Dette er nærmere kommentert i utredningen og/eller i spesialmerknadene.

1.5 Utvalgets arbeid

Utvalgets arbeid med denne sjette utredningen ble igangsatt i januar 2017. På grunn av at utvalgets mandat ble utvidet ved beslutning 31. mai 2017, ble fristen for levering av denne sjette utredningen forlenget til 21. desember 2018. Under arbeidet med denne utredningen har utvalget hatt 14 møter der reglene om overtakelsestilbud har vært diskutert. I tillegg har det vært avholdt noen særmøter mellom sekretariatet og enkelte utvalgsmedlemmer.

Kapittel 2

Tilnærming og lovstruktur i lys av direktivet

2.1 Innledning

Direktivet trådte i kraft i mai 2004, etter en lang dragkamp i EU. Formålet med direktivet var å fremme integreringen av de europeiske markedene ved å skape felles rammer for overtakelsestilbud for selskaper notert på regulert marked i EØS-området. Direktivet skal sikre et felles minimumsnivå for beskyttelse av aksjeeiere i selskaper som er gjenstand for overtakelsestilbud, jf. fortalen pkt. 1, 2 og 25¹.

Direktivet skiller seg i stor grad fra det nyere regelverket fra EU på verdipapiriområdet, ved at direktivet oppstiller et rammeverk for overtakelsestilbud bestående av prinsipper og et begrenset antall generelle bestemmelser. Det forutsettes i direktivets fortale pkt. 26 at EØS-statene gjennomfører direktivet og de prinsipper og bestemmelser det gir uttrykk for, gjennom fastsettelse av mer detaljerte regler i samsvar med de ulike EØS-statenes nasjonale systemer og kulturelle kontekst. Slike regler kan i henhold til direktivet art. 1 nr. 1 være utformet som «laws, regulations, administrative provisions, codes of practice, and other arrangements of the Member States, including arrangements established by organisations officially authorised to regulate the markets».

I norsk rett forelå allerede lovregler om overtakelsestilbud da direktivet ble vedtatt i EU. I forbindelse med gjennomføringen av direktivet i norsk rett, ble det hovedsakelig gjort minimumstilpasninger for å bringe norsk rett i samsvar med direktivet. Det ble i den forbindelse også foreslått å videreføre det gjeldende regelsystemet med mer presist utformede lovbestemmelser som tar sikte på å dekke hovedspørsmålene som normalt oppstår ved overtakelsestilbud, jf. NOU 2005: 17 pkt. 3.1 og Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 24. Dette til forskjell fra enkelte andre EØS-lands regelverk, som i likhet med direktivet i større grad er prinsippbasert, og/eller har et mer detal-

jert og omfattende regelverk som tilbudsmyndigheten i stor grad kan dispensere fra, forutsatt at slike dispensasjoner respekterer direktivets prinsipper.

2.2 Gjeldende rett

Gjeldende regler om overtakelsestilbud fremgår hovedsakelig av vphl. kapittel 6 og verdipapirforskriften kapittel 6. Loven inneholder blant annet regler om når tilbudsplikt utløses, unntak fra tilbudsplikt, tilbudsmyndighet, konsolidering, nedsalg, hvordan tilbudet skal fremsettes og utformes, tilbudspris, hvilke regler som gjelder for frivillige tilbud, begrensninger i målselskapets handlefrihet, virkninger ved forsømmelse av tilbudsplikt, og tvangsinnløsning i forbindelse med overtakelsestilbud. For øvrig er det i vphl. § 15-4 inntatt en regel om opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten, og i vphl. § 21-1 er det hjemmel for tilbudsmyndigheten til å ilegge dagmulkt ved forsømmelse av reglene i kapittel 6. Vphl. kapittel 22 inneholder overgangsregler knyttet til tilbudsplikt.

I verdipapirforskriften kapittel 6 er det inntatt regler om krav til garanti ved fremsettelse av pliktige tilbud, tilbudsplikt ved erverv av rettigheter som kan likestilles med reelt erverv og overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater. I forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (overgangsforskriften) er det gitt ytterligere overgangsregler til vphl. kapittel 6.

Utover de forskriftshjemler som allerede er benyttet til å gi utfyllende regler, jf. avsnittet over, kan departementet i forskrift fastsette ytterligere regler som pålegger tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer (jf. vphl. § 6-1 fjerde ledd), beslutte at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse skal utøves av Finanstilsynet (jf. vphl. § 6-4), og gi regler som fraviker lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode (jf. vphl. § 6-11 andre ledd).

¹ Se NOU 2005: 17 pkt. 1.1.2 for en nærmere beskrivelse av bakgrunnen for direktivet.

Loven oppstiller enkelte unntak fra de alminnelige reglene om tilbudsplikt ved aksjeerwerb og etterfølgende erwerb i henholdsvis vphl. § 6-1 og § 6-6. Dette gjelder for erwerb i form av arv, gave, vederlag ved skifte, fisjon eller fusjon, jf. vphl. § 6-2 første ledd. Begrunnelsen for unntaket for erwerb ved arv og gave er ifølge forarbeidene hovedsakelig at det ville vært uheldig å påføre mottakeren de forpliktelser som følger av en utløsning av tilbudsplikt, samtidig som det ville bli ansett som urimelig om vedkommende alternativt måtte selge aksjene for å unngå tilbudsplikt, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.5.2. I nevnte forarbeider er det også antatt at tilbudsplikt ved skifte vil kunne bidra til å vanskeliggjøre mulighetene for en praktisk gjennomføring av et felleseieskifte. Ved fusjon og fisjon er det i forarbeidene vist til at det foreligger omfattende lovregulering for å ivareta aksjeeiernes interesser, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.5.4. Ved de nevnte tilfeller vil det normalt heller ikke foreligge noen tilbudspremie som bør fordeles på de øvrige aksjeeierne. Tilbudsmyndigheten kan likevel i «særlige tilfeller» pålegge tilbudsplikt i de nevnte tilfellene, jf. vphl. § 6-2 andre ledd. Dette vil typisk være tilfellet der de unntatte ervervsformene anses benyttet for å omgå reglene om tilbudsplikt. Videre gjelder det også et unntak fra reglene om tilbudsplikt «når en finansinstitusjon erverber aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement», jf. vphl. § 6-3 første ledd.

Tilbudsmyndigheten er på to områder gitt adgang til å dispensere fra bestemmelser i vphl. kapittel 6. Det følger av § 6-2 tredje ledd at tilbudsmyndigheten «ved særlige tilfeller» kan gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erwerb fra noen vedkommende er identifisert med. Denne adgangen til å gjøre unntak ble lovfestet i forbindelse med endrede regler om overtakelsestilbud i verdipapirhandelloven av 2007, men tilsvarende unntak ble også tidligere gitt gjennom en innskrenkende fortolkning av tilbudspliktregelen. «Særlige tilfeller» vil i henhold til dagens regel og tidligere praksis, foreligge når overføringen av aksjer mellom de to identifiserte parter ikke utgjør et kontrollskifte eller et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf. NOU 2005: 17 pkt. 5.4. Hensynene bak reglene om tilbudsplikt slår i disse tilfellene ikke til, og reglene bør derfor ikke forhindre eieren i å omorganisere sin virksomhet slik vedkommende finner hensiktsmessig.

Videre kan tilbudsmyndigheten i henhold til vphl. § 6-23 tredje ledd gjøre unntak fra anvendelsen av norske regler om overtakelsestilbud ved tilbud på selskaper hvis aksjer er notert både i

land utenfor EØS og i Norge, eller for selskaper med forretningskontor utenfor EØS, men med aksjer notert på regulert marked i Norge. Dette er selskaper som faller utenfor direktivets virkeområde. Slikt unntak vil normalt bli gitt til selskaper som er omfattet av regler om overtakelsestilbud gjennom notering på et annet regulert marked, eller gjennom lovgivning i landet hvor selskapet er registrert.

2.3 EØS-rett

Direktivet fastsetter grunnleggende regler for oppkjøp av selskaper med aksjer notert på regulert marked i en eller flere EØS-stater. Direktivets virkeområde er avgrenset til selskaper etablert i EØS. Direktivet oppstiller minimumsharmoniseringsbestemmelser, jf. direktivet art. 3 nr. 2, hvor det fremgår at EØS-statene kan innføre strengere regler for beskyttelse av minoritetsaksjeeiere i et målselskap som er gjenstand for et overtakelsestilbud. I direktivet art. 4 nr. 5 åpnes det imidlertid for at EØS-statene kan fastsette unntak eller gi tilbudsmyndigheten hjemmel til å dispensere fra nasjonale regler som gjennomfører direktivets minimumsbestemmelser, så fremt slike unntak eller dispensasjoner ivaretar enkelte nærmere angitte prinsipper. I direktivets fortale pkt. 6 fremheves viktigheten av fleksible nasjonale regelverk om overtakelsestilbud (norsk oversettelse):

«For å være effektive bør reglene for overtakelsestilbud være fleksible og også kunne gjelde for nye situasjoner når de oppstår, og bør derfor gi mulighet for unntak og fritak. Ved anvendelse av fastsatte regler eller unntak, eller når det gis fritak, bør tilsynsmyndighetene likevel følge visse alminnelige prinsipper.»

De nevnte prinsippene fremgår av direktivet art. 3 nr. 1 bokstav (a) til (f), og oppstiller retningslinjer for hvordan nasjonale regler om overtakelsestilbud skal utformes og håndheves, og hvilke hensyn slike regler skal ivareta. Direktivet art. 3 nr. 1 lyder:

«Ved gjennomføringen av dette direktiv skal medlemsstatene påse at følgende prinsipper følges:

- a. alle innehavere av verdipapirer som tilhører samme klasse i et målselskap, må behandles likt; dersom en person overtar kontrollen over et selskap, må dessuten de øvrige verdipapirinnehaverne vernes,

- b. innehaverne av verdipapirene i et målselskap må få tilstrekkelig tid og tilstrekkelige opplysninger til å kunne treffe en velbegrunnet beslutning om tilbudet; dersom administrasjons- eller ledelsesorganet i målselskapet gir råd til verdipapirnehaverne, må det oppgi sine synspunkter på hvilke virkninger en gjennomføring av tilbudet vil ha på sysselsettingen, ansettelsesvilkårene og plasseringen av selskapets forretningssteder,
- c. administrasjons- eller ledelsesorganet i et målselskap må ivareta interessene til selskapet som helhet og kan ikke frata verdipapirnehaverne muligheten til å treffe beslutning om fordelene ved tilbudet,
- d. det må ikke skapes falske markeder for verdipapirene i målselskapet, hos tilbyderer eller i noe annet selskap som er berørt av tilbudet, på en slik måte at oppgang eller nedgang i verdipapirkursene blir kunstig og markedenes normale virkemåte forstyrres,
- e. en tilbyder kan kunngjøre et tilbud først etter å ha forvissnet seg om at han/hun fullt ut kan gi kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres,
- f. et målselskap må ikke hindres i å drive sin virksomhet lenger enn det som er rimelig som følge av et tilbud på dets verdipapirer.»

I direktivet art. 3 nr. 2 fremgår det at for å sikre at prinsippene fastsatt i nr. 1 følges skal (a) EØS-statene påse at minstekravene fastsatt i dette direktiv overholdes, og (b) kan EØS-statene fastsette ytterligere vilkår og strengere bestemmelser for tilbud enn dem som er fastsatt i dette direktiv.

Direktivet gir noe ulik grad av føringer når det gjelder den nærmere reguleringen av overtakelsestilbud i EØS-statene. I enkelte tilfeller oppstiller direktivet forhold som skal reguleres av nasjonal rett, men uten at direktivet fastsetter noen minimumsløsning. For eksempel pålegger direktivet art. 13 EØS-statene å fastsette regler vedrørende gjennomføringen av et overtakelsestilbud, som minst skal gjelde (a) utløp av tilbud, (b) endring av tilbud, (c) konkurrerende tilbud, (d) offentliggjøring av utfallet av tilbud og (e) tilbudenes ugenkallelighet og de tillatte vilkårene, uten at det gis noen nærmere føringer med hensyn til hvordan disse forholdene skal reguleres. Tilsvarende legges det i direktivet opp til at EØS-statene skal ha sanksjoner som skal gjelde ved brudd på

nasjonale regler som gjennomfører direktivet, jf. fortalen pkt. 27 og direktivet art. 17. Den nærmere utformingen av disse er det imidlertid opp til EØS-statene selv å bestemme, men det forutsettes at de fastsatte sanksjonene skal være «virkningsfulle, stå i forhold til overtredelsen og virke avskrekkende».

I andre tilfeller oppstiller direktivet minimumsbestemmelser som kan eller skal utfylles av nasjonale regler. For eksempel er det i direktivet fastsatt at tilbud må fremsettes ved erverv som gir erververen kontroll i et selskap, jf. direktivet art. 5 nr. 1. Det er imidlertid opp til EØS-statene å fastsette terskelen for når slik kontroll oppnås og tilbudsplikt inntre, jf. direktivet art. 5 nr. 3. Tilsvarende kan EØS-statene innenfor de ytterrammene direktivet oppstiller, blant annet fastsette nærmere regler om minste og lengste tillatte tilbudsperiode, jf. direktivet art. 7 nr. 1, og tidsperioden for erverv som skal ha innvirkning på tilbudsprisen i pliktige tilbud, jf. direktivet art. 5 nr. 4.

Videre er enkelte av direktivbestemmelsene utformet slik at den enkelte EØS-stat kan velge om de ønsker å gjennomføre direktivbestemmelsene eller ikke. Dette gjelder blant annet direktivets regler om forsvarstiltak i direktivet art. 9 nr. 2 og 3, og «gjennombruddsregelen» i direktivet art. 11, som blant annet åpner for tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i målselskapet i tilbudsperioden.

Som det fremgår over, skal de generelle prinsippene i direktivet art. 3 både ivaretas når EØS-statene fastsetter regler som gjennomfører direktivet, jf. direktivet art. 3 nr. 1, og når den enkelte EØS-stat eller nasjonal tilbudsmyndighet fastsetter unntak fra direktivets bestemmelser og føringer, jf. direktivet art. 4. Mer konkret fremgår det følgende om adgangen til å gjøre unntak i direktivet art. 4 nr. 5:

«Tilsynsmyndighetene skal ha alle fullmakter som er nødvendige for å utføre sine oppgaver, herunder plikt til å påse at partene i et tilbud overholder de regler som er vedtatt eller innført i henhold til dette direktiv.

Forutsatt at de alminnelige prinsippene fastsatt i artikkel 3 nr. 1 følges, kan medlemsstatene i reglene de vedtar eller innfører i henhold til dette direktiv, fastsette unntak fra disse reglene (i) ved å innføre slike unntak i sine nasjonale regler for å ta hensyn til forhold som bestemmes på nasjonalt plan, og/eller (ii) ved å gi sine tilsynsmyndigheter fullmakt innenfor sitt ansvarsområde til å fravike slike nasjonale regler for å ta hensyn til omstendigheter nevnt

i punkt i), eller (iii) under andre særskilte omstendigheter, og i slike tilfeller må det kreves et begrunnet vedtak.»

Medlemslandene har således etter denne bestemmelsen anledning til å oppstille regelbundne unntak fra nasjonale regler som gjennomfører direktivet, og/eller gi tilbudsmyndigheten adgang til å fravike slike regler ved begrunnede vedtak.

2.4 Svensk rett

I Sverige er direktivet gjennomført dels gjennom Lag (2006:451) om offentlige oppkjøpserbjudan på aktiemarknaden, og dels gjennom regler om overtakelsestilbud vedtatt av de to svenske børsene Nasdaq Stockholm og NGM Equity (2018-04-01) («Takeover-reglene»), etter forslag utarbeidet av Kollegiet för Svensk Bolagsstyring (tidligere Näringslivets Börskomité).

I henhold til Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden er svenske børser forpliktet til å ha regler om offentlige tilbud på aksjer tatt opp til notering på den aktuelle børsens regulerte markeder. Børsene Nasdaq Stockholm AB og Nordic Growth Market NGM AB har etablert slike regler. Reglene er identiske for begge markedsplasser. Før tilbud kan fremsettes er tilbyderer gjennom lovgivningen pålagt å forplikte seg til å følge den aktuelle børsens Takeover-regler.

Lag (2006:451) om offentlige oppkjøpserbjudan på aktiemarknaden er relativt kortfattet og oppstiller primært regler om når tilbudsplikt inntreer, samt adgang til å iverksette forsvarstiltak. Lovens bestemmelser gjelder både frivillige og pliktige tilbud. Som hovedregel utløses tilbudsplikt ved erverv av minst 30 % av stemmerettene i et selskap.

Den svenske Finansinspektionen håndhever bestemmelsene i loven, og har anledning til å dispensere fra tilbudsplikt eller forbudet mot å iverksette forsvarstiltak, samt fremsette pålegg om retting eller sanksjonere brudd på lovbestemmelsene.

Børsenes Takeover-regler gir utfyllende, og etter norsk målestokk relativt detaljerte, regler om overtakelsestilbud, herunder regler om hvordan frivillige og pliktige tilbud skal fremsettes, utformes og gjennomføres, hvilke krav som gjelder ved fastsettelsen av tilbudspris i slike tilbud, krav til likebehandling, tilbudsperiode og tilbudsdokument, målselskapets forpliktelser, hvilke vilkår tilbudet kan inneholde, mv. De enkelte bestemmelsene omhandler de ulike sekvensene i

et tilbud, og følger i hovedsak tilbudsprosessen i kronologisk rekkefølge. Til hver regel er det innført en utfyllende kommentar som gir nærmere veiledning om hvordan den aktuelle regel skal forstås.

I innledningen til Takeover-reglene gjengis direktivets prinsipper, og det fremheves at disse bør tjene som veiledning i situasjoner der ordlyden i reglene ikke gir noen løsning for den aktuelle problemstilling, eller der den aktuelle løsning regelen gir, ikke er formålstjenlig tatt i betraktning de konkrete omstendighetene.

Aktiemarknadsnämnden har en sentral rolle i det svenske tilbudsregimet. Aktiemarknadsnämnden er satt sammen av representanter fra næringslivet, og skal gjennom uttalelser, rådgivning og informasjon fremme god skikk i aksjemarkedet. Nämnden kan avgi tolkningsuttalelser om hvordan Takeover-reglene skal tolkes og anvendes, og hvordan de ulike partene skal opptre i konkrete tilfeller. Nämnden har også en generell adgang til å innvilge unntak fra børsenes Takeover-regler dersom det foreligger særlige grunner.

Brudd på børsenes Takeover-regler eller tolkningsuttalelser gitt av Aktiemarknadsnämnden, kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr i henhold til beslutning fattet av den respektive markedsplassens disiplinærnemnd.

I Sverige er det også Takeover-regler for handelsplattformene Nasdaq First North, Nordic MTF og AktieTorget. Reglene er i alle vesentlige forhold identiske med reglene som gjelder for selskaper som er notert på regulert marked.

2.5 Dansk rett

I Danmark er direktivet gjennomført dels ved bestemmelser om overtakelsestilbud i lov om kapitalmarkeder (LOV nr. 650 af 08/06/2017) og dels ved Bekendtgørelse om overtagelsestilbud (BEK nr 1171 af 31/10/2017) fastsatt av det danske Finanstilsynet, som er dansk tilbudsmyndighet.

Lov om kapitalmarkeder inneholder regler om når tilbudsplikt inntreer. Som hovedregel utløses tilbudsplikt ved erverv av minst en tredjedel av stemmerettene i et selskap. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud fastsetter utfyllende regler om tilbudsplikt (herunder unntak fra tilbudsplikt), frivillige tilbud, fremsettelsen av tilbudet, tilbudsdokumentets innhold, målselskapets forpliktelser, tilbudspris, likebehandling av aksjeeiere etter at tilbudet er avsluttet, samt godkjenning, offentlig-

gjøring, mv. Det danske Finanstilsynet har utarbeidet en Vejledning om bekendtgørelse om overtagelsestilbud (VEJ nr 9849 af 03/10/2018). Regler om tvungen overføring er regulert i den danske selskapsloven.

De danske reglene om overtakelsestilbud inneholder enkelte lovfestede unntak fra tilbudsplikt. Det fremgår blant annet av Lov om kapitalmarkeder § 44 at det ikke er tilbudsplikt hvis det i særlige tilfeller klart kan påvises at en besittelse av minst en tredjedel av stemmerettighetene ikke utgjør kontroll. De danske reglene inneholder også en rekke dispensasjonshjemler. Finanstilsynet er blant annet gitt en generell adgang til å fritta fra plikt til å fremsette tilbud der særlige grunner gjør seg gjeldende, jf. Lov om kapitalmarkeder § 46 stk. 2. Det er blant annet innvilget dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med utlån og tilbakelevering av aksjer (Better Collective A/S, 18. juni 2018), dispensasjon fra plikten til å fremsette et frivillig tilbud (Topsil Semiconductor Materials A/S, 8. juli 2016) og dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med restrukturering av selskap i vanskelig finansiell situasjon (Torm, 11. august 2015).

Tilbudsmyndigheten er også gitt adgang til å dispensere fra en rekke andre nærmere angitte bestemmelser i særlige tilfeller, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 29. Dispensasjonshjemmelen gjelder blant annet for bestemmelser om tidsfrister for henholdsvis annonsering av frivillige og pliktige tilbud, fremsettelse av tilbudsdokument, meddelelser rundt forlengelse av tilbud og resultatet av tilbudet, samt styrets uttalelse. Videre kan det dispenserers fra regelen om kompensasjon ved etterfølgende erverv til høyere pris enn tilbudsprisen, lengde på tilbudsperioden, krav til kontantalternativ i pliktige tilbud, betingelser i pliktige tilbud, forbud mot avtaler om bonus eller lignende ytelser til målselskaps ledelse, og reglene knyttet til endringer av tilbudet. Brudd på reglene i Lov om kapitalmarkeder eller Bekendtgørelse om overtagelsestilbud kan sanksjoneres med bøter.

2.6 Storbritannia

Storbritannia er ansett for å ha det mest velutviklede regelverk for overtakelsestilbud i det europeiske markedet. I forbindelse med en gjennomgang av regeltilnærming i lys av direktivet, er det derfor av en viss interesse å se hen til hvordan det britiske regelverket for overtakelsestilbud er utformet. De britiske reglene om overtakelsestil-

bud fremgår av The City Code on Takeovers and Mergers (The Code). Reglene er basert på seks generelle prinsipper som speiler prinsippene i direktivet art. 3. I tillegg til prinsippene, oppstiller regelverket 38 mer spesifikt utformede regler om hvordan overtakelsestilbud skal fremsettes, utformes, gjennomføres, mv. Både prinsippene og reglene skal tolkes «in accordance with their spirit to achieve their underlying purpose», jf. The City Code on Takeovers and Mergers, A2.

The Panel on Takeovers and Mergers («The Takeover Panel»), som er et selvregulerende organ med representanter fra markedsaktørene, har adgang til å gjøre unntak fra de aktuelle regler, forutsatt at de generelle prinsippene er ivarettatt, enten der dette fremgår i den respektive regelen, eller under andre omstendigheter der The Takeover Panel anser at den aktuelle regelen «would operate unduly harshly or in an unnecessarily restrictive or burdensome or otherwise inappropriate manner», jf. The City Code on Takeovers and Mergers, A2.

2.7 Utvalgets vurderinger

2.7.1 Gjeldende regelverksutforming

Direktivet bygger på en forutsetning om at en velfungerende regulering av overtakelsestilbud er fleksibel og utformet på en måte som gjør den egnet til å håndtere nye situasjoner etter hvert som de oppstår, jf. fortalen pkt. 6. I samsvar med dette er direktivet utformet som et rammeverk som gir EØS-statene stor frihet med hensyn til hvordan de nærmere nasjonale regler skal utformes, samtidig som det også legges til rette for at EØS-statene kan fastsette eller gi tilbudsmyndighetene adgang til å gjøre unntak fra nasjonale regler som gjennomfører direktivet. EØS-statenes frihet hva gjelder gjennomføring av direktivet, og adgang til å gjøre unntak fra direktivets minimumskrav, gjelder imidlertid under forutsetning av at de seks direktivfastsatte prinsippene ivaretas. Disse prinsippene står sentralt, i den forstand at de gir retningslinjer for hvordan nasjonale regler om overtakelsestilbud skal utformes, og hvilke hensyn slike regler skal ivareta, og i en viss utstrekning hvordan de skal praktiseres.

Prinsippene er nedfelt i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav (a) til (f), og gir i sin utforming uttrykk for visse standarder for kommersiell opptreden i forbindelse med overtakelsestilbud:

- Art. 3 nr. 1 bokstav (a) fastsetter at aksjeeiere i samme aksjeklasse i et målselskap skal

behandles likt, og at øvrige aksjeeiere skal beskyttes, hvis en person oppnår kontroll i selskapet.

- I henhold til bokstav (b) skal aksjeeierne i et målselskap få tilstrekkelig tid og informasjon til å kunne ta stilling til tilbudet. Videre skal målselskapets styre, når det gir aksjeeierne råd i forbindelse med overtakelsestilbud, gi synspunkter på hvordan en gjennomføring av tilbudet vil påvirke sysselsettingen, ansettelsesvilkår og virksomhetens plassering.
- Av prinsippet nedfelt i bokstav c) følger det at målselskapets ledelse skal ivareta de interesser selskapet har i sin helhet, og ikke frata aksjeeierne mulighet til å ta stilling til tilbudet.
- I henhold til bokstav d) må ikke markedet for aksjene i målselskapet, i tilbyder eller i noe annet selskap som berøres av tilbudet påvirkes utilbørlig på en slik måte at kursen på aksjene stiger eller faller kunstig og at markedenes normale funksjon forstyrres.
- Av bokstav e) fremgår det at en budgiver kan gi melding om tilbud først etter å ha sikret seg at kontant vederlag, dersom dette tilbys, til fulle kan utbetales, og først etter å ha truffet alle rimelige foranstaltninger for å sikre utbetaling av enhver annen form for vederlag.
- Av bokstav f) fremgår det at et overtakelsestilbud ikke må forstyrre målselskapets virksomhetsutøvelse lenger enn det som er rimelig.

Prinsippene vektlegger altså ikke bare det hensynet som tradisjonelt har stått sentralt i forbindelse med utforming av reglene om tilbudsplikt i norsk rett, nemlig hensynet til likebehandling og at minoritetsaksjeeierne ikke skal lide et økonomisk tap som følge av et kontrollskifte i selskapet, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.1. Prinsippene signaliserer også at nasjonale regler må utformes på en måte som sørger for at overtakelsestilbud generelt, dvs. både frivillige og pliktige tilbud, fremsettes og gjennomføres på en ryddig og ordnet måte, av hensyn til målselskapets aksjeeiere, virksomhet og ansatte, jf. blant annet direktivet art. 3 nr. 1 bokstav b), c) e) og f), og av hensyn til de finansielle markedenes integritet, jf. blant annet direktivet art. 3 nr. 1 bokstav d).

Disse ulike prinsippene og formålene er eksempelvis reflektert innledningsvis i Storbritannias Takeover Code slik:

«The Code is designed principally to ensure that the shareholders in an offeree company are treated fairly and are not denied an oppor-

tunity to decide on the merits of a takeover and that shareholders in the offeree company of the same class are afforded equal treatment by an offeror. The Code also provides an orderly framework within which takeovers are conducted. In addition, it is designed to promote, in conjunction with other regulatory regimes, the integrity of the financial markets.»

Enkelte land har et regelverk som i stor grad er knyttet opp mot direktivets prinsipper, og som er utformet på en måte som gir stor grad av fleksibilitet, herunder Storbritannia og Sverige.

I Norge ble det i forbindelse med gjennomføringen av direktivet beholdt et regelbundet og mindre fleksibelt system, med et mer begrenset antall presist utformede regler kombinert med få muligheter til å dispensere fra reglene. Verdipapirmarkedsløvsutvalget redegjorde i liten grad for sine vurderinger av regelsystemet sett i lys av direktivets prinsipper, utover at det ble konstatert at et prinsippbasert regelverk ville gi fleksible løsninger for det enkelte tilfelle, men på den annen side svekket forutberegnelighet, jf. NOU 2005: 17 3.1. Departementet ga i proposisjonen noe mer omtale av vurderinger rundt regelsystemet, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 24. Det ble i proposisjonen blant annet uttalt at det ikke anses hensiktsmessig å endre det norske regelsystemet til et mer prinsippbasert system, under henvisning til at dette bidrar til mindre forutberegnelighet for markedsaktørene, sammenlignet med et mer regelbundet system. Det ble også vist til at hovedhensynene bak reglene om tilbudsplikt, likebehandling og minoritetsvern i overtakelse-situasjoner, må balanseres mot hensynet til at reguleringen av overtakelsestilbud ikke utformes på en slik måte at de gjennom uforutsigbarhet for oppkjøper og økonomiske byrder, forhindrer eller vanskeliggjør oppkjøp og strukturendringer av samfunnsnyttig karakter.

Utvalget er enig i at hensynet til forutberegnelighet er viktig i relasjon til reglene om når tilbudsplikt utløses. Reglene om erverv som utløser tilbudsplikt er inngripende regler som stiller krav til presist utformet lovtekst som gir tilstrekkelig forutsigbarhet med hensyn til når plikten inntreffer, og hvilket økonomisk omfang plikten innehar. Det ville etter utvalgets vurdering ikke være naturlig å hjemle et pålegg om den type inngripende plikter i til dels vagt utformede standarder og prinsipper. Utvalget peker samtidig på at reglene om overtakelsestilbud også skal regulere en lang rekke andre forhold, herunder frivillige tilbud og regler om hvordan overtakelsestilbud skal gjennomføres

på en ordnet måte, der hensynet til forutberegnelighet må veies opp mot hensynet til et regelverk som i en viss utstrekning kan tilpasses uforutsette enkelthendelser og markedsmessige endringer. Omstendighetene rundt et overtakelsestilbud er sjelden identiske, og det er ikke mulig å utforme et presist regelverk som dekker alle tenkelige scenarier og omstendigheter rundt et overtakelsestilbud. Et unødvendig rigid regelverk kan også bidra til å forhindre eller vanskeliggjøre oppkjøp og strukturendringer av samfunnsnyttig karakter. I tråd med de forslag som fremkommer nedenfor, er det videre utvalgets oppfatning at det finnes ulike måter å gjøre et regelbundet system mer fleksibelt på, uten at det endrer karakter til et prinsippbasert system tilsvarende det man har i Sverige eller Storbritannia.

Utvalget har i lys av de erfaringer som foreligger med det norske regelverket, direktivets utforming og hvordan dette er gjennomført i enkelte andre sammenlignbare land, sett på hvordan regelverket kan utformes på en måte som gir noe mer grad av fleksibilitet ved markedsmessige endringer og utviklingstrekk samt uforutsette enkeltsituasjoner, samtidig som lovverket ivaretar den nødvendige forutberegnelighet, og norske tradisjoner knyttet til regelutforming og det norske regimet for kontroll med overtakelsestilbud. Sverige og Storbritannia har begge, som nevnt, et prinsippbasert regelsystem, men har samtidig et regime som er tilpasset dette, med selvstyrende organer, hhv. Aktiemarknadsnämnden og The Takeover Panel, som løpende gir autorative uttalelser om hvordan reglene skal tolkes og anvendes i lys av direktivets prinsipper, og når de kan fravikes. I Norge avgir tilbudsmyndigheten løpende tolkningsuttalelser med hensyn til hvordan myndigheten oppfatter at reglene er å forstå. Samtidig har norsk tilbudsmyndighet lang erfaring med å behandle søknader om dispensasjon og spørsmål knyttet til unntak fra tilbudsplikt på de få områder hvor loven åpner for dette, herunder ved erverv mellom identifiserte parter, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd.

Utvalgets forslag innebærer å utvide dispensasjonshjemlene til tilbudsmyndigheten på visse nærmere angitte områder. Videre foreslår utvalget å legge opp til en lovstruktur som gjør det enklere å tilpasse regelverket om overtakelsestilbud til utviklingstrekk og endringer i markedspraksis ved at flere av reglene flyttes over i forskrift. For øvrig har utvalget i forbindelse med revisjonsarbeidet foretatt en fornyet gjennomgang av det norske regelverket opp mot direktivets prinsipper, med det formål å sørge for at det nor-

ske regelverket i tilstrekkelig grad reflekterer disse, og de hensyn prinsippene søker å ivareta. Utvalgets forslag er nærmere redegjort for i det følgende i utredningen.

2.7.2 Lovstruktur

En utfordring ved regulering av overtakelsestilbud er at lovregler kan være vanskelig å endre i takt med markedsutviklingen. Som nevnt innledningsvis har grunntrekkene i det norske regelverket om overtakelsestilbud bestått siden slike regler først ble innført i loven i 1997. Fokuset har i Norge først og fremst vært på regulering av pliktige tilbud. Fravær av mer inngående regulering av frivillige tilbud, er i forarbeidene begrunnet med at frivillig tilbud vil utløse et etterfølgende pliktig tilbud som vil være omfattet av reglene om pliktige tilbud.² Den store majoriteten av de frivillige tilbud som fremsettes i dag gjøres imidlertid betinget av oppnåelse av 90 % akseptgrad, slik at tilbyder kan gå direkte til tvangsinnløsning uten å gå veien om et pliktig tilbud.

I fravær av mer inngående regulering knyttet til frivillige tilbuds materielle innhold, målselskaps rolle, frister for gjennomføring, krav til finansiering mv., vil disse forholdene være gjenstand for forhandling mellom de involverte parter. På en del områder har det også utviklet seg en markedspraksis for hvordan slike tilbud fremsettes og gjennomføres, hvilke vilkår for tilbudet og mekanismer i transaksjonsavtaler som anses adekvate, mv.

En for inngående regulering av overtakelsestilbud kan vanskeliggjøre fremsettelsen av tilbud på en uhensiktsmessig måte. Selv om utvalget i denne utredningen vil foreslå noe utfyllende regulering av frivillige tilbud, vil fremgangsmåte for gjennomføring og utforming av frivillige tilbud derfor fortsatt i stor utstrekning være markedsstyrt. Det er likevel slik at gjentakende hendelser som går på tvers av de hensyn tilbudsregelverket søker å ivareta, kan svekke tilliten til markedet. Etter utvalgets vurdering bør det derfor være mekanismer til stede som gir mulighet for å stanse utvikling av en uheldig markedspraksis eller gjøre presiseringer i regelverket på enkelte områder, gjennom en mindre omfattende prosess enn en revisjon av loven.

Utvalget har i lys av det ovennevnte sett på hvordan det kan legges opp til en lovstruktur som gjør det enklere å tilpasse regelverket til utviklingstrekk og endringer i markedspraksis, og

² Jf. blant annet NOU 1996: 2 pkt. 9.3.17.

som samtidig ivaretar hensynet til rettsikkerhet. Utvalget foreslår større bruk av forskrift enn hva som er tilfellet i dag. Utvalget foreslår at særlig inngripende regler, herunder regler om når tilbudsplikt utløses og til hvilken pris samt begrensninger i målselskapets handlefrihet etter fremsettelsen av et tilbud, fremgår i lov, og at andre regler som hovedsakelig gjelder innholds krav til melding og tilbudsdokument og regler som angår gjennomføring av tilbud, fremgår i forskrift. Større grad av forskriftsregulering på dette området vil etter utvalgets vurdering gjøre det enklere å foreta tilpasninger til utviklingen i markedet, eller treffe tiltak for å forhindre gjentakende handlinger som ikke anses forenlige med hensynene bak tilbudsreglene.

2.7.3 Gjennomføring av direktivets prinsipper

Det ble innledningsvis vist til prinsippene i direktivet, og hvordan det i direktivet forutsettes at de standarder og hensyn prinsippene bygger på, ivaretas i EØS-statenes nasjonale lovgivning. Prinsippene kan synes å gi uttrykk for et bredere sett av hensyn enn det norske lovgivning tradisjonelt har tatt utgangspunkt i, da de relaterer seg til overtakelsestilbud generelt, og ikke utløsning av tilbudsplikt og fremsettelsen av pliktige tilbud spesielt. Blant annet oppstiller flere av prinsippene et rammeverk for hvordan et overtakelsestilbud, frivillige og pliktige tilbud, kan gjennomføres på en ryddig måte av hensyn til målselskapets aksjeeiere og markedets integritet.

Verdipapirmarkedslovutvalget foretok i forbindelse med gjennomføringen av direktivet i norsk rett, en gjennomgang av i hvilken grad gjeldende norsk rett allerede var i samsvar med direktivets prinsipper. Utvalget konkluderte med at det i stor utstrekning var tilfellet, jf. NOU 2005: 17 pkt. 3.2. På enkelte områder synes denne gjennomgangen imidlertid ikke i tilstrekkelig grad å ta høyde for at prinsippene også gjelder for frivillige tilbud, og/eller at prinsippene gir uttrykk for et bredere sett av hensyn enn det norske tilbudsregler tradisjonelt har fokusert på. For eksempel pålegger prinsippet nedfelt i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav e) EØS-statene å sørge for at en tilbyder ikke kunnegjør et tilbud før tilbyder har sikret at vederlaget kan utbetales. I forbindelse med gjennomgangen i NOU 2005: 17, ble det videre konkludert med at norsk rett i tilstrekkelig grad ivaretok aksjeeierens rettigheter og posisjon på dette punktet, under henvisning til de krav som gjelder ved fremsettelsen av pliktige tilbud, jf. NOU 2005: 17 pkt.

3.2. Prinsippet gjelder imidlertid også for frivillige tilbud, hvor tilbyder, i fraværet av regler som ivaretar prinsippet, i dag fritt kan fremme tilbud uten at tilbyder har gjort forberedelser for å sikre finansiering. Det kan reises spørsmål om dette er i samsvar med direktivet, se nærmere om dette i utredningen kapittel 3. Videre kan det også reises spørsmål om prinsippet nedfelt i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav d) om at det ikke må skapes falske markeder slik at kursene eller markedene forstyrres, sammenholdt med direktivet art. 8 nr. 1 hvor det fremgår at tilbudet skal offentliggjøres på en måte som sikrer transparens i markedet og integritet med hensyn til aksjene tilbudet gjelder, krever en noe mer utførlig regulering av tilbyders kommunikasjon ved fremsettelsen av et tilbud, se nærmere om dette i pkt. 6.1. Utvalget har i lys av det ovennevnte funnet grunn til i revisjonsarbeidet å gjøre fornyede vurderinger av om prinsippene i tilstrekkelig grad er reflektert i norsk lovgivning slik det forutsettes i direktivet. En slik gjennomgang opp mot prinsippene er foretatt fortløpende i forbindelse med utredningen av de enkelte temaer.

2.7.4 Utvidede dispensasjonshjemler

En særlig utfordring ved det norske lovverket slik det er utformet i dag, er etter utvalgets oppfatning kombinasjonen av et regelbundet system på den ene siden, og få muligheter til å gjøre unntak fra reglene på den annen side, herunder i tilfeller hvor løsningen reglene oppstiller for den konkrete situasjon fremstår lite hensiktsmessig eller unødvendig byrdefull i lys av de hensyn og interesser som bestemmelsene om overtakelsestilbud skal ivareta. Et system som gir større adgang til å gjøre unntak, vil etter utvalgets oppfatning på en bedre måte ivareta hensynet til at reguleringen av overtakelsestilbud utformes slik at det ikke på en uforholdsmessig måte forhindrer eller vanskeliggjør samfunnsnyttige oppkjøp og omstruktureringer. Direktivet legger opp til at tilbudsmyndigheten kan gi slik dispensasjonsadgang gjennom direktivet art. 4 nr. 5, også der regelen har sitt utspring i de minimumskrav som er fastsatt i direktivet, forutsatt at direktivets prinsipper ivaretas og beslutningen grunnngis. En slik adgang til å gi dispensasjoner fra hele eller deler av regelverket er også benyttet av andre sammenlignbare land.

Utover de unntaksregler og dispensasjonshjemler som direkte gjelder reglene om tilbudsplikt, foreligger det i gjeldende regelverk ingen hjemler til å gi unntak og dispensasjoner. Tilbuds-

myndigheten har således heller ingen adgang til å dispensere fra regler som gjelder selve gjennomføringen av de pliktige tilbudene eller frivillige tilbud, herunder prosessregler knyttet til melding om tilbud, tidsfrister mv. Utvalget mener at det vil være hensiktsmessig om tilbudsmyndigheten gis en diskresjonær adgang til å dispensere fra reglene om tilbudsplikt i enkelte situasjoner. Utvalget er av den oppfatning at videre hjemler for tilbudsmyndigheten til å dispensere fra denne type regler ved særlige tilfeller, vil kunne skape bedre løsninger ved enkeltsituasjoner der reglene

gir en lite hensiktsmessig løsning, og den aktuelle dispensasjonen ikke går på tvers av hensynene bak reglene om overtakelsestilbud, herunder direktivets prinsipper. Eventuell dispensasjon forutsetter en forutgående dialog med tilbudsmyndigheten, og tilbudsmyndighetens beslutning vil utgjøre et enkeltvedtak i henhold til forvaltningslovens regler. Utvalgets forslag til dispensasjons-hjemler er nærmere redegjort for i forbindelse med omtale av de enkelte regler som utvalget foreslår å knytte en dispensasjonsadgang til.

Kapittel 3

Krav til forberedelser i førtilbudsfasen

3.1 Innledning

Et overtakelsestilbud vil normalt påvirke kursen til aksjene i målselskapet, og ofte også kursen til aksjene i tilbyder. Videre er et overtakelsestilbud av stor betydning for, og stiller krav til, målselskapets styre og ledelse, og kan også potensielt påvirke målselskapets virksomhet. Det er derfor viktig at regelverket sikrer at det bare offentliggjøres meldinger om overtakelsestilbud i de tilfellene der tilbyder har evne og vilje til å gjennomføre tilbudet.

I direktivet forutsettes det blant annet at det gis regler som sikrer at markedet for de involverte parter i et overtakelsestilbud ikke påvirkes utilbørlig (art. 3 nr. 1 bokstav d)), at tilbudet gjøres offentlig på en måte som sikrer transparens i markedet og integritet for aksjene i målselskapet (art. 8 nr. 1), at tilbyder har gjort visse forberedelser knyttet til finansiering i forkant av at et tilbud fremsettes (art. 3 nr. 1 bokstav e)), og at målselskapets virksomhet i forbindelse med et overtakelsestilbud ikke forstyrres lenger enn det som er rimelig (art. 3 nr. 1 bokstav f)).

I lys av dette vil utvalget i det følgende vurdere nærmere om det er behov for å innføre nye krav til forberedelser i førtilbudsfasen. Sett i forhold til en normal tidslinje for overtakelsestilbud vil vurderingene i første rekke gjelde forberedelser i perioden før tilbyder offentliggjør melding om å fremsette tilbud.

3.2 Gjeldende rett

Ved pliktige tilbud skal det gis melding til tilbudsmyndigheten og målselskapet straks etter at avtale om erverv som utløser tilbudsplikt er inngått, jf. vphl. § 6-8 første ledd. I meldingen skal det opplyses om tilbud vil bli fremsatt eller om det vil bli gjennomført et nedsalg. En tilbyder kan ikke trekke seg etter at det har blitt gitt melding om at tilbud vil bli fremsatt. Et pliktig tilbud kan ikke gjøres betinget, jf. vphl. § 6-10 tredje ledd, og opp-

gjøret skal garanteres av en finansinstitusjon, jf. vphl. §§ 6-10 syvende ledd.

Ved frivillige tilbud skal tilbyder straks etter å ha truffet beslutning om å fremsette et frivillig tilbud, sende melding til tilbudsmyndigheten og målskapet, jf. vphl. § 6-19 tredje ledd. Det stilles ingen nærmere krav til innholdet i meldingen. Reglene oppstiller heller ingen begrensninger i adgangen til å offentliggjøre en intensjon om å fremsette et frivillig tilbud eller at fremsettelsen av et frivillig tilbud gjøres betinget av at nærmere angitte vilkår skal oppfylles. Tilbyder står i utgangspunktet fritt til å fremme tilbud med finansieringsvilkår, dvs. at tilbyder kan fremsette et frivillig tilbud uten at tilbyder har gjort noen tiltak for å sikre finansiering og oppgjør av tilbudet.

3.3 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 3 nr. 1 bokstav e) at EØS-statene ved gjennomføring av direktivet skal sørge for at følgende prinsipp er ivaretatt; «en tilbyder kan kunngjøre et tilbud først etter å ha forvissnet seg om at han/hun fullt ut kan gi kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres». Begrepet «tilbud» viser til både frivillige og pliktige tilbud, jf. direktivet art. 2 nr. 1 bokstav a).

3.4 Svensk rett

Et overtakelsestilbud kan kun fremsettes etter forberedelser som viser at tilbyder har til formål å gjennomføre tilbudet, jf. Takeover-reglene pkt. II.1. Ifølge kommentarene til bestemmelsen, innebærer kravet til forberedelser blant annet at tilbyder, der oppgjøret helt eller delvis er i kontanter, skal forvise seg om at vedkommende har finansielle ressurser til å gjennomføre tilbudet, og at tilbyder må forsikre seg om at tilstrekkelig finansiering finnes tilgjengelig under hele tilbudsperio-

den, herunder ved eventuelle påregnelige forlengelser av akseptfristen.

3.5 Dansk rett

Før annonsering av et frivillig eller pliktig tilbud skal tilbyder ha sikret seg at vedkommende fullt ut kan oppfylle ethvert krav med hensyn til motytelse i form av kontanter, og tilbyder skal ha truffet alle rimelige foranstaltninger for å sikre at enhver annen form for motytelse kan betales, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 8.

3.6 Utvalgets forslag

Gjeldende rett oppstiller ingen særlige krav til hvilke forberedelser tilbyder skal foreta i tiden før tilbyder sender melding om at det skal fremsettes et overtakelsestilbud. Utvalget er kjent med at det i praksis har forekommet at tilbyder ikke har vært i stand til å gjennomføre et tilbud som vedkommende har meldt til markedet, eller at informasjon som kommuniseres til markedet har vært så vagt formulert at det har oppstått tvil om det faktisk ville bli fremsatt et tilbud, for eksempel som følge av at tilbyder ikke har hatt eller ville ha oppnådd nødvendig finansiering. Slik opptreden og slike hendelser kan etter utvalgets oppfatning virke unødig forstyrrende på målselskapets virksomhet og være egnet til å skape usikkerhet i markedet, og således påvirke prisdannelsen. Videre viser utvalget til at det er en forutsetning etter direktivets prinsipper at en tilbyder kunngjør et tilbud først etter å ha forvissnet seg om at et eventuelt kontantvederlag kan ytes fullt og det er truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres.

Utvalgets *flertall*, bestående av medlemmene Truyen, Bjerkestrand, Gravdal, Skallerud, Stray og Vidjeland, mener det bør stilles krav til gjennomføring av forberedelser på et tidlig stadium i prosessen, for å forebygge unødige forstyrrelser av målselskapets drift og markedet som sådan, herunder prisdannelsen. Videre bør prinsippene og hensynene som direktivet gir uttrykk for

reflekteres i norsk rett i større grad. Flertallet foreslår derfor å innføre et nytt krav om at tilbydere skal gjennomføre visse forberedelser før vedkommende offentliggjør melding om tilbud til markedet og målselskapet. Forslaget vil gjelde både for frivillige og pliktige tilbud. Hvilke forberedelser som det forventes at tilbyder gjennomfører, vil nødvendigvis bero på konkrete forhold ved tilbudet. Det sentrale vil være å gjennomføre forberedelser som viser at vedkommende er i stand til å gjennomføre tilbudet, herunder finansiere tilbudet. Det forutsettes at tilbyder i etterkant vil kunne dokumentere hvordan forberedelsesarbeidet ble gjennomført. Kravet til forberedelser antas å få størst betydning for frivillige tilbud, da slike tilbud normalt krever mer forberedelser enn pliktige tilbud. Det presiseres at plikten til å melde at det skal fremsettes et overtakelsestilbud vil gjelde selv om tilbyder ikke skulle ha gjennomført tilstrekkelige forberedelser. Det vil i så fall bli opp til tilbudsmyndigheten å vurdere eventuell oppfølging av overtredelsen. Videre vises det til at tilbudsmyndigheten vil føre tilsyn med etterlevelsen av bestemmelsen, jf. pkt. 8.5 og pkt. 10.5. Kravet til forberedelser i førtilbudsfasen foreslås inntatt innledningsvis i loven, jf. lovforslaget § 6-5.

Utvalgets *mindretall*, bestående av medlemmene Nygaard, Sigurdson og Solem, er enige i at regelverket bør utformes slik at det hindrer adferd som kan virke unødig forstyrrende på målselskapets virksomhet og prisdannelsen i markedet. Etter mindretallets oppfatning er det likevel ikke behov for et eget krav om forberedelser før tilbyder kan sende melding om at tilbud vil bli fremsatt, samtidig som direktivet ikke gjør det nødvendig å oppstille et slikt krav. Utvalget har foreslått andre regler som gjør at tilbyder i praksis vil måtte forberede tilbud på en måte som avhjelper ulempene ved dagens regler, herunder krav til melding med informasjon om finansiering og andre forhold knyttet til det tilbudet som vil bli fremsatt (pkt. 4.2 og 5.2), og krav om at den informasjonen som gis om et planlagt tilbud skal være korrekt, klar og ikke villedende (pkt. 6.1). Mindretallet går derfor ikke inn for å innta et eget krav til tilbyders forberedelser i førtilbudsfasen.

Kapittel 4

Frivillige tilbud

4.1 Generelt

Utvalget har foretatt en vurdering av reglene om frivillige tilbud. I vurderingen har utvalget lagt særlig vekt på at informasjon som gis til markedet bør være tilstrekkelig utfyllende til at markedet kan foreta en riktig prising av verdipapirer utstedt av målselskapet, tilbyder og eventuelt andre berørte aktører, og slik at aksjeeierne og målselskapet kan innrette seg etter informasjonen, og at prosessen med overtakelse i form av frivillig tilbud bør gjennomføres på en ryddig og ordnet måte. Videre har utvalget vurdert om det er behov for flere regler knyttet til gjennomføringen av og det materielle innholdet i frivillige tilbud. Utvalget har også vurdert om direktivets prinsipper er tilstrekkelig gjennomført for så vidt gjelder frivillige tilbud. I lys av dette, vil utvalget i det følgende redegjøre for endringsbehov i reglene om frivillige tilbud.

4.2 Melding om frivillige tilbud

4.2.1 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 6-19 tredje ledd at den som har besluttet å fremsette et frivillig tilbud straks skal gi melding om dette til tilbudsmyndigheten og til målselskapet. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Gjeldende rett stiller ingen nærmere krav til hvilken informasjon som skal inngå i en slik melding.

4.2.2 EØS-rett

Det følger av prinsippet nedfelt i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav d) at EØS-statene gjennom nasjonale regler om overtakelsestilbud skal sørge for at det ikke skapes kunstige markeder for verdipapirene i målselskaper, tilbyder eller annet selskap som berøres av tilbudet, på en slik måte at oppgang eller nedgang i kursene blir kunstig og markedenes normale virkemåte forstyrres.

Direktivet inneholder også mer spesifikke minimumsregler knyttet til offentliggjøring av et

overtakelsestilbud. I henhold til direktivet art. 6 nr. 1 skal EØS-statene sørge for at en beslutning om å fremsette et tilbud blir offentliggjort «without delay». Offentliggjøringen skal i henhold til direktivet art. 8 nr. 1 skje på en slik måte at det sikres åpenhet i markedet og integritet med hensyn til verdipapirene i målselskapet, tilbyder, eller annet selskap, som er berørt av tilbudet, og på en måte som forhindrer offentliggjøring eller utbredelse av uriktige eller villedende opplysninger.

4.2.3 Svensk rett

Det er gitt regler om tilbyders plikt til å offentliggjøre et overtakelsestilbud i Takeover-reglene pkt. II.3. Den som har besluttet å fremsette et offentlig overtakelsestilbud som omfattes av Lag (2006:451) om offentlig oppkjøpsbud på aktiemarknaden kapittel 2 (Skyldigheter för budgivaren) § 1, skal så snart som mulig offentliggjøre tilbudet gjennom en melding (svensk: «pressmeddelande»). Det er inntatt en detaljert liste over forhold det skal opplyses om i meldingen. Dette omfatter blant annet informasjon om hvem tilbyder er, hvor mange aksjer og stemmer i målselskapet tilbyder eier eller på annet vis kontrollerer, innehav av finansielle instrumenter som gir tilbyder en finansiell eksponering tilsvarende et innehav av aksjer i målselskapet, i hvilken utstrekning tilbyder har mottatt bindende eller betingede forhåndsaksepter fra aksjeeiere i målselskapet eller om aksjeeiere har gitt positive uttalelser om tilbudet samt i hvilken utstrekning målselskapet har bundet seg til budrelaterte arrangement, bonusavtaler eller lignende som tilbyder har tilbudt medarbeidere i målselskapet, hvilke verdipapirer som omfattes av tilbudet, de viktigste vilkårene for tilbudet, herunder blant annet pris, eventuell budpremie og beregning av slik budpremie, hvordan tilbudet finansieres, eventuelle vilkår for tilbudets gjennomføring, i hvilken utstrekning tilbyder har fått beskjed om at aksjeeiere i tilbyder vil stemme for eventuelle generalforsamlingsvedtak som anses nødvendig

for å gjennomføre tilbudet, eventuelle tegningsforpliktelse eller emisjonsgarantier i tilknytning til en kontantemisjon som anses nødvendig for å gjennomføre tilbudet, motivet for tilbudet i kort-het, den forventede publiseringsdato for et tilbuds-dokument og en så presis tidslinje som mulig for gjennomføringen av tilbudet; samt informasjon om en nærstående deltager i tilbudet, og informasjon om et styremedlem eller medlem av den daglige ledelse i målselskapet, eller nærstående av en slik person, eller et datterselskap av målselskapet, fremsetter eller deltager i tilbudet.

Den som overveier å fremsette et tilbud og vet eller har grunn til å tro at informasjon om tilbudet har lekket eller kan komme til å lekke, kan offentliggjøre en særskilt melding med det formål å utligne informasjonen, jf. Takeover-reglene pkt. II.3 andre ledd. I en slik melding skal det fremgå tydelig at dette ikke er en melding om fremsettelse av tilbud som omtalt ovenfor. Bakgrunnen for offentliggjøringen av meldingen skal også fremgå. Dersom meldingen inneholder informasjon tilsvarende det som skal inngå i en melding om fremsettelsen av et tilbud, gjelder innholds-kravene tilsvarende så langt de passer. Meldingen skal også, hvis mulig, inneholde informasjon om når tilbudet vil bli fremsatt.

4.2.4 Dansk rett

Ved frivillige tilbud skal tilbyder så raskt som mulig etter at tilbyder har truffet beslutning om å fremsette et frivillig tilbud, offentliggjøre en melding (dansk: «meddelelse») om dette, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 4, jf. § 20.

4.2.5 Utvalgets vurderinger

Et frivillig tilbud vil normalt påvirke kursen for aksjene i målselskapet og således ha betydning for prisdannelsen. Utvalget viser til at gjeldende rett ikke oppstiller krav til hvilken informasjon en melding om at tilbyder har besluttet å fremsette et frivillig tilbud skal inneholde, verken om tilbuds-pris, tidshorisont, vilkår for tilbudet, inngåelse av forhåndsaksepter med enkeltaksjeeiere og vilkårene for disse, inngåelse av transaksjonsavtale mellom tilbyder og målselskapet og andre omstendigheter som normalt må anses å ha betydning for markedets vurdering av tilbudet. Utvalget mener det kan være uheldig at markedet i perioden fra det sendes en melding om at det er besluttet å fremsette et frivillig tilbud og frem til tilbudet fremsettes, som potensielt kan strekke seg over flere uker, kan mangle sentral informa-

sjon av betydning for prisdannelsen i målselskapets aksjer og den aktuelle tilbudsprosessen. Det kan også reises spørsmål om fraværet av slike regler er i tråd med direktivets prinsipper som forutsetter at et tilbud skal offentliggjøres på en måte som sikrer åpenhet i markedet og integriteten til de verdipapirene som er berørt av tilbudet.

Som det fremgår i pkt. 3.6, foreslår utvalget å innføre krav om at tilbyder skal gjennomføre visse forberedelser før det sendes melding om at det skal fremsettes et tilbud. I forlengelsen av kravet til forberedelser, forventes det at en rekke forhold ved prosessen er i gang på det tidspunkt tilbyder beslutter å fremsette et frivillig tilbud. Utvalget foreslår i lys av dette å innføre krav om at det i meldingen som offentliggjør at det skal fremsettes et frivillig tilbud skal gis informasjon om forhold av betydning for markedets vurdering av tilbudet og for prisdannelsen. Utvalget foreslår at meldingen skal inneholde informasjon som anses særlig relevant for markedets vurdering av tilbudet og tilbudssituasjonen, og dermed også kursbildet for aksjene i målselskapet. Utvalget foreslår enkelte minstekrav til hva meldingen skal inneholde. Forslaget innebærer at en del av informasjonen som etter gjeldende regler skal inntas i tilbuds-dokumentet skal fremgå i meldingen om at det er besluttet å fremsette et frivillig tilbud.

Det foreslås at det i meldingen skal gis informasjon om tilbyders identitet og kontaktdetaljer, hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder, samt opplysninger om tilbyders og tilbyders nærståendes aksjeinnehav og eksponering, jf. forskriftsforslaget § 6-4 første ledd nr. 1-4. Dette tilsvarende kravene til innholdet i tilbuds-dokumentet som fremgår i gjeldende vphl. § 6-13 andre ledd nr. 1-4.

Videre foreslås at meldingen skal inneholde opplysninger om omfang av og betingelser i eventuelle forhåndsaksepter som er avgitt av aksjeeiere i målselskapet, jf. forskriftsforslaget § 6-4 første ledd nr. 5. Omfanget av forhåndsaksepter bør beskrives slik at det er lett forståelig hvor mange aksjeeiere og hvor stor andel av aksjekapitalen og stemmene som det er gitt forhåndsaksept for. Utvalget legger til grunn at det skal opplyses om alle sentrale betingelser for forhåndsakseptene som vil være av betydning for de øvrige aksjeeiernes vurdering av det kommende tilbudet. Dette omfatter blant annet hvilken pris og eventuell oppkjøpspremie som er avtalt, samt hvilken rett forhåndsakseptantene har til å akseptere konkurrerende bud.

I meldingen skal tilbyderen videre opplyse om de viktigste vilkår for tilbudet, herunder vederlag,

vederlagsform og differanse mellom vederlag og markedskurs, jf. forskriftsforslaget § 6-4 første ledd nr. 6. Videre skal det opplyses om differansen mellom vederlag og markedskurs. Det presiseres at dette også gjelder en eventuell negativ differanse i forhold til markedskurs. Dette tilsvarer et stykke på vei kravene til informasjon i tilbuds-dokumentet som følger av gjeldende vphl. § 6-13 andre ledd nr. 5.

Som drøftet i pkt. 3.6 ovenfor, foreslår utvalget å innføre nytt krav om at tilbyder på et tidlig stadium i tilbudsprosessen skal ha gjort forberedelser. I forlengelsen av dette, foreslår utvalget at det i meldingen gis informasjon om hvilke planer tilbyder har med hensyn til finansiering av ervervet av aksjene, jf. forskriftsforslaget § 6-4 første ledd nr. 7.

Meldingen skal inneholde informasjon om eventuelle betingelser for fremsettelse av og/eller gjennomføring av tilbudet, jf. forskriftsforslaget § 6-4 første ledd nr. 8. Slike betingelser kan eksempelvis omfatte krav om en bestemt akseptgrad, godkjenning fra offentlige myndigheter og due diligence, og betingelsen bør normalt beskrives i detalj i meldingen. Det forutsettes at akseptgraden konkretiseres og angis i en bestemt prosent. Basert på utenlandsk praksis, særlig ved grenseoverskridende tilbud, kan gjennomføringsvilkårene være svært omfattende. Det bør i så fall være tilstrekkelig å opplyse om slike vilkår i en summarisk form, såfremt det vesentlige innholdet fremgår klart.

Det skal også gis informasjon om hvilken dato det kan forventes at tilbudsdocumentet offentliggjøres og en tidslinje for gjennomføringen av tilbudet, jf. forskriftsforslaget § 6-4 første ledd nr. 9. Dersom det senere skulle vise seg at tilbudet fremsettes på et senere tidspunkt enn det som har blitt opplyst, skal det informeres om dette i en ny melding, jf. nedenfor.

Utvalget foreslår også at det skal opplyses om andre forhold som antas å ha vesentlig betydning for markedets vurdering av meldingen om tilbudet, jf. forskriftsforslaget § 6-4 første ledd nr. 10. Hvilke forhold dette vil være, vil bero på en konkret vurdering.

I noen tilfeller vil styret i målselskapet inngå en transaksjonsavtale med tilbyder om gjennomføringen av og innholdet i tilbudet. I slike prosesser har tilbyder normalt forhandlet med styret i målselskapet om tilbudets premisser. Dette gir styret i målselskapet mulighet til å påvirke tilbudets innhold, men kan også legge forpliktelser på målselskapet overfor tilbyder som kan bidra til å vanskeliggjøre et konkurrerende tilbud. Det har

dermed betydning for markedets vurdering av tilbudet at tilbyder på et så tidlig tidspunkt som mulig offentliggjør relevant informasjon om innholdet i slike transaksjonsavtaler. I Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse pkt. 14 er det inntatt en anbefaling om at slike avtaler bør offentliggjøres senest samtidig med melding om at tilbudet vil bli fremsatt. Etter det utvalget erfarer, følges dette punktet i liten utstrekning. Målselskapet er gjennom løpende informasjonsplikt i utgangspunktet pålagt å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet straks. Målselskapet har imidlertid adgang til å utsette offentliggjøringen dersom vilkårene for dette er oppfylt, hvilket de normalt vil være i situasjoner der tilbyder forhandler en transaksjonsavtale med styret i målselskapet. Videre vil tilbyder i noen tilfeller forhandle en transaksjonsavtale med målselskapets aksjeeiere, slik at målselskapet som sådan ikke har tilgang til informasjon om vilkårene. I lys av det som er redegjort for over om at meldingen om fremsettelse av et tilbud bør inneholde relevant informasjon av betydning for markedets vurdering av tilbudet og tilbudssituasjonen, foreslår utvalget en plikt til å informere om avtaler mellom målselskapet og tilbyder for de tilfeller der slike avtaler er inngått. Dagens situasjon, der det er opp til hver enkelt tilbyder om denne typen informasjon skal offentliggjøres, er etter utvalgets oppfatning lite tilfredsstillende. Utvalget foreslår at tilbyder enten må offentliggjøre slike avtaler i sin helhet eller gi en beskrivelse av de viktigste betingelsene som den aktuelle avtalen inneholder. Det vil ikke være tilstrekkelig å opplyse om at avtalen er inngått på sedvanlige eller markedsmessige betingelser. Informasjon som det typisk må opplyses om, er elementer i transaksjonsavtalen som begrenser målselskapets handlefrihet når det gjelder å legge til rette for konkurrerende bud, rett for tilbyder til økonomisk kompensasjon dersom styret trekker sin anbefaling («break fee»), forhåndsaksepter, lovnader og fordeler som tilbys til ledelsen og styret i forbindelse med det konkrete tilbudet og lignende vilkår som kan påvirke markedet eller aksjeeiernes vurdering av tilbudet. Bestemmelsen foreslås inntatt i forskriftsforslaget § 6-4 tredje ledd.

Videre mener utvalget at tilbyder bør være forpliktet til å informere markedet dersom det i perioden frem til tilbudsdocumentet offentliggjøres skjer endringer i det som ble formidlet om tilbudet i meldingen, typisk ved frafallelse eller oppfyllelse av vilkår for fremsettelse eller gjennomføring av tilbudet, eller dersom vilkår for fremsettelse av tilbudet ikke kan oppfylles og tilbyder på det

grunnlaget velger å trekke tilbudet. Det foreslås derfor at tilbyder plikter å sende en oppdatert melding til tilbudsmyndigheten og målselskapet straks dersom det inntreffer endringer i forhold det er opplyst om i meldingen og som antas å ha betydning for markedets vurdering av tilbudet. Tilbudsmyndigheten skal straks offentliggjøre meldingen. Bestemmelsen foreslås inntatt i forskriftsforslaget § 6-4 femte ledd.

Skjerpede krav til hvilken informasjon som skal inngå i en melding om fremsettelse av tilbud vil potensielt kunne innebære at tilbyder må gjøre flere avklaringer før det sendes melding om fremsettelse av tilbud med påfølgende offentliggjøring til markedet. Dette kan øke risikoen for at kurs-sensitiv informasjon om et potensielt tilbud kan komme på avveie. Tilbyder har en plikt til å bevare innsideinformasjon konfidensielt, men har ikke en tilsvarende plikt som målselskapet til å offentliggjøre innsideinformasjon som knytter seg til målselskapet. Tilbyder bør derfor være særlig aktsom når det gjelder overholdelsen av taushetsplikten som gjelder for innsideinformasjon, og påse at tilgangen til innsideinformasjon begrenses til dem som har et berettiget behov for informasjonen.

Slik overtakelsesprosessen foreslås lagt opp, vil meldingen som hovedregel være den første informasjonen som tilbyder gir til markedet om den planlagte overtakelsen. Det forutsettes at tilbyderen gjør eller forsøker å gjøre nødvendige tiltak for å oppfylle alle kravene til meldingens innhold. Det vil imidlertid unntaksvis kunne forekomme at tilbyder på dette tidspunktet i prosessen ikke har tilgang til eller kontroll over all informasjonen som kreves opplyst i meldingen. Det kan for eksempel gjelde hvilke myndighetsgodkjenninger som vil være nødvendige som følge av overtakelsen, herunder at tilbyder på det aktuelle stadiet ikke har oversikt over om tilbudet må være forbeholdt godkjenning av utenlandske konkurransemyndigheter. I slike situasjoner forventes det at tilbyder i meldingen gir en forklaring på hvorfor tilbyder ikke har den informasjonen som kreves, og at tilbyder så langt som mulig opplyser om når informasjonen vil bli tilgjengelig. Videre forventes det at tilbyder offentliggjør informasjonen straks den foreligger. Det vises til forskriftsforslaget § 6-4 fjerde ledd.

Det legges ikke opp til at tilbudsmyndigheten skal gjennomføre en forhåndskontroll av meldingens innhold. Det vil være opp til tilbudsmyndigheten å kontrollere innholdet i meldingen i ettertid, og eventuelt ilegge passende sanksjoner ved overtredelser.

Bestemmelsen relaterer seg til prosessen for fremsettelse av frivillig eller pliktig tilbud og foreslås derfor plassert i forskrift sammen med andre tilsvarende bestemmelser, jf. forskriftsforslaget § 6-4. Utvalget foreslår videre noen mindre justeringer i gjeldende bestemmelse om melding ved frivillige tilbud, samt en hjemmel for departementet til å fastsette nærmere krav til meldingens innhold i forskrift, jf. lovforslaget § 6-16 andre ledd for så vidt gjelder frivillige tilbud.

For øvrig foreslår utvalget å videreføre gjeldende krav om at den som har fattet beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud, straks skal gi melding til tilbudsmyndigheten og målselskapet, jf. lovforslaget § 6-16 andre ledd, med noen mindre justeringer i ordlyden.

4.3 Offentliggjøring av melding om frivillig tilbud

4.3.1 Gjeldende rett

Melding om fremsettelse av pliktige tilbud skal sendes til tilbudsmyndigheten og til målselskapet når avtale om erverv som utløser tilbudsplikt er inngått, jf. vphl. § 6-8 første ledd. Ved frivillige tilbud skal slik melding sendes «straks» etter at tilbyder har fattet beslutning om å fremsette et frivillig tilbud, jf. vphl. § 6-19 tredje ledd. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Dette gjøres normalt gjennom informasjonssystemet Newsweb på målselskapets ticker. Målselskapet og tilbyder skal informere sine ansatte umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort, jf. vphl. §§ 6-8 andre ledd og 6-19 tredje ledd. Gjeldende rett inneholder ingen spesiell frist for når tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. I praksis offentliggjør tilbudsmyndigheten meldingen så snart som praktisk mulig.

4.3.2 EØS-rett

I henhold til direktivet art. 6 skal EØS-statene sørge for at en beslutning om å fremsette et tilbud blir offentliggjort «omgående» og at tilbudsmyndigheten informeres om tilbudet. Så snart tilbudet har blitt offentliggjort, skal styrene i målselskapet og tilbyder oversende tilbudsdokumentet til representanter for sine respektive ansatte, eller dersom det ikke finnes slike representanter, til de ansatte direkte.

Offentliggjøring av tilbud skal ifølge direktivet art. 8 nr. 1 skje på en slik måte at det sikrer transparens i markedet og integritet med hensyn til verdipapirene i målselskapet, hos tilbyder, eller

ethvert annet selskap som er berørt av tilbudet, og på en måte som forhindrer offentliggjøring eller utbredelse av uriktige eller villedende opplysninger.

Videre skal EØS-statene sørge for at informasjon om fremsettelse av tilbudet og tilbudsdokumentet offentliggjøres på en måte som sikrer at informasjonen er lett og raskt tilgjengelig for eierne av verdipapirene som et minimum på de regulerte markedene i de EØS-statene hvor målselskapets verdipapirer er tatt opp til handel og for representanter for de ansatte i tilbydereren og i målselskapet, eller, dersom det ikke finnes slike representanter, for de ansatte direkte, jf. direktivet art. 8 nr. 2.

4.3.3 Svensk rett

Det følger av Takeover-reglene pkt. I.4 at informasjon som offentliggjøres i forbindelse med et planlagt eller fremsatt tilbud skal offentliggjøres slik at den raskt og på en ikke-diskriminerende måte blir tilgjengelig for allmennheten. Samme informasjon skal samtidig sendes til børsen, Aktiemarknadsnämnden og Finansinspektionen. Informasjonen skal inneholde opplysninger om på hvilket tidspunkt den ble innsendt for offentliggjøring, samt kontaktperson og telefonnummer. Informasjonen skal også så snart som mulig etter offentliggjøring gjøres tilgjengelig på tilbyders website, om ikke særlige grunner tilsier noe annet. Videre skal informasjon som tilbyder i henhold til reglene plikter å offentliggjøre, samtidig sendes til målselskapet og så snart som mulig gjøres tilgjengelig på målselskapets hjemmeside, om ikke særlige grunner tilsier noe annet. Etter Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudan på aktiemarknaden kapittel 4 (Information til anställda) § 1, skal ansatte i tilbyder og i målselskapet informeres om tilbudet så snart dette er offentliggjort.

4.3.4 Dansk rett

Det er gitt bestemmelser om offentliggjøring i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud §§ 20 og 21. Ifølge Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 20 skal offentliggjøring skje ved en meddelelse som via elektroniske medier når ut til offentligheten i de land der målselskapets aksjer er tatt opp til handel på et regulert marked. Senest samtidig med offentliggjøringen skal tilbyder eller målselskapet sende meddelelsen til Finanstilsynet og det regulerte marked. Finanstilsynet skal legge meddelelsen ut på sin hjemmeside. Målselskapet og tilbyders sentrale ledelsesorganer skal så raskt

som mulig etter offentliggjøring orientere sine respektive ansattes representanter eller, hvis det ikke finnes slike representanter, de ansatte direkte. I Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 21 oppstilles enkelte nærmere krav til offentliggjøring av godkjente dokumenter og offentliggjøring etter endt tilbudsperiode.

4.3.5 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende ordning om at tilbyder, straks beslutning om å fremsette frivillig tilbud er fattet, skal sende melding til målselskapet og tilbudsmyndigheten, som tilbudsmyndigheten deretter skal offentliggjøre. Etter utvalgets syn er det viktig at tilbudsmyndigheten offentliggjør en slik melding så snart som praktisk mulig. Utvalget foreslår derfor å presisere i loven at tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen «straks». Det vises til lovforslaget § 6-16 andre ledd tredje punktum for så vidt gjelder frivillige tilbud.

Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon gjelder i dag uavhengig av det regulerte markedets åpnings- og bemanningstid. Det kan således sette målselskapet i en vanskelig situasjon dersom det får tilsendt en melding om et overtagelsestilbud før meldingen offentliggjøres av tilbudsmyndigheten. Målselskapet må selv vurdere om den mottatte meldingen utgjør innsideinformasjon som målselskapet må offentliggjøre umiddelbart.

4.4 Frist for fremsettelse av frivillig tilbud mv.

4.4.1 Gjeldende rett

Den som har fattet en beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud skal «straks» gi melding til tilbudsmyndigheten og målselskapet, jf. vphl. § 6-19 tredje ledd. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Tilbudet skal fremmes «innen rimelig tid» etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet, jf. vphl. § 6-19 fjerde ledd. Det fremgår ikke av gjeldende regler hva som anses som «rimelig tid». På den annen side fremgår det av loven at pliktige tilbud skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikt inntrådte, jf. vphl. § 6-10 første ledd. I praksis er det antatt at fristen på fire uker for å fremsette pliktig tilbud er veiledende for hva som anses som rimelig tid for fremsettelse av frivillige tilbud.

Vphl. § 6-14 oppstiller krav til godkjennelse og offentliggjøring av tilbud. Bestemmelsen får

tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud, jf. § 6-19 første ledd. Det følger av første ledd at tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av tilbudsmyndigheten før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres. Ifølge andre ledd skal den tilbudspliktige, etter at tilbudet er godkjent, sende det til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted. Målselskapet plikter å medvirke til at utsendelse kan finne sted. Etter at tilbudet er godkjent, skal den tilbudspliktige og selskapet gjøre tilbudet kjent for sine ansatte, jf. tredje ledd. Fjerde ledd oppstiller regler om at et tilbudsdokument som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat skal anses godkjent fra det tidspunkt det foreligger melding fra EØS-staten om at tilbudsdokumentet er utarbeidet i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2004/25/EF, og godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.

Verdipapirhandelloven inneholder for øvrig ingen regler som nærmere regulerer de rettslige konsekvenser av å ikke fremsette et frivillig tilbud i samsvar med en melding om dette. Det er således noe uklart om tilbudsmyndigheten kan fremtvinge et annonsert frivillig tilbud ved å ilegge dagmulkt etter vphl. § 21-1.

4.4.2 EØS-rett

Direktivet inneholder spesifikke minimumsregler knyttet til offentliggjøring av et tilbud. I henhold til direktivet art. 6 nr. 1 skal EØS-statene sørge for at en beslutning om å fremsette et tilbud blir offentliggjort «omgående». Så snart tilbudet har blitt offentliggjort, skal styrene i målselskapet og i tilbyder informere representanter for sine respektive ansatte eller de ansatte direkte dersom det ikke finnes slike representanter.

Videre følger det av direktivets art. 8 at EØS-statene skal påse at et tilbud offentliggjøres på en slik måte at det sikres åpenhet i markedet og integritet med hensyn til verdipapirene i målselskapet, tilbyder, eller annet selskap, som er berørt av tilbudet, og forhindre offentliggjøring eller utbredelse av uriktige eller villedende opplysninger. Ifølge art. 8 nr. 2, skal offentliggjøring av alle opplysninger og dokumenter som kreves etter art. 6 skje på en måte som sikrer at de er lett og raskt tilgjengelige for aksjeeierne i det minste i de EØS-statene der målselskapet er notert, og for representanter for ansatte i målselskapet og tilbyderen, eller eventuelt de ansatte direkte dersom det ikke finnes slike representanter.

Av direktivets prinsipp i art. 3 nr. 1 bokstav f) fremgår det at EØS-statene bør ha regler som sikrer at målselskapets drift ikke skal forstyrres lenger enn det som er rimelig som følge av et overtakelsestilbud.

4.4.3 Svensk rett

Det følger av Lag (2006:451) om offentlig oppkjøpsbud på aktiemarkedet kapittel 3 (Budplikt) § 1, at den som ikke eier noen aksjer eller den som eier aksjer som representerer mindre enn tre tideler av stemmene i et selskap som omfattes av tilbudsreglene, som gjennom erverv av aksjer i selskapet, alene eller sammen med andre, oppnår et aksjeinnehav som representerer minst tre tideler av stemmene for samtlige aksjer i selskapet, umiddelbart skal offentliggjøre hvor stort vedkommendes aksjeinnehav i selskapet er, og innen fire uker fremsette et offentlig oppkjøpstilbud for de øvrige aksjene i selskapet. Det er gitt nærmere regler om forberedelse og fremsettelse av tilbud i Takeover-reglene. Blant annet skal den som har besluttet å fremsette et overtakelsestilbud offentliggjøre informasjon om dette så snart som mulig, jf. Takeover-reglene pkt. II.3. Innholdskravene til slik melding er nærmere omtalt i pkt. 4.2.3.

4.4.4 Dansk rett

Ved frivillige tilbud skal melding offentliggjøres så raskt som mulig etter at tilbyder har truffet beslutning om å fremsette et frivillig tilbud, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 4 stk. 1. Tilbyder skal deretter så raskt som mulig og senest innen fire uker etter offentliggjøringen av beslutningen om fremsettelse av et frivillig tilbud, offentliggjøre et tilbudsdokument og en tilbudsannonse, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 4 stk. 2.

4.4.5 Utvalgets vurdering

4.4.5.1 Frist for fremsettelse av frivillige tilbud

Både hensynet til målselskapet, dets aksjeeiere og markedet for øvrig, kan etter utvalgets oppfatning tale for at det bør innføres en klarere og således mer forutberegnelig frist for fremsettelse av frivillige tilbud enn hva som følger av gjeldende rett. En lovfestet og klar frist vil medføre at det ikke går for lang tid fra tidspunktet for melding om fremsettelse av et frivillig tilbud og frem til tilbudet fremsettes, hvilket vil bidra til å

begrense forstyrrelsen av markedet og målselskapet. Det gjelder allerede en slik frist for fremsettelse av pliktige tilbud, jf. vphl. § 6-10 første ledd. Dansk rett krever at frivillig tilbud fremsettes snarest og senest innen fire uker etter offentliggjøring av beslutning om å fremsette et frivillig tilbud. Tilbyder står friere med hensyn til utformingen av tilbudet og vilkårene for tilbudet ved frivillige tilbud enn pliktige tilbud. Når tilbyderen sender en melding om at vedkommende har besluttet å fremsette et frivillig tilbud, vil tilbudets materielle innhold langt på vei være klarlagt, jf. også forslagene om nye krav til forberedelser og innhold i melding om å fremsette tilbudet, jf. pkt. 3.3 ovenfor. På denne bakgrunn foreslår utvalget å innføre krav om at tilbyder må fremsette et frivillig tilbud senest innen fire uker etter offentliggjøring av melding om at frivillig tilbud vil bli fremsatt. Det vises til lovforslaget § 6-17 første ledd.

4.4.5.2 *Dispensasjon fra fristen for å fremsette frivillig tilbud*

Utvalget viser til forslaget i pkt. 4.4.5.1 om å lovfeste en frist på fire uker for å fremsette et frivillig tilbud. Det kan ikke utelukkes at det kan oppstå situasjoner der en tilbyder vil ha særlige utfordringer med å fremsette tilbud innenfor den foreslåtte fristen. Slike utfordringer kan for eksempel knytte seg til avklaringer av konkurranserettslige konsekvenser av det mulige oppkjøpet eller godkjenning av tilbudet fra andre lands myndigheter, som kan utgjøre viktige betingelser for overtakelsesprosessen. Utvalget mener at det i slike situasjoner og i tilsvarende særlige tilfeller kan være hensiktsmessig at tilbyderen gis dispensasjon fra fristen. Kompetansen til å gi slik dispensasjon foreslås lagt til tilbudsmyndigheten. Det forutsettes at tilbyder sender søknad om dispensasjon så snart som praktisk mulig etter at beslutning om å fremsette frivillig tilbud er fattet. Videre forutsettes det at tilbudsmyndigheten foretar en konkret vurdering av om dispensasjon bør innvilges. I vurderingen må det blant annet ses hen til hvorvidt formålet bak reglene gjør seg gjeldende og om fristen fremstår som urimelig tyngende i overtakelsesprosessen. Tilbudsmyndighetens beslutning vil utgjøre et enkeltvedtak i henhold til forvaltningslovens regler. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en ny bestemmelse som gir adgang for tilbudsmyndigheten til å gi dispensasjon fra fristen på fire uker i særlige tilfeller, jf. lovforslaget § 6-17 første ledd andre punktum.

4.4.5.3 *Fremsettelse og offentliggjøring av tilbud og tilbudsdokument*

Utvalget har foreslått at frivillig tilbud som hovedregel skal fremsettes innen fire uker etter offentliggjøring av melding om frivillige tilbud, jf. pkt. 4.4.5.1. Etter det utvalget erfarer, er det videre behov for å presisere reglene om fremsettelse og offentliggjøring av tilbud og tilbudsdokument. Utvalget foreslår å innføre en ny bestemmelse om at et tilbud anses fremsatt fra det tidspunkt tilbudsdokumentet er offentliggjort på tilbyders nettside eller på annen egnet nettside. Videre foreslås det å presisere at tilbyder skal offentliggjøre tilbudsdokumentet og gjøre tilbudet kjent for alle aksjeeiere straks etter at tilbudet og tilbudsdokumentet er godkjent.

Videre foreslår utvalget noe mer detaljerte regler knyttet til offentliggjøring og utsendelse av tilbud. Det foreslås at tilbudsdokumentet skal sendes på betryggende måte til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted. Kravet om at målselskapet skal medvirke til at utsendelsen kan finne sted foreslås videreført, av hensyn til at tilbyder normalt vil være avhengig av målselskapets bistand for eksempel for å identifisere aksjeeiere. Dersom målselskapets bistand skulle medføre kostnader for selskapet, foreslås det å innføre en rett for målselskapet til å kreve kostnadene dekket av tilbyder.

Med bakgrunn i utvalgets overordnede vurderinger knyttet til fordelingen mellom lov og forskrift, foreslår utvalget at hovedbestemmelsen gis i loven, og de mer detaljerte regler om offentliggjøring og utsendelse av tilbudsdokumentet gis i forskrift. Av lovtekniske hensyn foreslås det at lovbestemmelsen plasseres i tilknytning til bestemmelsene om pliktige tilbud, og gis tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud. Det vises til lovforslaget § 6-15 andre og tredje ledd, jf. § 6-17 andre ledd, og forskriftsforslaget § 6-12.

4.5 **Vilkår i frivillige tilbud**

4.5.1 **Gjeldende rett**

Verdipapirhandelloven inneholder ingen begrensninger i adgangen til å stille vilkår i frivillige tilbud. For frivillige tilbud oppstiller loven ingen regler for tilbudspris, vederlagsform eller oppgjør i frivillige tilbud.

Kravet om at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjeeierne ved fremsettelse av tilbud, jf. vphl. § 6-10 niende ledd, er gitt tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud, jf. vphl. § 6-19 før-

ste ledd. Forbudet mot å forskjellsbehandle aksjeeierne ved fremsettelse av tilbud innebærer blant annet at det frivillige tilbudet må omfatte alle aksjene i målselskapet og at tilbudet må rettes til alle aksjeeierne, og tilbyder kan ikke trekke tilbake tilbudet til enkelte av aksjeeierne. Videre må alle aksjeeierne bli tilbudt like betingelser, herunder samme vederlag, oppgjørsform og oppgjørsfrist.

I praksis er det ikke uvanlig at tilbyder stiller en rekke vilkår som forutsetninger for gjennomføring av et frivillig tilbud. Blant annet kan slike vilkår gå ut på at tilbyder må nå spesielt angitte akseptterskler (ofte 2/3 eller 90 % av de utstedte aksjene), at det foreligger nødvendige godkjenninger (herunder fra myndighetene), at resultatet fra gjennomførte due diligence undersøkelser er tilfredsstillende og at det ikke har inntrådt vesentlige negative hendelser i målselskapet etter at tilbudet ble fremsatt.

4.5.2 EØS-rett

Direktivet gjelder ifølge art. 1 nr. 1 for alle overtakelsestilbud uavhengig av om tilbudet er pliktig eller frivillig, med enkelte unntak. Overtakelsestilbud er i direktivet art. 2 nr. 1 bokstav a) definert som følger:

«offentlig tilbud (med unntak av et tilbud framsatt av målselskapet selv) framsatt til innehaverne av verdipapirene i et selskap for å erverve alle eller noen av disse verdipapirene, enten tvungent eller frivillig, forutsatt at det følger etter eller har som mål å overta kontrollen over målselskapet i samsvar med nasjonal lovgivning».

Av prinsippet i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav e) følger at en tilbyder kan kunngjøre et tilbud først etter å ha forvissnet seg om at han/hun fullt ut kan gi kontantvederlag, dersom dette tilbys, og etter å ha truffet alle rimelige tiltak for å sikre at enhver annen form for vederlag kan gjennomføres.

Det fremgår i direktivet art. 13 at EØS-statene skal fastsette regler for fremgangsmåten ved tilbud, minst med hensyn til (a) utløp av tilbud, (b) endring av tilbud, (c) konkurrerende tilbud, (d) offentliggjøring av utfallet av tilbud, og (e) tilbude-nes ugjenkallelighet og de tillatte betingelsene. Utover at direktivet angir at det «minst» skal fastsettes regler om «de tillatte betingelsene», inneholder direktivet for øvrig ingen nærmere regler om dette temaet.

4.5.3 Svensk rett

Det er inntatt regler om tilbyders mulighet til å oppstille vilkår for tilbudets gjennomføring i Takeover-reglene pkt. II.4. Tilbyder kan stille vilkår for gjennomføring av tilbudet, men slike vilkår må være utformet slik at det objektivt kan avgjøres om vilkåret er oppfylt eller ikke. Dette kan eksempelvis omfatte vilkår om at det må oppnås en viss oppslutning til tilbudet eller at tilbyder må få nødvendige myndighetstillatelser. Det oppstilles spesielle vilkår med hensyn til mulighet for å tilbakekalle tilbudet på grunnlag av manglende oppfyllelse av et gjennomføringsvilkår.

Utover ovennevnte, er det for frivillige tilbud ingen begrensninger med hensyn til hvilke vilkår tilbudet kan inneholde. Vanlige vilkår er for eksempel vilkår om et visst akseptnivå fra eksisterende aksjeeiere, at tilbyder mottar nødvendige konkurranserettslige eller andre godkjenninger og at ingen annen part kunngjør et tilbud om å erverve aksjer i målselskapet på vilkår som er mer gunstige for aksjeeieren enn det som følger av tilbyderens tilbud.

4.5.4 Dansk rett

Det må ikke knyttes betingelser til frivillige tilbud som tilbyderen har kontroll over oppfyllelsen av, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 18. Tilbudsdokumentet skal inneholde informasjon om eventuelle betingelser knyttet til et frivillig tilbud, og tilbyders mulighet til å begrense eller frafalle disse, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 10 stk. 7 nr. 2.

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 24 omhandler endring av tilbudet. Tilbyder kan inntil utløpet av tilbudsfristen endre vilkår knyttet til tilbudet, dersom det er tale om en forbedring. Ved forbedringer skal tilbyder utarbeide et tillegg til tilbudsdokumentet som skal godkjennes av Finanstilsynet og offentliggjøres. Dersom nevnte endringer skjer innenfor de to siste ukene i tilbudsperioden, forlenges tilbudsperioden slik at den utløper 14 dager etter offentliggjøring av tillegget. Den samlede tilbudsperioden må likevel ikke overstige 10 uker.

4.5.5 Utvalgets vurdering

Det kan reises spørsmål om direktivets bestemmelser i art. 13 bokstav e) er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett. Når det gjelder den generelle forståelsen av direktivet art. 13, viser utvalget til uttalelser fra Verdipapirmarkedslovutvalget i NOU 2005: 17 pkt. 12.3:

«Utvalget bemerker at de krav direktivet art. 13 stiller til nasjonale regler, er lite presise. Utvalget antar derfor at medlemsstatene har stor frihet ved implementeringen av direktivet på dette punkt. Utvalget legger bl.a. til grunn at art. 13 ikke nødvendigvis må gjennomføres uttrykkelig i lov eller forskrift. Dersom en alminnelig akseptert forståelse av reglene om overtakelsestilbud eller andre lovfestede eller ulovfestede regler inneholder regulering som nevnt i direktivet art. 13, antar utvalget at bestemmelsen må kunne anses tilstrekkelig gjennomført i norsk rett. Et annet spørsmål er om det, uavhengig av direktivet, er behov for enkelte presiseringer, endringer eller nye regler knyttet til de forhold direktivet oppstiller.»

I siste lovrevisjon pekte Oslo Børs i høringsrunden på at finansieringsforbehold var et eksempel på betingelser i frivillige tilbud som synes å være regulert i direktivet uten at dette var hensyntatt i utvalgets forslag, jf. direktivet art. 3 nr. 1 bokstav e), og ga uttrykk for at det kunne være grunn til å gjennomføre denne bestemmelsen. Departementet ga uttrykk for at direktivet ikke skulle forstås slik, og uttalte (jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 27.5):

«Når det gjelder høringsmerknadene fra Oslo Børs, bemerker departementet at direktivet ikke synes å kreve at det innføres ytterligere krav til frivillige tilbud enn hva som følger av gjeldende rett med presiseringer som foreslått av utvalget. Etter departementets vurdering er det på nåværende tidspunkt heller ikke hensiktsmessig å innføre vesentlige nye krav til frivillige tilbud. Det vises til utvalgets drøftelse på dette punkt som departementet i hovedsak slutter seg til.»

Utvalget forstår i utgangspunktet direktivet slik at det ikke setter noen restriksjoner for hvilke vilkår som vil være tillatt, men at det i det minste bør reguleres hvorvidt vilkår i det hele tatt er tillatt å stille i frivillige tilbud. Sett i lys av at direktivet har et preg av å være et rammedirektiv, vil det være adgang for nasjonale myndigheter til å fastsette strengere bestemmelser enn det som følger av direktivet innenfor direktivets rammer og prinsipper.

Spørsmålet om det burde innføres restriksjoner på bruk av subjektive vilkår ble drøftet i forbindelse med revisjonene av verdipapirhandelloven i hhv. 1996 og 2005. Lovutvalget i 1996

mente at det bør være opp til tilbyderer å fastsette både pris, eventuelle betingelser og tilbudsperiode, og uttalte blant annet, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.17:

«Etter Verdipapirlovutvalgets syn bør frivillige tilbud i minst mulig grad omfattes av regler om vilkår for tilbudet. Det bør være opp til tilbyderer å fastsette både pris, eventuelle betingelser og tilbudsperiode. Utvalget har ved sin vurdering lagt vekt på at regelverket ikke bør hindre frivillige tilbud på de vilkår tilbyderer finner hensiktsmessig, så lenge tilbyderer må følge de alminnelige reglene om tilbudsplikt dersom vedkommende erverver aksjer som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides. Det vises dessuten til at alminnelige kjøps- og avtalerettslige regler samt krav til god forretningsskikk, vil komme til anvendelse på tilbudet. Etter utvalgets syn vil kravet til god forretningsskikk medføre visse forpliktelser mht. likebehandling av aksjonærene, med mindre annet er uttrykkelig opplyst i tilbudet. Et slikt likebehandlingsprinsipp bør gjelde de generelle vilkårene for tilbudet, slik som pris og tilbudsperiode. Likebehandlingsprinsippet bør dessuten gjelde ved eventuelle forbehold om bare å erverve en viss prosent av aksjene, slik at avkorting vil kunne foretas. Slik avkorting må i tilfelle skje forholdsmessig, med mindre annet fremgår klart av tilbudet.»

Verdipapirmarkedslovutvalget antok at direktivets krav om å fastsette regler for de tillatte vilkårene ved tilbud var oppfylt ved at det uttrykkelig er oppstilt en begrenset adgang til å oppstille betingelser for pliktige tilbud, jf. NOU 2005: 17 pkt. 12.3. For så vidt gjelder reguleringen av vilkår i frivillige tilbud, uttalte verdipapirmarkedslovutvalget blant annet følgende, jf. NOU 2005: 17 pkt. 8.4.1:

«Utvalget vil bemerke at selv om tilbyderer som et utgangspunkt bør ha adgang til å stille betingelser ved fremsettelse av frivillige tilbud, kunne hensynet til aksjeeiernes behov for forutberegnelighet tale for at denne adgang ikke burde være helt ubegrenset. Det vil imidlertid etter utvalgets vurdering være vanskelig å utforme en retts teknisk god regel som på en fornuftig måte trekker grensen mellom akseptable og ikke akseptable vilkår, hvilket illustreres av de til dels skjønnspregede begrensningene som følger av de britiske og svenske reglene. Det forhold at gjeldende

regler ikke ser ut til å ha skapt særlige problemer i praksis, taler også for at det ikke er tilstrekkelig grunn til å endre gjeldende rett på dette punkt. Utvalget har på denne bakgrunn kommet frem til at det ikke vil foreslå innskrenkninger i adgangen til å stille betingelser for oppfyllelsen av frivillige tilbud.»

Utvalget slutter seg i utgangspunktet til ovennevnte uttalelser. Det bør likevel vurderes om det er nyere forhold som tilsier at det er grunn til å endre på dette utgangspunktet.

Flere land har regulering som tillater objektive gjennomføringsvilkår, men som forbyr subjektive vilkår, herunder vilkår som tilbyder har kontroll over innfrielsen av. Som beskrevet ovenfor, er det iht. svensk rett ikke anledning til å stille subjektive vilkår. Tilsvarende gjelder i Storbritannia. Videre er det i Storbritannia, Sverige og Danmark inntatt regler om at det for frivillige tilbud ikke må avtales vilkår som tilbyder har kontroll over.

Den vide adgangen til å stille betingelser for oppfyllelsen av et frivillig tilbud benyttes i stor grad. Det er ikke uvanlig at tilbyder stiller så vel objektive som skjønnsmessige og generelle forbehold som gir tilbyder stor grad av frihet til å bestemme om tilbudet skal oppfylles eller ikke. Slike betingelser kan for eksempel være en bestemt akseptgrad, godkjennelse fra offentlige myndigheter, selskapsgjennomgang («due diligence»), støtte fra styret eller annet. Normalt tar tilbyder også forbehold om at vedkommende selv avgjør om vilkårene er oppfylt eller skal frafalles. Konsekvensen av dette er at aksjene ikke anses ervervet etter hvert som akseptene i det frivillige tilbudet mottas, men først når alle vilkår er oppfylt eller frafalt, og aksjene i målselskapet er betalt og overført til tilbyderen. Når tilbyder har en så stor grad av fleksibilitet i struktureringen og gjennomføringen av det frivillige tilbudet, vil tilbyder nærmest sett ha en ensidig opsjon på aksjene som tilhører aksjeeierne som har akseptert tilbudet, gjennom at tilbyderen kan velge å frafalle disse vilkårene eller ikke. Av hensyn til å beskytte aksjeeierne som aksepterer tilbudet, kan det reises spørsmål om det bør innføres restriksjoner mht. bruk av subjektive vilkår i frivillige tilbud.

Overtakelsestilbud i aksjemarkedet har store implikasjoner for prisingen på de berørte målselskapenes aksjer, og dermed også for aksjehandelen. På tilbyders side kan det foreligge en rekke forhold som bør være avklart før tilbyder overtar aksjene i et notert selskap. Tilbyders behov for fleksibilitet som grunnlag for sitt erverv må tilleg-

ges stor vekt. Etter utvalgets oppfatning er det som et utgangspunkt hensiktsmessig å opprettholde adgangen for tilbyder til å sette vilkår i frivillige tilbud. Slik utvalget oppfatter dagens markedspraksis, foreligger det ikke særlige forhold eller behov siden siste utvalgs vurderinger som tilsier at det er nødvendig å innføre vesentlige endringer. Utvalget legger vekt på at frivillige tilbud bør gjennomføres på en slik måte at det ivaretar målselskapet og aksjehandelen på en god måte. Mottakerne av frivillige tilbud vil være en sammensatt gruppe med varierende grad av mulighet og evne til å vurdere tilbudets innhold og konsekvenser. For å sikre at aksjeeierne gis et best mulig avgjørelsesgrunnlag, er det viktig at informasjon om vilkår i et frivillig tilbud er korrekt, klar og ikke villedende. Forslaget om at informasjon som offentligjøres om et overtakelsestilbud skal oppfylle disse kriteriene, jf. lovforslaget § 6-4 og omtale i pkt. 6.1, skal også gjelde for tilbyders utforming og kommunikasjon av vilkår i frivillige tilbud. Dette vil blant annet innebære at vilkår som tilbyder stiller i frivillige tilbud må fremstilles på en klar og tydelig måte, med en presis angivelse av hva vilkåret innebærer og hvilke forutsetninger det bygger på. Ut i fra ovennevnte er det etter utvalgets syn ikke fremkommet tilstrekkelige grunner til at det bør innføres begrensninger i adgangen til å stille vilkår for oppfyllelsen av frivillige tilbud.

4.6 Tilbudsperiode, gjennomføring, dispensasjoner mv.

4.6.1 Gjeldende rett

Frivillig tilbud skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet, vphl. § 6-19 femte ledd. Fristen kan ikke settes kortere enn to uker og ikke lenger enn ti uker. Departementet er gitt hjemmel til å gi nærmere forskrifter om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode. Forskriftshjemmelen er ikke benyttet.

Dersom det fremsettes nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp, jf. vphl. § 6-12 andre ledd. Tilbudsdokumentet skal inneholde opplysninger om frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres, jf. vphl. § 6-13 andre ledd nr. 7, jf. § 6-19 første ledd.

Verdipapirhandelloven inneholder ingen regler om frister for når frivillige tilbud skal være gjennomført eller oppfylt, eller når oppgjør skal gjennomføres.

4.6.2 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 7 nr. 1 første punktum at EØS-statene skal fastsette at fristen for å godta et tilbud ikke kan være mindre enn to uker og ikke mer enn ti uker fra offentliggjøring av tilbudsdokumentet. Med forbehold om at det alminnelige prinsippet fastsatt i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav f) om at et målselskap ikke må hindres i å drive sin virksomhet lenger enn det som er rimelig som følge av et tilbud på dets verdipapirer følges, kan EØS-statene fastsette at fristen på ti uker kan forlenges, forutsatt at tilbyderer gir minst to ukers varsel om at han/hun har til hensikt å avslutte tilbudet, jf. direktivet art. 7 nr. 1 andre punktum. Ifølge direktivet art. 7 nr. 2 kan EØS-statene fastsette regler som i særlige tilfeller endrer fristen nevnt i direktivet art. 7 nr. 1. En EØS-stat kan tillate at en tilsynsmyndighet gir fritak fra fristen nevnt i direktivet art. 7 nr. 1 for å la målselskapet innkalle til generalforsamling for å vurdere tilbudet.

Tilbudsdokumentet skal minst inneholde opplysninger som angitt i direktivet art. 6 nr. 3, herunder fristen for å godta tilbudet.

4.6.3 Svensk rett

Akseptfristen skal være minst tre uker og maksimum ti uker, jf. Takeover-reglene pkt. II.7. Fristen vil ikke begynne å løpe før tilbudsdokumentet har blitt publisert på den måte som er angitt i Lag (1991: 980) om handel med finansiella instrument. Akseptfristen skal i enkelte tilfeller være minst fire uker dersom styremedlemmer eller ledelsen i målselskapet eller dets datterselskap deltar i tilbudet, jf. Takeover-reglene pkt. III.2. Akseptperioden kan forlenges dersom tilbyderer har forbeholdt seg retten til å gjøre det, eller hvis betaling av kompensasjon til dem som allerede har akseptert tilbudet ikke forsinkes som følge av forlengelsen. Betaling av vederlaget kan kun utsettes dersom det er tatt forbehold om det. Akseptperioden kan ikke forlenges på ubestemt tid. Den totale akseptperioden kan ikke overstige tre måneder. Dersom gjennomføring av tilbudet er avhengig av myndighetsgodkjenning, kan akseptperioden likevel i påvente av en slik godkjenning totalt bli høyst ni måneder. På forespørsel fra tilbyderer, kan Aktiemarknadsnämnden gi unntak, dersom det foreligger særskilte grunner, jf. Takeover-reglene pkt. I.2.

4.6.4 Dansk rett

Det er gitt regler om tilbudsperioden i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 9. Tilbudsperioden

skal være minst fire uker og maksimum ti uker. Forlengelser av tilbudsperioden skal skje med minst to uker per forlengelse. Tilbudsperioden i frivillige tilbud kan forlenges utover ti uker med hensyn til myndighetsgodkjenning, men likevel ikke utover ni måneder fra tilbudsdokumentets offentliggjøring. Eventuell forlengelse av tilbudsperioden skjer ved utarbeidelse av et tillegg til tilbudsdokumentet som må godkjennes av Finanstilsynet og offentliggjøres innen 18 timer etter utløpet av tilbudsperioden.

Ved konkurrerende tilbud forlenges tilbudsperioden i det opprinnelige tilbudet automatisk til utløpet av tilbudsperioden på det konkurrerende tilbudet, med mindre tilbyderer for så vidt gjelder frivillige tilbud, tilbakekaller tilbudet, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 25 stk. 2.

Finanstilsynet kan i særlige tilfeller dispensere fra blant annet reglene om tilbudsperiode, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 29.

4.6.5 Utvalgets vurdering

4.6.5.1 Minste tilbudsperiode

Etter det utvalget forstår er det i praksis vanlig at tilbudsperioden i frivillige tilbud settes lik minste-fristen på to uker. Utvalget har vurdert om det er behov for en lengre minste tilbudsperiode i frivillige tilbud, blant annet for å sikre at aksjeeierne får tilstrekkelig tid til å vurdere informasjonen som gis i forbindelse med tilbudet og for å legge noe bedre til rette for eventuelle konkurrerende tilbud.

Etter en samlet vurdering foreslår utvalget at minste lengde på tilbudsperioden ved frivillige tilbud utvides til fire uker, slik reglene er for pliktige tilbud.

Utvalget viser til at en tilbudsperiode på to uker medfører at styret i målselskapet i praksis bare har én uke til å utarbeide styrets vurdering av tilbudets konsekvenser, og innhente eventuell verdilvurdering fra uavhengig sakkyndig. Avhengig av den konkrete situasjonen, kan dette ofte være en knapp frist for styret. Tidspress kan føre til at kvaliteten i vurderingene svekkes, hvilket kan medføre at aksjeeierne får et dårligere beslutningsgrunnlag. Der styret er involvert i overtagelsesprosessen på et tidlig stadium i prosessen vil denne utfordringen ikke være like aktuell. Videre viser utvalget til at en tilbudsperiode på to uker kan utgjøre en begrensning med hensyn til fremsettelse av konkurrerende tilbud, herunder av hensyn til konkurrerende tilbyders forberedelser av et konkurrerende tilbud, og av hensyn til vur-

deringen av det konkurrerende tilbudet som må foretas av målselskapet, tilbudsmyndigheten og aksjeeierne. Det nevnes også at en lengre tilbudsperiode ikke nødvendigvis bare er en fordel for aksjeeierne, i og med at det kan føre til at det tar lengre tid før tilbudet blir avklart i situasjoner der andre vilkår ikke medfører lengre gjennomføringstid.

Utvalget har, etter inspirasjon fra regler i Take-over-Code i Storbritannia, også vurdert om det bør innføres en ordning der målselskapet i det enkelte tilfelle gis anledning til å samtykke til at minste tillatte tilbudsperiode forkortes til to uker. Utvalget konkluderte med at slike regler ikke vil ivareta hensynet til aksjeeierne i tilstrekkelig grad, og derfor ikke bør innføres.

Det foreslås en hjemmel til departementet til å fastsette nærmere regler om frivillige tilbud i forskrift, herunder om tilbudsperiode, jf. lovforslaget § 6-17 tredje ledd. Bestemmelsen om tilbudsperiode foreslås inntatt i forskrift, jf. forskriftsforslaget § 6-6 første ledd.

4.6.5.2 *Maksimal frist for gjennomføring av frivillige tilbud*

Maksimal tilbudsperiode i frivillige tilbud er ti uker. For frivillige tilbud er det ikke gitt noen nærmere regulering av når oppgjør skal skje eller når tilbudet for øvrig skal gjennomføres. Ved pliktige tilbud er det lovfestet at oppjøret skal skje snarest og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp, jf. gjeldende vphl. § 6-10 åttende ledd. I frivillige tilbud står således tilbyder fritt til å sette frist for oppfyllelse av vilkår og gjennomføring av tilbudet, også utover det som strengt tatt er nødvendig for å oppnå godkjenninger fra myndigheter mv. Spørsmålet om å lovfeste en frist for når frivillige tilbud skal være gjennomført vil ofte kunne ut i et spørsmål om det er tilbyder eller aksjeeierne som skal sitte med risikoen for at nødvendige myndighetsgodkjenninger gis, siden dette normalt vil være det forhold som det tar lengst tid å avklare.

Direktivet gir gjennom prinsippene nedfelt i art. 3 uttrykk for at målselskap ikke må hindres i å drive sin virksomhet lenger enn det som er rimelig som følge av et tilbud på dets aksjer. Etter utvalgets oppfatning kan nevnte prinsipp ikke forstås slik at det foreligger en plikt til å nedfelle en absolutt maksimalperiode for gjennomføringen av frivillige tilbud. Det kan likevel reises spørsmål om det ville være en hensiktsmessig og praktisk innretning for alle frivillige tilbud å innføre en maksimalperiode for gjennomføring. Som nevnt

ovenfor, gjelder både etter svensk og dansk rett en maksimalfrist på inntil ni måneder, forutsatt at nærmere vilkår er oppfylt. Praksisen i det norske markedet har i de siste årene utviklet seg slik at mange frivillige tilbud inneholder en frist for oppfyllelse av vilkår som løper utover tilbudsperioden, og som forskyver oppgjør og gjennomføring av tilbudet tilsvarende. Av hensyn til prinsippet om likebehandling vil en slik maksimalfrist normalt gjelde for alle aksjeeiere. Aksjeeiere som har akseptert et frivillig tilbud kan bli «innelåst» i sin akseptposisjon over en lengre periode. Dersom det i dokumentasjonen for tilbudet angis en siste frist, så vil aksjeeierne i det minste på forhånd og før aksept inngis ha kunnskap om at det kan bli en langvarig periode før oppfyllelse og således ha mulighet til å forberede seg på det. Det kan heller ikke utelukkes at en langvarig tilbudsprosess vil kunne påvirke målselskapets utøvelse av sin virksomhet i denne perioden. Etter utvalgets syn innebærer dagens markedspraksis likevel ikke utfordringer av en slik art at det tilsier behov for å lovfeste en maksimal frist for oppfyllelse og gjennomføring av frivillige tilbud.

4.6.5.3 *Adgang til å fravike tilbudsperioden i særlige tilfeller*

Etter utvalgets oppfatning kan det i enkelte tilfeller være et særlig behov for konkret tilpasning av tilbudsperioden i frivillige tilbud. Slike særlige behov kan for eksempel oppstå dersom tilbudet utløser tilbudsregler i andre land som har ulike frister for tilbudsperioder. I slike tilfeller kan det være hensiktsmessig å fravike lovens tilbudsperiode, for eksempel for å kunne samkjøre tilbudene. Det foreslås derfor at tilbudsmyndigheten gis hjemmel til å gi dispensasjon fra krav til tilbudsperiode i særlige tilfeller. Dispensasjonsadgangen foreslås inntatt i forskriftsforslaget § 6-6 andre ledd. Det forutsettes at tilbudsmyndigheten gjør en konkret vurdering av det enkelte tilfellet. I vurderingen må det blant annet ses hen til hvorvidt en normalfrist utgjør en uforholdsmessig ulempe for gjennomføringen av tilbudet og til at aksjeeierne også ved en avvikende tilbudsperiode gis rimelig tid til å vurdere tilbudet.

4.6.5.4 *Oppgjør for frivillige tilbud*

Etter det utvalget erfarer, er praksis at oppgjør for frivillige tilbud skjer senest innen to uker etter at eventuelle betingelser i det frivillige tilbudet er oppfylt eller frafalt og tilbudet således gjennomføres. Utvalget foreslår av hensyn til aksjeeierne

og tilbudsprosessen å innføre krav om at oppgjør i frivillige tilbud skal finne sted innen rimelig tid. Tilbyder gis således en viss fleksibilitet basert på den konkrete prosessen og transaksjonen. Det forutsettes likevel at oppgjør normalt bør skje innen to uker etter gjennomføring av tilbudet. Videre skal det opplyses om oppgjørsfristen i tilbudsdokumentet. Bestemmelsen foreslås inntatt i forskriftsforslaget § 6-7.

4.7 Hvilke aksjer frivillig tilbud må omfatte

4.7.1 Gjeldende rett

Det finnes ingen særskilt regulering av hvilke verdipapirer et frivillig tilbud skal omfatte i bestemmelsen om frivillige tilbud i § 6-19. Ved pliktige tilbud skal det fremmes tilbud om å kjøpe alle aksjene i selskapet, jf. § 6-1 første ledd. Ifølge vphl. § 6-10 andre ledd skal tilbudet også omfatte aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett. Vphl. § 6-10 andre ledd er ikke gitt tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud.

Plikten for tilbyder til å ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av pliktige tilbud, jf. vphl. § 6-10 niende ledd, gjelder tilsvarende for frivillige tilbud, jf. vphl. § 6-19 første ledd.

Tilbudsdokumentet skal også ved frivillige tilbud inneholde informasjon om hvilke aksjer og aksjeklasser tilbudet omfatter, jf. vphl. § 6-13 andre ledd nr. 2. Videre følger det av vphl. § 6-13 andre ledd nr. 14 at tilbudsdokumentet skal inneholde informasjon om den største og minste andel av aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve.

4.7.2 EØS-rett

I definisjonen av offentlig tilbud i direktivet art. 2 første ledd bokstav a) fremgår at det etter direktivet kan fremsettes tilbud på deler av aksjene i et selskap. Direktivet art. 5 nr. 2 forutsetter at frivillige tilbud kan omfatte deler av aksjene. I henhold til likebehandlingsprinsippet i direktivet art. 3 nr. 1 a) skal aksjeeiere i samme aksjeklasse behandles likt ved fremsettelse av tilbud. I tilbudsdokumentet skal de verdipapirene eller eventuelt den verdipapirklassen eller -klassene som tilbudet gjelder opplyses, jf. direktivet art. 6 nr. 3 bokstav c). Videre skal den største og minste prosentandel eller mengde verdipapirer som tilbyderen forplikter seg til å erverve fremgå av tilbudsdokumentet, jf. direktivet art. 6 nr. 3 bokstav f).

4.7.3 Utvalgets vurdering

Gjeldende rett inneholder ingen krav til antallet aksjer eller aksjeklasser som et frivillig tilbud må omfatte. Til sammenligning skal pliktige tilbud omfatte alle aksjer i målselskapet, jf. gjeldende vphl. §§ 6-1 første ledd og 6-10 andre ledd. Utvalget mener at en tilbyder i et frivillig tilbud bør ha fleksibilitet til å begrense størrelsen på aksjeposten som søkes ervervet. Tilsvarende gjelder mht. aksjeklasser. Dette følger allerede av at tilbyder står fritt til å fastsette vilkår for det frivillige tilbudet. Utvalget ser ingen grunn til å regulere dette særskilt. Dersom tilbyderen passerer en terskel for pliktig tilbud i forbindelse med gjennomføringen av det frivillige tilbudet, må tilbyderen dessuten fremsette et tilbud på de øvrige aksjene i henhold til reglene om pliktige tilbud.

Kapittel 5

Tilbudsplikt og pliktige tilbud

5.1 Generelt

Utvalget har foretatt en vurdering av reglene for pliktige tilbud. Utvalget har særlig vurdert behovet for å innføre noe økt fleksibilitet i regelverket, herunder i form av dispensasjoner som bygger på skjønnsutøvelse fra tilbudsmyndighetens side. Videre har utvalget lagt vekt på at informasjon som gis til markedet bør være tilstrekkelig utfyllende til at markedet kan foreta en riktig prising av målselskapets aksjer, og slik at aksjeeierne og målselskapet kan innrette seg etter informasjonen, jf. nedenfor. Utvalget har ikke avdekket behov for å gjøre en ny vurdering av vilkårene for utløsning av tilbudsplikt, herunder terskler og ervervsbegrepet som sådan.

5.2 Melding om tilbudsplikt

5.2.1 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 6-8 første ledd at den som har eller vil få tilbudsplikt straks skal gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt etter §§ 6-1 til 6-6 er inngått. I meldingen skal det opplyses om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til vphl. § 6-9. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Utover dette er det ingen ytterligere krav til hva meldingen skal inneholde eller hva slags informasjon markedet skal få. Den tilbudspliktige og selskapet skal informere sine ansatte umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort, jf. vphl. § 6-8 andre ledd. Det er ingen nærmere krav til hvilken informasjon som skal gis til de ansatte. Der som det ikke gis melding som påkrevd etter vphl. § 6-8 første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal tilbudsmyndigheten treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser, jf. vphl. § 6-8 tredje ledd.

5.2.2 EØS-rett

Det følger av prinsippet i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav d) at EØS-statene gjennom nasjonale regler om overtakelsestilbud skal sørge for at det ikke skapes kunstige markeder for verdipapirene i målselskaper, tilbyder eller annet selskap som berøres av tilbudet, på en slik måte at kursen stiger eller faller kunstig, og således at markedenes normale funksjonsmåte forstyrres.

Direktivet inneholder også mer spesifikke minimumsregler knyttet til offentliggjøring av et overtakelsestilbud. I henhold til direktivet art. 6 nr. 1 skal EØS-statene sørge for at en beslutning om å fremsette et tilbud blir offentliggjort «without delay».

5.2.3 Svensk rett

Takeover-reglene pkt. II.3 inneholder nærmere regler om tilbyders plikt til å offentliggjøre et overtakelsestilbud. Det vises til omtale i pkt. 4.2.3.

5.2.4 Dansk rett

Tilbyder skal så raskt som mulig etter at tilbudsplikten inntrådte offentliggjøre en melding (dansk: «meddelelse») om dette, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 3 stk. 1.

5.2.5 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til vurdering og forslag vedrørende krav til innhold i melding om at det er besluttet å fremsette et frivillig tilbud i pkt. 4.2. Utvalget mener det er uheldig at markedet i perioden fra melding om erverv som vil utløse tilbudsplikt offentliggjøres og til tilbudet fremsettes, kan mangle informasjon som vil være av betydning for prisdannelsen i aksjene og den aktuelle tilbudsprosessen. Tilsvarende som for frivillige tilbud, foreslår utvalget derfor å innføre krav om at melding om erverv som vil utløse tilbudsplikt skal inneholde informasjon som anses særlig relevant

for markedets vurdering av det pliktige tilbudet, og dermed også for kursbildet for aksjene i mål-selskapet. Forslaget innebærer at meldingen skal inneholde en del av den informasjonen som etter gjeldende regler skal inntas i tilbudsdokumentet. Forslaget vil bare være relevant for de tilfeller der det varsles at det vil bli fremsatt et tilbud. Innholdskravene vil således ikke gjelde for de tilfeller der det i meldingen angis at det skal foretas nedsalg. Dersom melding om nedsalg endres til melding om fremsettelse av tilbud, forventes det at tilbyderen oppfylder innholdskravene i endringsmeldingen.

I utgangspunktet foreslår utvalget at en melding om pliktig tilbud i hovedsak skal inneholde tilsvarende opplysninger som en melding om frivillig tilbud, jf. forskriftsforslaget § 6-4 andre ledd. Av hensyn til forskjellene mellom frivillige og pliktige tilbud foreslås noen unntak og tillegg.

For det første foreslås at det skal opplyses om når tilbudsplikt ble eller vil bli utløst, og om det er knyttet eventuelle betingelser til den inngåtte avtale om erverv som kan innebære at tilbudsplikt likevel ikke vil bli utløst, jf. forskriftsforslaget § 6-4 andre ledd nr. 1.

For det andre foreslås at det skal opplyses om tilbudsprisen og hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen, jf. forskriftsforslaget § 6-4 andre ledd nr. 2. Dette tilsvarer deler av kravene som fremgår i gjeldende vphl. § 6-13 andre ledd nr. 5.

For det tredje foreslås at det skal opplyses om det foreligger usikkerhet om tilbudsprisen minst tilsvarer minstepris, i lys av at meldingen ikke er underlagt tilbudsmyndighetens kontroll før meldingen offentliggjøres, jf. forskriftsforslaget § 6-4 andre ledd nr. 3. På tidspunktet meldingen offentliggjøres kan det være usikkert om den angitte tilbudsprisen oppfyller kravet til minstepris da tilbudsmyndighetens priskontroll ikke er gjennomført ennå. Priskontrollen er en viktig del av tilbudsmyndighetens kontroll av tilbudet og tilbuds-dokumentet. I den grad prisen som er angitt i meldingen må justeres som en konsekvens av tilbudsmyndighetens kontroll, må tilbyder sørge for at den justerte prisen meddeles markedet straks.

Unntaksvis kan det forekomme at den tilbudspliktige ikke har tilgang til all informasjon som kreves opplyst i meldingen. Dette kan for eksempel skje der noen uforvarende havner i tilbudsplikt som følge av at en annen part i en konsolidert gruppe har ervervet aksjer som medfører at vedkommendes aksjeerverv utløser tilbudsplikt. I slike situasjoner forventes det at tilbyder i meldingen gir en forklaring på hvorfor tilbyder ikke har

den informasjonen som kreves, og at tilbyder så langt som mulig opplyser om når informasjonen vil bli tilgjengelig, jf. tilsvarende i pkt. 4.2.5. Videre forventes det at tilbyder offentliggjør informasjonen straks den foreligger.

Når det gjelder meldepliktens omfang, viser utvalget til at det er noe uklart om meldeplikten omfatter både ubetingede og betingede avtaler. Etter utvalgets oppfatning er det behov for å klargjøre dette spørsmålet. Slik bestemmelsen er formulert i gjeldende vphl. § 6-8 første ledd første punktum, omfattes etter ordlyden alle avtaler, uavhengig av om disse er betinget eller ikke. I forarbeidene som lå til grunn for vphl. § 6-8 uttalte Oslo Børs i sin høringsuttalelse at «det er naturlig at meldeplikten reserveres for ubetingede avtaler, men dette vil være naturlig å henvise til tolkning evt nærmere omtale i forarbeidene». Det ble ikke gitt noen nærmere omtale i proposisjonen, utover at det ble uttalt at det var «hensiktsmessig å endre reglene om offentliggjøring av melding om tilbudsplikt i tråd med børsens forslag», jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 28.1.5. Etter utvalgets oppfatning skal også betingende avtaler om erverv av aksjer offentliggjøres straks etter avtaleinngåelsen dersom avtalen vil medføre at tilbudsplikt er eller vil bli utløst som følge av avtalen, selv om det på avtaletidspunktet foreligger uoppfylte betingelser av betydning for om ervervet blir gjennomført. Dette gjelder uavhengig av om betingelsene anses for å ligge innenfor eller utenfor erververs kontroll.

Etter utvalgets vurdering er det viktig at markedet straks får informasjon om en betinget avtale som kan utløse tilbudsplikt og således et mulig kontrollskifte i et børsnotert selskap. Som det fremgår ovenfor, skal tilbyder i meldingen opplyse om eventuelle betingelser til avtalen som kan innebære at tilbudsplikt likevel ikke vil bli utløst. Markedsaktørene vil således få informasjon om betingelsene og således om risikoen for at avtalen ikke vil bli gjennomført, hvilket gir aktørene grunnlag for å gjøre sine egne vurderinger av situasjonen. Tilbyder vil også ha plikt til å informere dersom en betinget avtale ikke blir gjennomført. Det vises til forskriftsforslaget § 6-4 femte ledd.

5.3 Dispensasjon fra plikt til å fremsette pliktig tilbud

5.3.1 Gjeldende rett

Etter vphl. § 6-2 første ledd er det gitt unntak fra tilbudsplikt for visse former for erverv. Tilbuds-

plikten vil ikke inntre ved erverv i form av (nr. 1) arv eller gave, (nr. 2) vederlag ved skifte eller (nr. 3) vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Tilbudsmyndigheten kan likevel i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved slike erverv, jf. vphl. § 6-2 andre ledd. Begrunnelsen for påleggsadgangen er i hovedsak å ramme omgåelsestilfeller, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.5.2.

Ifølge vphl. § 6-2 tredje ledd kan tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd. Slike særlige tilfeller antas å foreligge når overføringen av aksjer mellom to identifiserte parter ikke utgjør et kontrollskifte eller et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf. NOU 2005: 17 pkt. 5.4. Hensynene bak tilbudsplikten gjør seg i disse tilfellene ikke gjeldende, og reglene bør derfor ikke forhindre eieren i å omorganisere sin virksomhet slik vedkommende finner hensiktsmessig. Dispensasjonsadgangen omfatter bare erverv internt i den konsoliderte gruppen, og ikke dersom noen i gruppen erverver aksjer fra andre utenfor gruppen, jf. blant annet Vedtak og uttalelser 2008 s. 111.

Videre er det gitt unntak fra tilbudsplikt for visse institusjoner i vphl. § 6-3. Tilbudsplikt vil ikke inntre når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, jf. vphl. § 6-3 første ledd. Dette gjelder både der slikt erverv bringer finansinstitusjonen over terskelen på 1/3 i vphl. § 6-1 eller over tersklene for gjentatt tilbudsplikt i vphl. § 6-6. Institusjonen skal straks gi melding om slikt erverv til tilbudsmyndigheten. Tilbudsmyndigheten kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i vphl. § 6-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

Tilbudsplikt gjelder heller ikke for Statens finansfond, jf. vphl. § 6-3 andre ledd.

5.3.2 EØS-rett

For å være effektive bør reglene for overtakelsestilbud være fleksible og kunne håndtere nye situasjoner etter hvert som de oppstår, og reglene bør derfor gi mulighet for unntak og fritak, jf. direktivets fortale pkt. 6. I henhold til direktivet art. 4 nr. 5 skal tilsynsmyndighetene ha alle fullmakter som er nødvendige for å utføre sine oppgaver, herunder plikt til å påse at partene i et tilbud overholder de regler som er vedtatt eller innført i henhold til dette direktiv. Forutsatt at de alminnelige prin-

sippene fastsatt i direktivet art. 3 nr. 1 følges, kan EØS-statene i reglene de vedtar eller innfører i henhold til dette direktivet, fastsette unntak fra disse reglene i) ved å innføre slike unntak i sine nasjonale regler for å ta hensyn til forhold som bestemmes på nasjonalt plan, og/eller ii) ved å gi sine tilsynsmyndigheter fullmakt innenfor sitt ansvarsområde til å fravike slike nasjonale regler for å ta hensyn til omstendigheter nevnt i punkt i), eller under andre særskilte omstendigheter, og i slike tilfeller må det kreves et begrunnet vedtak.

5.3.3 Svensk rett

Etter Lag (2006:451) om offentlig oppkjøpserbjudan på aktiemarknaden kapittel 7 (Tillsyn m.m.) § 5 om dispensasjon, kan Finansinspektionen etter søknad innvilge unntak fra bestemmelsene om tilbudsplikt og forsvarstiltak. Unntak kan kombineres med vilkår. Kompetansen til å gi dispensasjon er delegert til Aktiemarknadsnämnden.

Aktiemarknadsnämnden kan gi unntak fra Takeover-reglene, dersom det foreligger særlige grunner, jf. Takeover-reglene pkt. I.2. Et slikt unntak kan kombineres med vilkår. I kommentarene til bestemmelsen er det særlig pekt på at forholdene i forskjellige budsituasjoner sjelden er like, og at det ikke er mulig å ta hensyn til slike forskjeller i et generelt gjeldende regelverk. Derfor er det ansett nødvendig å ha et dispensasjonsinstitutt der det kan gis unntak fra alle eller noen regler dersom det foreligger særlige grunner. Særlige grunner kan for eksempel være erverv der aksjeeieren ikke har medvirket aktivt (for eksempel arv eller gave), erverv som følge av utnyttelse av fortrinnsrett ved aksjeemisjoner, aksjeinnhav som følge av emisjon av aksjer som enten utgjør vederlag ved kjøp av annet selskap eller annen eiendom eller som ledd i restrukturering av et selskap med betydelige økonomiske problemer, jf. Takeover-reglene – En kommentar, Nyström Ohlsson Sjöman og Skog, 2015, s. 74.

5.3.4 Dansk rett

Ifølge Lov om kapitalmarkeder § 46 stk. 1 gjelder reglene om pliktige tilbud i lovens § 45 ikke ved (1) erverv som resultat av et frivillig tilbud til samtlige aksjeeiere om å overdra sine aksjer dersom det frivillige tilbudet oppfylder vilkårene i Lov om kapitalmarkeder § 48 og erververen som følge av det frivillige tilbudet oppnår mer enn halvparten av stemmerettene, (2) erverv av aksjer ved arv, kreditorforfølging og overdragelse innen samme konsern og (3) erverv av aksjer i målrel-

skapet som følge av avsetningsgaranti i forbindelse med emisjoner eller som følge av avtale med utsteder eller en eller flere aksjeeiere om videre salg av aksjer, dersom det senest innen fem virkedager etter overtakelsen avhendes aksjer i en slik grad at innehaveren ikke lenger har kontroll, og stemmerettene i løpet av perioden ikke utøves eller på annen måte anvendes til å utøve kontroll. Videre kan Finanstilsynet frita fra plikten til å fremsette pliktig tilbud dersom særlige forhold gjør seg gjeldende, jf. Lov om kapitalmarkeder § 46 stk. 2. I Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 29 er det inntatt en liste over bestemmelser som Finanstilsynet i særlige tilfeller kan dispensere fra.

5.3.5 Utvalgets vurdering

5.3.5.1 *Unntak der overføring ikke utgjør et kontrollskifte mv.*

Etter gjeldende rett kan tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, forutsatt at ervervet ikke utgjør et kontrollskifte. Etter utvalgets syn bør adgangen til å dispensere fra tilbudsplikt ikke være begrenset til erverv mellom identifiserte parter, da de samme hensyn kan gjøre seg gjeldende ved et erverv fra en ekstern part som utløser tilbudsplikt for en undergruppe av en konsolidert gruppe, der den konsoliderte gruppe allerede har utløst og gjennomført et pliktig tilbud på samme konsolideringsgrunnlag. Som omtalt i pkt. 2.7.4, mener utvalget at tilbudsmyndigheten bør kunne dispensere fra reglene om tilbudsplikt i enkelte situasjoner dersom formålet bak reglene om tilbudsplikt ikke gjør seg gjeldende. I slike situasjoner vil tilbudsplikt kunne bidra til en uforholdsmessig vanskeliggjøring av oppkjøp og strukturendringer, hvilket kan være samfunnsøkonomisk uheldig. Utvalget viser også til at den relevante tilbudsmyndigheten iht. svensk og dansk rett har kompetanse til å gjøre unntak fra reglene om tilbudsplikt, dersom det foreligger tilstrekkelige særlige grunner.

Utvalget foreslår i lys av dette å utvide dispensasjonsadgangen, slik at tilbudsmyndigheten også kan gjøre unntak fra tilbudsplikten i særlige tilfeller ved erverv av aksjer som ikke utgjør et kontrollskifte eller ved erverv av aksjer som ledd i en kjede transaksjoner som ikke utgjør eller kan utgjøre et kontrollskifte.

Adgangen til å gjøre unntak vil således ikke lenger begrenses til kun å gjelde ved erverv mellom identifiserte parter. Skjønnsstemaet vil fremde-

les være om den aktuelle transaksjonen innebærer et kontrollskifte, eller kan være et ledd i et kontrollskifte, som bør gi mulighet for de øvrige aksjeeierne til å selge sine aksjer til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for å oppnå kontroll i målselskapet. En slik vurdering vil også være i overensstemmelse med prinsippet i direktivets art. 3 nr. 1 bokstav a) som gir uttrykk for et krav om likebehandling av aksjeeiere og beskyttelse av minoritetsaksjeeiere ved kontrollskifte. Utvalget mener at en slik dispensasjonsadgang vil gjøre regelverket mer fleksibelt, samtidig som det vil ivareta hensynet til forutberegnelighet.

Det forutsettes at tilbudsmyndigheten gjør en konkret vurdering av om det bør innvilges unntak i det enkelte tilfellet. I vurderingen må det blant annet ses hen til hvorvidt formålet bak reglene gjør seg gjeldende eller om tilbudsplikt vil fremstå urimelig tyngende i lys av selskapets finansielle situasjon og minoritetsaksjeeierens interesse i at transaksjonen blir gjennomført. En eventuell dispensasjon vil forutsette en forutgående dialog med tilbudsmyndigheten, og tilbudsmyndighetens beslutning vil utgjøre et enkeltvedtak i henhold til forvaltningslovens regler.

Utvalget foreslår at alle aktuelle unntak samles i en unntaksbestemmelse i loven, jf. lovforslaget § 6-8. Forslaget om å utvide dispensasjonsadgang for transaksjoner som ikke utgjør et kontrollskifte foreslås inntatt i lovforslaget § 6-8 tredje ledd.

5.3.5.2 *Unntak for å unngå eller begrense tap på engasjement*

Etter gjeldende rett er det et unntak i vphl. § 6-3 fra tilbudsplikt for finansinstitusjoner når ervervet skjer for å unngå eller begrense tap på engasjement. Begrunnelsen for å innføre unntaket, var at hensikten med ervervet i slike tilfelle ikke vil være å søke kontroll over selskapet, jf. Ot.prp. nr. 54 (1988–89) pkt. 4.13.1. Unntaket anvendes også når finansinstitusjonen skyter inn nødvendig egenkapital for å redde selskapet, jf. eksempelvis Vedtak og uttalelser 2003 pkt. 6.1.2. Utvalget legger til grunn at dette unntaket gjelder for finansforetak som definert i lov om finansforetak § 1-3, og foreslår å justere ordlyden for å reflektere dette. Det vises til lovforslaget § 6-8 fjerde ledd.

5.3.5.3 *Dispensasjon for erverv tilknyttet selskap i finansiell krise*

Etter det utvalget erfarer, forekommer det tilfeller der tilbudsplikt vil kunne vanskeliggjøre og/eller

være til hinder for hensiktsmessige eiermessige restruktureringer av selskaper i alvorlige, finansielle vanskeligheter. Hensikten med erverv av aksjer i slike situasjoner vil normalt ikke være å søke kontroll over selskapet, men å bidra finansielt til å sikre videre drift av selskapet, og gjennom dette bidra til å sikre at verdien av eiernes og andre interessenters investeringer ikke forringes unødige. Utvalget foreslår å innføre en adgang for tilbudsmyndigheten til å gi dispensasjon fra tilbudsplikt når tilbudsplikten utløses som følge av erverv av aksjer i et selskap som ledd i en eiermessig restrukturering for å bidra til å redde et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter. Hvorvidt det foreligger tilstrekkelig alvorlige finansielle vanskeligheter må vurderes konkret. Det vil imidlertid være en forutsetning for å kunne få dispensasjon at det er forsøkt og gjennomført andre tiltak som ikke medfører et kontrollskifte, at tilbyders redningsaksjon er tilstrekkelig forberedt og at restruktureringen sikrer videre drift av selskapet. I en søknad om dispensasjon må det gis nødvendig informasjon som viser at disse forutsetningene er oppfylte. Videre må det gis informasjon om den vanskelige finansielle situasjonen, den planlagte restrukturingsprosessen, hvorvidt aksjeeierne slutter seg til restruktureringen og hvilke tiltak som er utført for å redde selskapet. En eventuell dispensasjon vil forutsette en forutgående dialog med tilbudsmyndigheten, og tilbudsmyndighetens beslutning vil utgjøre et enkeltvedtak i henhold til forvaltningslovens regler. Forslaget foreslås inntatt i lovforslaget § 6-8 femte ledd.

5.4 Konsolidering, nærstående

5.4.1 Gjeldende rett

Det er gitt regler om konsolidering i vphl. § 6-5. Når det gjelder reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i vphl. § 2-5, jf. vphl. § 6-5 første ledd. Tilbudsplikt inntreffer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i vphl. § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreffer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i vphl. § 2-5 likt med en erververs tidligere fremsatte tilbud. Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter vphl. § 6-5 første ledd, jf. andre ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den konsoliderte gruppen. Det er klart at konsolidering i seg selv ikke utlø-

ser tilbudsplikt, jf. eksempelvis NOU 1996: 2 pkt. 9.3.8.3.

Som noens nærstående anses, jf. vphl. § 2-5:

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres.

Definisjonen av nærstående i gjeldende lov er i hovedsak en videreføring av § 1-4 i vphl. 1997, som igjen delvis viderefører § 5A i vphl. 1985. Gjeldende definisjon av nærstående i vphl. § 2-5 benyttes som et koblingsord i verdipapirhandelloven. Definisjonen av nærstående har blant annet betydning for regler om beregning av betydelig eierandel (vphl. § 9-12 andre ledd, § 11-10 andre ledd og § 13-10 første ledd), meldeplikt for primærinnside (vphl. § 4-2 tredje ledd, jf. § 3-6 fjerde ledd), flaggeplikt (vphl. § 4-3 femte ledd), utforming av halvårsrapporter (§ 5-6 fjerde ledd) og tilbudsplikt (§ 6-5). I forarbeidene er det lagt til grunn at ettersom tilbudsplikten må anses som en av de mest tyngende plikter som følger av verdipapirhandelloven, ble det funnet hensiktsmessig å knytte vurderingen av ulike konsolideringsgrunnlag til dette regelsettet, men slik at disse vurderingene også skulle gjelde tilsvarende i forhold til de øvrige regelsett som inneholder konsolideringsbestemmelser, jf. NOU 1996: 2 pkt. 3.2.3.2. Det finnes også definisjoner av nærstående i andre lover, for eksempel i aksjelovene og verdipapirfondloven.

For så vidt gjelder nærstående som følge av innflytelse, jf. vphl. § 2-5 nr. 4, vises det til uttalelser i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 33 (merknader til de enkelte bestemmelser):

«Et særlig spørsmål er om bestemmelsen i nr. 4 også omfatter særlovselskaper opprettet med hjemmel i egen lov. Etter lovens ordlyd er det krav om «innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller sel-

skapsloven § 1-2 annet ledd». Konsolideringsbestemmelsen i nr. 4 forutsetter etter departementets vurdering at den bestemmende innflytelse utøves på grunnlag av den eierinnflytelse som følger av de aktuelle lover (eller tilsvarende utenlandske lover). Bestemmelsen omfatter således selskaper som er opprettet og organisert etter aksjeloven, allmennaksjeloven og selskapsloven, og ikke særlovselskaper.»

Et viktig konsolideringsgrunnlag for så vidt gjelder tilbudsplikt, er hvem som det kan anses at erververen har et forpliktende samarbeid med, jf. vphl. § 2-5 nr. 5. Gjeldende vphl. § 2-5 nr. 5 om forpliktende samarbeid har i utgangspunktet lik ordlyd som i vphl. 1997 § 1-4 nr. 5, med en presisering i ordlyden om at «herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres» omfattes. Dette ble drøftet i forbindelse med gjennomføringen av direktivet om overtakelsestilbud, jf. NOU 2005: 17 pkt. 5.4. I utredningen ble det lagt til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet på dette punktet, og det ble ikke foreslått noen endringer. Departementet sluttet seg i utgangspunktet til dette, men for å klargjøre bestemmelsens rekkevidde ble det foreslått å tilføye «herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres», jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 25.3. Det fremgår av forarbeidene at denne presiseringen ikke innebar noen realitetsendring i forhold til gjeldende rett (dvs. i forhold til vphl. 1997), jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 25.3.2. Det ble også uttalt i nevnte forarbeider at direktivet vil være en viktig faktor for forståelsen og anvendelsen av gjennomføringsbestemmelsen.

I en dom fra 2008 (LB-2008-27119) angående gyldigheten av børsklagenemndens vedtak i en sak om pliktig tilbud etter reglene i vphl. 1997 kapittel 4, kom lagmannsretten frem til at det forelå grunnlag for konsolidering mellom et meglerforetak og en kunde ved bruk av «total return swap-avtaler». Retten uttalte blant annet at konsolideringsbestemmelsen i 1997-loven omfatter mer enn direkte stemmerettssamarbeid, og at også forståelse om felles opptreden med sikte på å oppnå kontroll over målselskapet etter omstendighetene vil kunne rammes.

I et brev fra Oslo Børs 11. juni 2013 vedrørende børsens undersøkelser av om Cermaq ASA hadde utløst tilbudsplikt i Copeinca ASA på konsolidert basis, uttalte børsen blant annet følgende om innholdet i begrepet forpliktende samarbeid:

«Reglene om tilbudsplikt i vphl. kap. 6 gjennomfører reglene i direktiv 2004/2005/EF om overtakelsestilbud («Takeover-direktivet»). Tillegget i vphl. § 2-5 nr. 5 «herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres» ble lagt til i forbindelse med ny verdipapirhandellov av 2007. Tillegget har sin bakgrunn i Takeover-direktivet art. 2 nr 1 litra d der «acting in concert» defineres som «natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid». Det følger av direktivet at samarbeid for å oppnå kontroll og samarbeid for å hindre et tilbud er alternative grunnlag for konsolidering (either at acquiring control ... or at frustrating ... a bid. – understreket her). Ordlyden i bestemmelsen ved bruk av «herunder» kan derfor ikke forstås uttrykkelig. Det fremkommer av forarbeidene at formålet med tillegget i bestemmelsen var å implementere nettopp disse formuleringene i art. 2 nr. 1 litra d i Takeoverdirektivet og at det ikke var nødvendig å gjennomføre direktivet ord for ord. Videre er det presisert at direktivet vil være en viktig faktor når den norske gjennomføringsbestemmelsen skal forstås og anvendes.

Det er som nevnt vanskeliggjøring eller hindring av et «tilbud» som kan utløse konsolidering. Etter direktivet siktes det med «tilbud» til frivillige eller pliktige tilbud fremmet etter reglene i nasjonal lovgivning som har som formål å erverve kontroll (direktivet art. 2 nr. 1. lita a).

Etter loven kreves et «forpliktende samarbeid». To aksjonærer som har felles interesser og derfor opptre likt medfører ikke konsolidering. Det må foreligge koordinert opptreden. Videre må samarbeidet være «forpliktende». Etter forarbeidene og praksis omfatter dette også stilltiende avtaler om samarbeid. Det er følgelig ikke krav om uttrykkelig og skriftlig avtale. Det sentrale i vurderingen er om det foreligger et samarbeid, ettersom begrepet «forpliktende» er tillagt liten selvstendig betydning. Hva som objektivt sett kan danne grunnlag for konsolidering må foretas ut fra en helhetsvurdering.»

For så vidt gjelder innholdet i vphl. § 2-5 nr. 5, vises for øvrig til uttalelser i NOU 1996: 2 pkt. 9.3.7 og NOU 2005: 17 pkt. 5.4.

5.4.2 EØS-rett

Direktivet om overtakelsestilbud inneholder regler om konsolidering for tilbydere som opptrer i fellesskap. Det følger av art. 5 nr. 1 at en fysisk eller juridisk persons erverv av verdipapirer i et selskap notert på regulert marked skal legges sammen med vedkommendes eventuelle eksisterende eierandeler og eierandeler i disse verdipapirene som innehas av personer som opptrer i fellesskap (engelsk: «acting in concert») med erververen. Uttrykket «personer som opptrer i fellesskap» er definert i direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d), og omfatter «fysiske eller juridiske personer som samarbeider med tilbyderen eller målselskapet på grunnlag av en avtale, enten uttrykkelig eller stilltiende, muntlig eller skriftlig, med sikte på enten å overta kontrollen over målselskapet eller å legge hindringer i veien for tilbudet».

ESMA har i «Public Statement» fra 20. juni 2014 gitt «Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive – 1st update» (jf. ESMA/2014/677¹). Dokumentet inneholder en liste («White-List») over situasjoner som normalt i seg selv ikke skal anses som forpliktende samarbeid (engelsk: «acting in concert») etter direktivet.

I direktivet art. 2 nr. 2 er det gitt en særlig bestemmelse om konsolidering av organisatoriske nærstående. Ved anvendelse av nr. 1 bokstav d) skal personer som kontrolleres av en annen person i henhold til art. 87 i direktiv 2001/34/EF («Opptaksdirektivet²») anses som personer som opptrer i fellesskap med den andre personen og med hverandre, slik at disse alltid skal anses som konsolidert mht. direktivets regler om tilbudsplikt. Opptaksdirektivet art. 87 lyder:

- «1. I dette kapittel menes med «kontrollert foretak» ethvert foretak der en fysisk person eller et rettssubjekt
- sitter med flertallet av aksjeeiernes eller deltakernes stemmerett, eller
 - har rett til å utnevne eller avsette flertallet av medlemmene i administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganet og samtidig er aksjeeier eller deltaker i foretaket, eller

¹ ESMA/2014/677 (<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-677.pdf>).

² Europaparlaments- og rådsdirektiv 2001/34/EF av 28. mai 2001 om vilkår for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs og opplysninger som skal offentliggjøres om disse verdipapirene (opptaksdirektivet).

er aksjeeier eller deltaker og alene kontrollerer flertallet av aksjeeiernes og deltakernes stemmerett, i henhold til en avtale sluttet med andre aksjeeiere eller deltakere i foretaket.

2. Ved anvendelse av nr. 1 kommer i tillegg til et hovedforetaks rettigheter med hensyn til stemmegivning, utnevning og avsettelse, rettigheter tilhørende ethvert kontrollert foretak samt rettigheter tilhørende en person eller et rettssubjekt som opptrer i eget navn, men på vegne av hovedforetaket eller et kontrollert foretak.»

5.4.3 Svensk rett

Nærstående er definert særskilt i Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden kapittel 3 (Budplikt) § 5. Bestemmelsen lyder:

- «5 § Vid tillämpningen av 1 § skall som närstående anses
1. företag inom samma koncern som förvärvaren,
 2. make eller sambo till förvärvaren,
 3. barn till förvärvaren som står under förvärvarens vårdnad,
 4. den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning, samt
 5. någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget.»

I Takeover-reglene pkt. I.3 er det inntatt en tilsvarende liste over rettssubjekter som skal likestilles med budgiveren i særskilte tilfeller som nærmere angitt i reglene.

5.4.4 Dansk rett

Ifølge Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 2 nr. 4 forstås med personer som handler i forståelse med tilbudsgiveren eller målselskapet fysiske eller juridiske personer, som samarbeider med tilbyder eller målselskapet i henhold til en avtale som kan være uttrykkelig eller stilltiende, muntlig eller skriftlig, og som tar sikte på å oppnå bestemmende innflytelse i målselskapet eller legge hindringer i veien for tilbudet.

5.4.5 Utvalgets vurdering

5.4.5.1 Nærstående

Som nevnt ovenfor, benyttes definisjonen av noens nærstående i vphl. § 2-5 som et koblingsord i den norske verdipapirhandeloven. Flere av EØS-forpliktelsene på verdipapirirområdet inneholder bestemmelser om konsolidering og/eller definisjoner av nærstående, herunder uttrykket «forpliktende samarbeid». Det er imidlertid ingen felles eller gjennomgående nærståendedefinisjon i EØS-forpliktelsene av betydning for verdipapirmarkedet, slik som det er i den norske loven. Det vises eksempelvis til gjennomføringen av direktiv 2014/65/EU³ om markeder i finansielle instrumenter («MiFID II») art. 11 nr. 1 som inneholder bestemmelser om meldeplikt ved erverv av kvalifisert eierandel i verdipapirforetak og konsolidering av erververe. Til gjennomføring av dette foreslo utvalget en separat bestemmelse om konsolideringen i tilknytning til reglene om meldeplikt, herunder å gjennomføre uttrykket «acting in concert» som «opptrer i samråd», jf. omtale i NOU 2017: 1 pkt. 5.2.2 og tilhørende lovforslag § 9-13 første ledd første punktum. Videre vises det til gjennomføring av direktiv 2013/50/EU⁴ om endring av rapporteringsdirektivet. Endringsdirektivet stiller krav om fullharmonisering vedrørende regler om konsolidering i relasjon til flaggereglene. Utvalget foreslo separate bestemmelser om konsolidering for så vidt gjelder flaggereglene, jf. NOU 2016: 2 pkt. 4.8.3 og tilhørende lovforslag § 4-5.

For tilbudsreglenes del, mener utvalget det er mer hensiktsmessig at en bestemmelse om nærstående fremgår i lovens kapittel om tilbudsregler. Utvalget viser til at dagens bestemmelse om nærstående er tilpasset og utformet av hensyn til tilbudsreglene, jf. omtale under gjeldende rett. Etter

endringer som følge av gjennomføringen av nye EØS-forpliktelser, jf. ovenfor, kan det reises spørsmål ved om det er riktig å knytte definisjonen av nærstående til tilbudsreglene med tanke på øvrige regelsett som inneholder konsolideringsbestemmelser. Utvalget antar at særlige hensyn kan eller vil gjøre seg gjeldende ved forståelsen av definisjonen av noens nærstående og konsolidering for de ulike tema som verdipapirretten og verdipapirhandeloven omhandler.

Når det gjelder reglene i vphl. kapittel 6, foreslår utvalget i hovedsak å videreføre innholdet i gjeldende definisjon av noens nærstående i vphl. § 2-5. Utvalget viser til at rekkevidden av bestemmelsen har blitt nærmere avklart gjennom praksis. Ved å videreføre innholdet i gjeldende bestemmelse, legger utvalget til grunn at avklaringer som er gitt gjennom praksis tilhørende gjeldende rett også videreføres. Utvalget foreslår at definisjonen av nærstående inntas i en separat bestemmelse i vphl. kapittel 6, jf. lovforslaget § 6-2. Utvalget foreslår imidlertid at ordlyden for så vidt gjelder forpliktende samarbeid legges noe nærmere ordlyden i direktivet gjennom å presisere at konsolidering skal foretas med noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med på grunnlag av en avtale, enten uttrykkelig eller stilltiende, muntlig eller skriftlig, med sikte på enten å overta kontrollen over selskapet eller å legge hindringer i veien for tilbudet. Ved denne presiseringen vil det fremgå klarere at forpliktende samarbeid med sikte på å overta kontrollen eller for å legge hindringer i veien for tilbudet utgjør selvstendige grunnlag for konsolidering.

5.4.5.2 Konsolidering mv.

Utvalget foreslår hovedsakelig å videreføre gjeldende bestemmelse om konsolidering med noen språklige moderniseringer i ordlyden, jf. lovforslaget § 6-7.

I gjeldende bestemmelse er det inntatt en presisering om at tilbudsplikt inntreier uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående. Forslaget har som formål å gjøre det klart at konsolidering skal skje «begge veier», altså uavhengig av hvem som faktisk foretar ervervet som fører til at tilbudspliktgrensen passerer, jf. NOU 2005: 17 pkt. 16.1 (merknader til § 4-5) og pkt. 5.4. Utvalget foreslår å videreføre denne bestemmelsen. I slike situasjoner er det imidlertid ikke klart hvem av partene i en konsolidert gruppe som skal pålegges tilbudsplikt, dvs. hvem som har plikten til å fremsette det

³ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA relevance (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>)

⁴ Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC Text with EEA relevance (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A32013L0050>)

pliktige tilbudet. Etter det utvalget forstår, er det etablert praksis at tilbudsplikten påhviler den relevante erververen, altså vedkommende part i den konsoliderte gruppen som gjennomførte ervervet som utløste tilbudsplikt. Utvalget mener dette bør fremgå klart i loven. Utvalget foreslår derfor en ny regel om at tilbudsplikten som hovedregel påhviler den som foretok ervervet som utløste tilbudsplikt. Utvalget peker på at det likevel ikke er gitt at vedkommende part er den dominerende part i den konsoliderte gruppen, da dette vil bero på forholdene innad i den konsoliderte gruppen. Utvalget mener derfor det bør innføres en skjønnsmessig adgang for tilbudsmyndigheten til å bestemme at tilbudsplikten påhviler en annen part (enn den siste erververen) i den konsoliderte gruppen. Spørsmålet om tilbudsmyndigheten skal pålegge en annen part plikt til å fremme tilbudet, vil bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. Utvalget antar at tilbudsmyndigheten i vurderingen bør se hen til om det er åpenbart at en annen part i den konsoliderte gruppen er den dominerende part eller den reelle erververen av kontroll i målselskapet. Det vises til lovforslaget § 6-7 andre ledd.

5.5 Indirekte erverv

5.5.1 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 6-1 andre ledd at visse former for indirekte erverv skal medregnes som «erverv» ved beregningen av hvor stor andel av stemmene som vedkommendes aksjeinnehav representerer i henhold til tilbudspliktgrensen i første ledd. Enkelte former for indirekte erverv likestilles således med direkte erverv, og tilbudsplikt kan utløses som følge av de opplistede formene for indirekte eierskap. Bakgrunnen for bestemmelsen er å hindre omgåelser av tilbudspliktreglene, og fordi hensynene bak tilbudspliktreglene alt i utgangspunktet tilsier et slikt resultat, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.8.2.

For det første anses erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et notert selskap som indirekte erverv, jf. vphl. § 6-1 andre ledd nr. 1. Videre anses erverv av andel i ansvarlig selskap eller kommandittselskap som eier aksjer i notert selskap der andels- haverne bare er nærstående som nevnt i § 2-5 som indirekte erverv, jf. vphl. § 6-1 andre ledd nr. 2. Som indirekte erverv anses også erverv av tilsvarende andel i utenlandsk selskap som svarer til selskapsformer som nevnt i nr. 1 og 2, samt andre

utenlandske foretak dersom tilbudsmyndigheten bestemmer dette, jf. vphl. § 6-1 andre ledd nr. 3.

5.5.2 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 5 nr. 1 at det skal gis nasjonale regler om tilbudsplikt for den som ved erverv direkte eller indirekte oppnår en angitt prosentandel av stemmene i et selskap notert på regulert marked som gir vedkommende kontroll over et selskap.

5.5.3 Svensk rett

Ifølge Lag (2006:451) om offentlig oppkjøpsberging på aktiemarkedet kapittel 3 (Budplikt) § 2 gjelder reglene om budplikt også der en tilbyder sammen med en nærstående oppnår eller overtar et aksjeinnehav som representerer minst tre tideler av stemmeantallet for samtlige aksjer i det aktuelle selskapet.

5.5.4 Dansk rett

Ifølge Lov om kapitalmarkeder § 45 utløses krav om fremsettelse av pliktig tilbud som følge av ervervs, eller vedkommendes nærstående, direkte og indirekte erverv av aksjer på nærmere vilkår.

5.5.5 Utvalgets vurdering

Begrunnelsene for at indirekte erverv kan utløse tilbudsplikt, er til dels å hindre omgåelser av tilbudsplikten og fordi hensynene bak tilbudspliktreglene alt i utgangspunktet tilsier et slikt resultat, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.8.2. Med utgangspunkt i disse hensynene, har utvalget vurdert om det er behov for endringer i bestemmelsen om indirekte erverv, herunder om reglene om indirekte erverv er hensiktsmessig utformet med henhold til situasjoner der slike erverv medfører skifte av kontroll i det noterte selskapet.

Som nevnt kan indirekte erverv utløse tilbudsplikt ved erverv av aksjer som representerer mer enn 50 % av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap hvis aksjer er notert på regulert marked, jf. vphl. § 6-1 andre ledd nr. 1. For at slike indirekte erverv skal utløse tilbudsplikt kreves det således både erverv av aksjer som representerer mer enn 50% av stemmene i et selskap som eier aksjer i et notert selskap, og at det selskap som vedkommende har ervervet aksjer i har som sin vesentligste virksomhet å eie aksjer i det noterte selskapet.

Når det gjelder spørsmålet om det mellomliggende selskaps vesentligste virksomhet består i å eie aksjene i det noterte selskap, ble det i forarbeidene til 1997-loven lagt til grunn at dette vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.8.2. Videre ble det i forarbeidene uttalt at en tilsvarende grense som i det engelske regelverket, der det ble lagt til grunn at tilbudsplikt normalt vil inntre der 75 % av selskapets aktiva består av de børsnoterte aksjene, burde kunne være veiledende for skjønnet. I det engelske regelverket er det senere gjort justeringer, slik at det nå kan forekomme at tilbudsplikt inntre der 50 % av det mellomliggende selskapets aktiva består av de noterte aksjene, jf. pkt. 8 i «The chain principle» i kommentarene til Take-Over Code regel 9.1.

Etter utvalgets oppfatning er det ikke heldig at det forekommer kontrollskifter som følge av indirekte erverv uten at det utløses tilbudsplikt, da dette vil være i strid med de grunnleggende hensynene bak tilbudsreglene. Sett fra et investorbeskyttelsesperspektiv vil det neppe oppleves som noen forskjell om kontrollskifte skjer gjennom et direkte eller indirekte erverv. Utvalget mener derfor det bør gjøres en justering i reglene for å sikre at indirekte erverv som medfører kontrollskifter utløser tilbudsplikt. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å fjerne vilkåret om at det mellomliggende selskapet må ha som sin «vesentlige virksomhet» å eie aksjer i det noterte selskapet, slik at det vil være tilstrekkelig at det mellomliggende selskapet eier aksjer i det noterte selskapet. Forslaget medfører at tilbudsplikt vil utløses ved erverv av mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap som enten alene eller sammen med erververen eier mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap som er omfattet av tilbudsreglenes virkeområde. Etter utvalgets syn vil dette i bedre grad ivareta hensynene bak tilbudsreglene.

Ved indirekte erverv kan det fremstå komplisert å fastsette tilbudsprisen i det pliktige tilbudet. Tilbudsprisen skal reflektere det som tilbyderer har betalt eller avtalt i 6-månedersperioden før tilbudsplikten inntrådte for de noterte aksjene, fratrukket eventuelle andre verdier i det mellomliggende selskapet som ikke vedrører målselskapet. Utvalget peker på at denne problemstillingen gjelder allerede med dagens regel, og at en endring av regelen ikke i seg selv vil komplisere dette ytterligere.

På denne bakgrunn foreslår utvalget å endre gjeldende bestemmelse slik at erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap som eier aksjer i et selskap som

nevnt i første ledd også regnes som erverv iht. tilbudsreglene. Det vises til lovforslaget § 6-6 femte ledd nr. 1.

5.6 Tilbudspris – markedskursalternativet

5.6.1 Gjeldende rett

Regler om fastsettelse av tilbudspris fremgår i § 6-10 fjerde ledd. Det følger av første punktum at tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer 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 første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen, jf. annet punktum.

Når det gjelder forståelsen av bestemmelsen om markedskurs, vises til forarbeidene, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996–97) (s. 79), der departementet blant annet uttalte at:

«Høringsinstansene har ulike syn på utvalgets forslag om at markedskursen på det tidspunkt tilbudsplikten inntre, skal legges til grunn dersom det er klart at denne er høyere. Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at det er av stor betydning at tilbyder på forhånd kan beregne hva tilbudsprisen vil være. Som påpekt av Fondsmeglerforbundet vil tilfellet der det er klart at markedskursen er høyere enn tilbudsprisen, sannsynligvis være sjeldent forekommende i praksis. Departementet antar på denne bakgrunn at utvalgets forslag i første rekke vil være egnet til å ivareta aksjonærenes interesser i de rene omgåelsestilfeller. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 1996: 2 s. 122–123. Departementet foreslår etter dette at tilbudsprisen skal være minst like høy som markedskursen når tilbudsplikt inntre, dersom det er klart at denne er høyere enn det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. For at markedskursen skal anses klart høyere, legger departementet til grunn at denne bør ha vært stabilt høyere gjennom en periode. Den foreslåtte regel skal ikke føre til økt tilbudspris i perioder der den aktuelle markedskursen er svært varierende.»

5.6.2 EØS-rett

Det følger av direktivets fortale pkt. 9 at EØS-statene ved kontrollskifte bør sikre vern av øvrige

aksjeeiere, 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 art. 5 nr. 4 er det gitt nærmere regler om pris ved pliktige tilbud, og lyder:

«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.»

5.6.3 Svensk rett

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.

5.6.4 Dansk rett

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 overtagelsestilbud § 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 overtagelsestilbud § 15 stk. 3.

5.6.5 Utvalgets vurdering

5.6.5.1 Generelt

Det finnes lite praksis i norsk rett vedrørende markedskursalternativet. Markedskursalternativet er praktisert av Oslo Børs som tilbudsmyndighet som en begrenset unntaksregel. Ett eksempel er sak 5/2006 for Børsklagenemnden (Wilson ASA), der tilbyderer ikke hadde betalt et vederlag for aksjene i målselskapet. Børsen har gjennom sin praksis lagt til grunn at unntaksbestemmelsen skal forstås snevert. Dette kommer til uttrykk i uttalelsene av 2. april 2001 (Swan Reefer ASA) og 21. november 2003 (Crystal Production ASA) som begge omfatter tilfeller der aksjene ble handlet til varierende kurser i små volumer forut for tilbudspliktens inntreden.

Videre var spørsmålet oppe i forbindelse med at en minoritetsaksjeeier i Gyldendal ASA mente markedskursalternativet skulle legges til grunn ved fastsettelsen av tilbudsprisen i et pliktig tilbud på Gyldendal ASA. Den 18. desember 2008 fremsatte tilbyderer et tilbudsdokument med en tilbudspris på NOK 350 pr aksje til Oslo Børs, som godkjente tilbudsprisen i brev samme dag. I brevet ga Oslo Børs uttrykk for at markedskursalternativet kun skal anvendes i omgåelsestilfeller, og at børsen basert på sine undersøkelser ikke fant grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvarte det høyeste vederlag betalt eller avtalt av tilbyderer i perioden på seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Videre ga børsen uttrykk for å ha merket seg det begrensede antall transaksjoner i aksjen, hvor for øvrig én eneste aksjeeier (Periscopos) hadde stått for så godt som alle tilfeller (mer enn 29 435 av totalt 30 196 handlede aksjer), og konkluderte med at det ikke var mulig å fastsette en tilstrekkelig klar markedskurs for Gyldendal-aksjen. Oslo Børs godkjente budet fra tilbyderer ved formelt godkjennelsesbrev 22. desember 2008. I vedtak 21. januar 2009 stadfestet Børsklagenemnden børsens godkjennelse av tilbudet. Børsklagenemnden ga blant annet uttrykk for at siden det er markedskursen på det tidspunkt tilbudsplikten inntreer som skal anvendes, kan det ikke legges til grunn en gjennomsnittskurs fra en periode som strekker seg over 11 måneder forut for dette tidspunktet.

Videre uttalte Børsklagenemnden at med hensyn til ordet «klart» i vphl. § 6-10 måtte det kreves en viss styrke på bevisene for en slik høyere markedskurs for at bestemmelsen skulle komme til anvendelse. Minoritetsaksjeeieren aksepterte det pliktige tilbudet 26. januar 2009 og tok ut søksmål mot tilbyderer og mot Oslo Børs for å få oppjus-

tert vederlaget som ble betalt i det pliktige tilbudet. I den anledning anmodet Oslo tingrett EFTA-domstolen om en rådgivende uttalelse, med spørsmål om det er i samsvar med direktivet art. 5 nr. 4 andre ledd. EFTA-domstolen avsa dom 10. desember 2010 (E-1/10). I dommen fremgår det av premissene at EFTA-domstolen mener at markedsprisalternativet ikke er i overensstemmelse med direktivet grunnet manglende klargjøring i loven for å fastslå markedskursen, og domstolen avga en rådgivende uttalelse til Oslo tingrett:

«Uten nærmere klargjøring av uttrykket «markedskurs» er europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud artikkel 5 nr. 4 annet ledd til hinder for nasjonallovgivning som bestemmer at den pris som skal tilbys i et tvungent tilbud, skal justeres slik at den blir minst like høy som «markedskursen» i situasjoner der det er klart at «markedskursen» er høyere enn den pris som er beregnet i henhold til den hovedregel som er fastsatt i samsvar med artikkel 5 nr. 4 første ledd. I særdeleshet er det nødvendig med videre klargjøring av hvilket tidsintervall som er relevant for å fastslå «markedskursen», hvorvidt «markedskursen» må beregnes på grunnlag av et volumvektet gjennomsnitt, og om det er nødvendig med faktiske transaksjoner eller om det er tilstrekkelig med stående kjøps- eller salgsordre for å fastslå en «markedskurs».»

I dommen la EFTA-domstolen stor vekt på hensynet til å oppnå en høy grad av forutberegnelighet for investorer. For at omstendigheter og kriterier som nevnt i direktivet art. 5 nr. 4 andre ledd skal anses for å være «klart definert», la domstolen til grunn at disse må være utformet på en måte som gjør den nasjonale regel enkel å anvende i de mest typiske tilfeller som omfattes av regelen. Domstolen drøftet imidlertid ikke spørsmålet om de presiseringer av begrepet markedspris som følger av forarbeidene kunne være en lovlig gjennomføring av klarhetskravet i direktivet art. 5 nr. 4 andre ledd.

Av annen praksis viser utvalget til at EU-domstolen i dom 20. juli 2017 (C 300/5) i saken Marco Tronchetti Provera SpA m.fl. v. Consob for første gang ga en tolkning av direktivet art. 5 nr. 4, etter en begjæring om en prejudisiell forhåndsuttalelse fra Consiglio di Stato (Italia). Den italienske tilsynsmyndigheten, Consob, hadde besluttet å øke prisen i et tilbud fordi den antok at det forelå en forståelse («samordning») mellom budgiveren og

en av selgerne. Budgiveren anførte at den italienske loven var i strid med overtakelsesdirektivet og hevdet at kriteriene for prisjustering ikke var tilstrekkelig klare. Dommen har betydning for hvilke krav til klarhet som gjelder for begrep som benyttes i nasjonal rett til gjennomføring av direktivet art. 5 nr. 4. I domsslutningen uttalte EU-domstolen følgende (dansk versjon):

«Artikkel 5, stk. 4, andet afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtakelsestilbud skal fortolkes således, at bestemmelsen ikke er til hinder for en national lovgivning som den i hovedsagen omhandlede, der giver den nationale tilsynsmyndighed mulighed for at forhøje prisen i et overtakelsestilbud i tilfælde af «samordning», uden at præcisere, hvilke specifikke former for adfærd der kendetegner dette begreb, for så vidt som fortolkningen af det pågældende begreb kan udledes tilstrækkeligt klart, præcist og forudsigeligt af denne lovgivning ved hjælp af fortolkningsmetoder, der er anerkendt i national ret.»

Etter det utvalget forstår, tilsier dommen at kravet om at kriteriene skal være tydelig bestemt ikke utelukker at EØS-statene bruker abstrakte juridiske begreper som for eksempel «samordning» som vilkår for prisjusteringsmekanismen, såfremt innholdet i slike begreper kan fastlegges ved tolkningsmetoder anerkjent i nasjonal lov.

I forlengelsen av praksis fra EFTA-domstolen og EU-domstolen synes det nødvendig å klargjøre begrepet «markedskurs» for å sikre at norsk rett er i samsvar med direktivet art. 5 nr. 4. Utvalget foreslår derfor nye bestemmelser om justering av tilbudspris ved pliktig tilbud.

Begrepet «markedskurs» er ikke definert i loven, og det er lite veiledning i forarbeidene. Direktivet art. 5 nr. 4 gir ingen entydig veiledning på hvordan begrepet skal defineres, men forutsetter at eventuelle justeringer skal skje under klart definerte omstendigheter og kriterier. Direktivet oppstiller noen eksempler på kriterier, som «for eksempel gjennomsnittlig markedsverdi i løpet av et bestemt tidsrom, selskapets avviklingsverdi eller andre objektive vurderingskriterier som er allment brukt i finansanalyser».

Etter utvalgets oppfatning er det vanlig internasjonalt å forstå markedskursen som et volumvektet gjennomsnitt av handler foretatt i en nærmere periode. Et slikt utgangspunkt for beregning av markedskurs vil være praktiserbart for tilbudsmyndigheten og sikre forutberegnelighet for til-

bydere. Tilbyderne må i så fall kun ta stilling til om det er «klart» at den volumvektede gjennomsnittskursen er høyere enn den tilbudsprisen som vil følge av normalregelen.

Etter utvalgets oppfatning bør hovedregelen for beregning av tilbudspris fortsatt være at tilbyder plikter å betale det høyeste vederlag vedkommende eller dennes nærstående har betalt eller avtalt de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Etter det utvalget erfarer, vil det i enkelte tilfeller være behov for et unntak fra kravet om at tilbudsprisen skal tilsvare høyeste pris som tilbyder har betalt eller avtalt de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, for eksempel der tilbyder ikke har betalt vederlag for aksjene i målsselskapet, eller der det av andre årsaker ikke vil være mulig eller rimelig å legge hovedregelen til grunn. Direktivet oppstiller noen eksempler på omstendigheter der tilbudsprisen bør kunne justeres, 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.»

Etter utvalgets syn fremstår det mest hensiktsmessig å regulere i hvilke tilfeller justeringer av tilbudsprisen skal kunne skje og hvordan i forskrift. Det vil således være enklere å gjennomføre endringer dersom endret markedspraksis skulle tilsi behov for endringer av justeringsreglene. Utvalget foreslår derfor at gjeldende bestemmelse om markedskurs i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum erstattes med en hjemmel til å i forskrift fastsette nærmere regler om tilbudsprisen, herunder adgang for tilbudsmyndigheten til å i særlige tilfeller fravike hovedregelen. Forslaget til hjemmelsbestemmelse fremgår i lovforslaget § 6-13 første ledd annet punktum. En forskriftsregulering av tilbudsprisen hører systematisk hjemme i kapitlet om tilbudsregler i verdipapirforskriften. Det foreslås et nytt underkapittel IV i forskriftsforslaget med nærmere regler om i hvilke tilfeller tilbudsmyndigheten kan justere tilbudsprisen, samt forskriftsbestemmelser om fastsettelsen av tilbudspris i tilfeller der tilbudsprisen fastsettes på annen måte enn etter hovedregelen.

5.6.5.2 Justering av tilbudspris

Som nevnt ovenfor er utvalgets oppfatning 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 kan justere tilbudsprisen.

Spørsmålet om justeringsadgangen bør benyttes må bero på en konkret vurdering. Av hensyn til markedet er det viktig å få en rask avklaring av tilbudsprisen. Det foreslås derfor at tilbudsmyndigheten, innenfor rammen av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper, gis et vidtgående skjønn til å avgjøre om justeringsadgangen bør benyttes eller ikke i de tilfeller der vilkårene anses oppfylt. Etter forslaget kan tilbudsmyndigheten justere tilbudsprisen både på eget initiativ og etter anmodning fra tilbyder eller øvrige aksjeeiere. Forslaget gir videre tilbudsmyndigheten adgang både til å pålegge oppjustering og nedjustering av tilbudsprisen i forhold til det som følger av lovens hovedregel.

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*. Med kriteriet kunstig nivå mener utvalget å innføre en snever unntaksregel som det forventes vil bli benyttet i et fåtall tilfeller. I tilfeller der tilbudsprisen er på et slikt kunstig nivå, kan hovedregelen om at vederlaget skal tilsvare den høyeste pris tilbyder eller dennes nærstående har betalt slå urimelig ut, enten i tilbyders favør eller uheldig. At prisen er på et kunstig nivå kan for eksempel forekomme på grunn av at det er utbredt villedende opplysninger eller det har forekommet transaksjoner som gir uriktige signaler om prisen på aksjene. Endringer i kursen som følge av lovlige tiltak, som for eksempel stabiliseringstiltak og tilbakekjøp i samsvar med reglene i vphl. § 3-12, jf. § 3-8 og tilhørende forordning, vil normalt ikke tilsi at tilbudsprisen er på et kunstig nivå. Det vises til forskriftsforslaget § 6-16 bokstav a).

For det andre mener utvalget at tilbudsprisen bør kunne justeres dersom *ervertet som ligger til grunn for tilbudsprisen ikke er foretatt på vanlige forretningsmessige vilkår*. Hvorvidt tilbudsprisen anses for å være et resultat av ervert som ikke er foretatt på vanlige forretningsmessige vilkår må vurderes konkret, og vil kunne variere. Det vises til at direktivet art. 5 nr. 4 nevner som et eksempel på grunnlag for justering tilfeller der «den høyeste prisen ble fastsatt ved avtale mellom kjøperen og en selger». Dette vil for eksempel kunne være tilfelle der tilbudsprisen reelt sett innebærer omgåelse av kravene til likebehandling av aksjeeierne, eller der ervertet har skjedd til rabattert pris eller

ervertet er foretatt i form av opsjonsinnløsning. Det vises til forskriftsforslaget § 6-16 bokstav b).

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*. For selskaper som av forskjellige grunner befinner seg i en kritisk økonomisk situasjon kan oppkjøp eller andre former for eiermessige restruktureringer være en god løsning. I situasjoner der det har skjedd store endringer i et selskaps aksjekurs, kan imidlertid prinsippet om at vederlaget skal tilsvare høyeste pris betalt av tilbyder de siste seks måneder fungere som en uheldig hindring for å kunne gjennomføre nødvendige restruktureringer av et selskap. Det vises til at direktivet art. 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. 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. Det presiseres at også ved redningsoppkjøp vil hovedregelen være at tilbudsprisen skal tilsvare høyeste pris betalt av tilbyder eller dennes nærstående de siste seks måneder. Det vises til forskriftsforslaget § 6-16 bokstav c).

5.6.5.3 Kriterier for justering av tilbudspris

Ved utforming av reglene om tilbudspris, herunder justering av tilbudspris, mener utvalget at hensynet til tilbyders forutberegnelighet må tillegges stor vekt, blant annet for å sikre at tilbudspliktreglene bidrar til å ivareta hensynet til samfunnsøkonomisk ønskelige oppkjøp og behovet for strukturendringer i næringslivet. Hensynet til forutberegnelighet tilsier videre at det bør tilstrebnes en beregningsmåte hvor justert tilbudspris til enhver tid kan beregnes objektivt på grunnlag av lett tilgjengelig informasjon.

For så vidt gjelder justering av tilbudspris der markedskursen er på et kunstig nivå, eller der ervertet som ligger til grunn for tilbudsprisen ikke er foretatt på vanlige forretningsmessige vilkår, jf. forskriftsforslaget § 6-16 bokstav a) og b), foreslår utvalget at justert tilbudspris skal bereg-

nes på grunnlag av tre måneders volumvektet gjennomsnittskurs. Volumvektet gjennomsnittskurs beregnes ved at volum multipliseres med kurs for så vidt gjelder handlens som inngår i beregningsgrunnlaget. Disse verdiene legges deretter sammen, før totalsummen deles på totalt omsatt volum av de aktuelle handlens. Handler med stort volum får dermed større påvirkning på prisen. Etter det utvalget er kjent med er dette en anerkjent og anvendt metode for å beregne gjennomsnittskurser i aksjemarkedet. Det foreslås en periode på tre måneder ut ifra at det anses tilstrekkelig lenge til at beregningsgrunnlaget ikke påvirkes i for stor grad av enkelthandler. Det foreslås at tidsperioden beregnes fra det tidligste av henholdsvis tidspunktet for tilbyders offentliggjøring av melding om at pliktig tilbud vil bli fremmet og tidspunktet for når tilbudsplikt inntreffer. Perioden vil etter forslaget beregnes inkludert dagen før skjæringstidspunktet og deretter tre måneder tilbake. Er skjæringstidspunktet 15. februar inngår handler fra og med 15. november i beregningsgrunnlaget. Videre foreslås det at kun hele handelsdager tas med, for å unngå å skape tvil om tilbud som offentliggjøres i løpet av en handelsdag skal være med i beregningen.

I utgangspunktet bør beregningsgrunnlaget for volumvektet snittkurs være bredest mulig. Samtidig er det viktig at aktører som vurderer å fremsette pliktig tilbud har mulighet til å gjøre beregninger av hvilken tilbudspris som vil bli benyttet for det pliktige tilbudet. Ved gjennomføringen av MiFID II innføres bedre rapporteringsmekanismer og handelsinformasjon blir mer tilgjengelig. Utvalget foreslår at alle handler som er offentliggjort gjennom Oslo Børs' handelssystem inkluderes i beregningsgrunnlaget.

Hvis tilbudsmyndigheten finner det overveiende sannsynlig at det kunstige nivået på markedskursen har hatt merkbar betydning for den volumvektede gjennomsnittsprisen, vil det ikke være rimelig å fastsette tilbudsprisen ved en gjennomsnittsberegning. Utvalget foreslår at tilbudsprisen heller fastsettes etter en verdivurdering av aksjene basert på objektive verdsettelseskriterier, jf. forskriftsforslaget § 6-16 andre ledd tredje punktum. Ved bruken av begrepet «merkbart», understrekes at terskelen er lavere enn det som ville fulgt av kvalifiseringen «vesentlig».

Volumvektet gjennomsnittskurs antas å være en egnet beregningsmetode der likviditeten er tilfredsstillende. Der likviditeten er lav er det større risiko for kurspåvirkning eller for at særlige markedsforhold får en uforholdsmessig innflytelse på tilbudsprisen. Utvalget foreslår derfor at tilbuds-

prisen heller fastsettes etter en verdivurdering av aksjene basert på objektive verdsettelseskriterier dersom det i løpet av den aktuelle perioden på tre måneder ikke er omsetning i mer enn halvparten av virkedagene, jf. forskriftsforslaget § 6-16 andre ledd tredje punktum.

For så vidt gjelder justering av tilbudspris der tilbudsplikt utløses i forbindelse med nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter, foreslås at tilbudsmyndigheten skal være ansvarlig for at det foretas en forsvarlig verdsettelse, jf. forskriftsforslaget § 6-16 tredje ledd. Tilbudsmyndigheten bør kunne velge om den selv forestår verdivurderingen eller om den vil oppnevne andre til å forestå denne. Det foreslås at tilbudsmyndigheten gis adgang til å fastsette at kostnadene ved verdivurderingen dekkes av tilbyder, jf. forskriftsforslaget § 6-16 fjerde ledd.

5.6.5.4 Tilbudspris ved flere aksjeklasser

Etter det utvalget er kjent med, er det kun et fåtall selskaper notert på de norske regulerte markedene som har flere aksjeklasser. Det foreslås å presisere i forskrift at dersom et målselskap har flere aksjeklasser, skal tilbudsprisen fastsettes særskilt for hver aksjeklasse, jf. forskriftsforslaget § 6-17 første ledd.

Videre foreslås det å presisere i forskrift at prinsippet om høyeste pris gjelder for hver aksjeklasse. Normalt vil ulike aksjeklasser med ulike rettigheter prises forskjellig, jf. forskriftsforslaget § 6-17 andre ledd.

Dersom tilbyder ikke har ervervet aksjer i samtlige av de av målselskapets aksjeklasser som er omfattet av tilbudsplikten i de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, må prisen fastsettes på annen måte for å komme frem til et sammenlignbart vederlag basert på markedsprisbetraktninger. Det samme gjelder dersom det er nødvendig å justere tilbudsprisen for en eller flere aksjeklasser. Det foreslås at den forholdsmessige verdi mellom aksjeklassene som hovedregel skal beregnes ved bruk av tre måneders volumvektet gjennomsnittskurs for hver av aksjeklassene. Dette forholdstallet multipliseres med tilbudsprisen. Dersom slikt beregningsgrunnlag ikke foreligger, typisk fordi en av aksjeklassene ikke oppfyller likviditetskravet i forskriftsforslaget § 6-16 andre ledd, foreslås at tilbudsmyndigheten benytter andre alminnelig anerkjente objektive kriterier for beregning av aksjenes verdi for dermed å finne forholdet mellom aksjeklassene. Det vises til forskriftsforslaget § 6-17 tredje ledd.

5.6.5.5 Tilbudspris der det ikke er betalt eller avtalt vederlag

Gjeldende rett inneholder ikke bestemmelser for beregning av tilbudspris der tilbudsplikt utløses uten at den tilbudspliktige har betalt vederlag for aksjer i målselskapet i de siste 6 måneder før tilbudsplikten ble utløst. I disse tilfellene har loven blitt forstått og praktisert slik at markedskursalternativet skal anvendes, jf. blant annet Børsklagenemndens sak 5/2006 (Wilson ASA), der tilbudsplikten ble utløst i forbindelse med at tilbyder mottok aksjer som utbytte.

Utvalget foreslår at der tilbudsplikt utløses uten at det er betalt eller avtalt vederlag i den relevante perioden, skal tilbudsmyndigheten fastsette tilbudsprisen etter kriteriene for justering av tilbudspris, dvs. normalt som tre måneders volumvektet gjennomsnittskurs og unntaksvis etter andre objektive kriterier for verdiberegning. Utvalget foreslår at bestemmelsen inntas i forskrift, jf. forskriftsforslaget § 6-18.

5.6.5.6 Offentliggjøring av vedtak om tilbudspris

Utvalget foreslår at tilbudsmyndigheten pålegges en plikt til å begrunne og offentliggjøre slike vedtak. Offentliggjøring forutsettes å skje slik at markedsaktørene på en enkel måte kan sikre seg informasjon om tilbudsmyndighetens praksis for fastsettelse av tilbudspris, eksempelvis ved at vedtakene offentliggjøres på tilbudsmyndighetens hjemmesider. Utvalget foreslår at bestemmelsen inntas i forskrift, jf. forskriftsforslaget § 6-19.

5.7 Nedsalg

5.7.1 Gjeldende rett

Vphl. § 6-8 første ledd omhandlerplikten for en aksjeeier som har passert eller vil passere en av tilbudspliktgrensene, til å gi melding om dette til tilbudsmyndigheten og til selskapet straks etter at avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt, er inngått. I meldingen skal det opplyses om det vil bli fremsatt tilbud eller om det vil foretas nedsalg i henhold til vphl. § 6-9. Bestemmelsen er ifølge forarbeidene ment å ivareta hensynet til markedets behov for en rask avklaring av situasjonen, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.12.2. Reglene må ses i sammenheng med vphl. § 6-1 første ledd andre punktum, der det fremgår at tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med vphl. § 6-8, jf. § 6-9.

Dersom det ikke gis melding etter vphl. § 6-8 første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal tilbudsmyndigheten treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser, jf. vphl. § 6-8 tredje ledd. Bestemmelsen er gitt for at børsen, i situasjoner der bakgrunnen for at melding ikke sendes er at vedkommende aksjeeier bestrider grunnlaget for tilbudsplikt, skal treffe vedtak om de spørsmål aksjeeiernes innsigelser reiser. Det er i forarbeidene lagt til grunn at børsen, i tillegg til selve grunnlaget for tilbudsplikt, også kan ta stilling til den videre prosedyre i saken, herunder eventuelle særlige frister for å fremsette tilbud, bruken av aksjeeierrettigheter i perioden inntil tilbud er gitt mv., jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.12.2. Tilbudsmyndighetens vedtak kan påklages til børsklagenemnden etter de alminnelige regler som gjelder for slike klager.

Melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud, jf. vphl. § 6-8 fjerde ledd. En melding om tilbud kan derimot ikke endres til en melding om nedsalg. Det er i rettspraksis lagt til grunn at tilbudsmyndigheten ikke har en diskresjonær adgang til å tillate en slik endring.⁵ Tilbudet skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 6-10 første ledd.

Salg av aksjer i henhold til melding eller vedtak som nevnt i vphl. § 6-8, skal foretas innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 6-9 første ledd. Salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i vphl. § 6-1 (tilbudsplikt ved aksjeerverv), jf. vphl. § 6-9 andre ledd. Ved tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (dvs. gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv) kan salget begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet.

Etter vphl. § 17-1 kan tilbudsmyndigheten ilegge den som forsømmer sine plikter etter kapittel 6 en dagmulkt. Dersom 4-ukersfristen for salg etter vphl. § 6-9 overskrides, kan tilbudsmyndigheten selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer, jf. vphl. § 6-21 første ledd.

Historisk sett ble nedsalgsretten i utgangspunktet innført som en sanksjonsregel for overtredelse avplikten til å fremme et pliktig tilbud etter vphl. 1985 § 5A. Ifølge vphl. 1985 § 5C (sanksjoner) første ledd skulle aksjeeier som hadde en plikt til å fremsette tilbud, uten å gjøre dette, innen fire uker avhende aksjer slik at tilbudsplikten falt bort. Fristen ble regnet fra det tidspunkt aksjene ble ervervet. I forarbeidene begrunnes

⁵ Jf. LB-2008-27119.

dette blant annet slik, jf. Ot.prp. nr. 53 (1988–89) pkt. 5.12:

«Det kan være at en aksjeeier ved kjøp av en større aksjepost kommer over grensen som utløser tilbudsplikt uten å fremsette tilbud, f.eks. fordi vedkommende ikke har økonomiske ressurser til å overta resten av selskapets aksjer, fordi vedkommende ikke er klar over forholdet eller av andre grunner. Dersom et tilbud ikke fremsettes – uansett av hvilken grunn – skal de overskytende aksjene avhendes. Erververen får etter utkastet en frist på fire uker til å selge aksjene, slik at stemmeandelen reduseres til mindre enn 45 %».

Nedsalgsretten fikk gjeldende utforming i vphl. 1997, jf. vphl. 1997 § 4-1, jf. §§ 4-8 og 4-9.

5.7.2 EØS-rett

Direktivet om overtakelsestilbud inneholder ingen bestemmelser som tilsvarende de norske reglene om rett til å selge aksjer og således bli fritatt fra tilbudsplikt.

Ifølge direktivet art. 5 nr. 1 skal EØS-statene påse at følgende pålegges å framsette et tilbud med sikte på å verne mindretallsaksjeeierne i selskapet:

«en fysisk eller juridisk person som følge av eget erverv eller erverv gjennom personer som opptrer i fellesskap med ham/henne, innehar verdipapirer i et selskap i henhold til artikkel 1 nr. 1 som, sammenlagt med hans/hennes eventuelle eksisterende eierandeler i disse verdipapirene og eierandelene i disse verdipapirene som innehas av personer som opptrer i fellesskap med ham/henne, direkte eller indirekte gir ham/henne en bestemt prosentandel stemmeretter i selskapet som gir ham/henne kontroll over selskapet».

Et slikt tilbud skal så snart som mulig rettes til alle innehaverne av disse verdipapirene og skal gjelde alle deres eierandeler, til den rimelige pris som er definert i direktivet art. 5 nr. 4.

5.7.3 Svensk rett

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden kapittel 3 (Budplikt) § 6 regulerer under hvilke forutsetninger tilbudsplikt bortfaller. Dersom tilbudsplikt har oppstått med grunnlag i §§ 1-4, og den tilbudspliktige eller ved-

kommendes nærstående innen 4 uker fra det tidspunktet tilbudsplikten oppstod avhender aksjer slik at aksjeinnehavet ikke utgjør tre tideler av stemmerettene for samtlige aksjer i selskaper, gjelder ikke lenger tilbudsplikten. Det samme gjelder dersom den tilbudspliktige, noen annen eller selskapet innen samme tid vedtar andre tiltak som medfører at aksjeinnehavet ikke lenger representerer minst tre tideler av stemmerettene for samtlige aksjer i selskapet. Dersom tilbudsplikt har oppstått og den tilbudspliktige innen fire uker fra det tidspunktet tilbudsplikten oppstod krever innløsning av resterende aksjer i samsvar med kapittel 22 i aktiebolagslagen (2005:551), gjelder ikke lenger tilbudsplikten. Men dersom en slik begjæring om innløsning tilbakekalles eller avvises, gjelder tilbudsplikten likevel. I tilfeller der tilbudsplikten ikke lenger gjelder på grunn av nevnte forhold, skal vedkommende offentliggjøre dette umiddelbart.

Etter det utvalget forstår, innebærer dette at tilbudsplikten bortfaller dersom den tilbudspliktige eller vedkommendes nærstående innen fire uker fra tilbudsplikten oppstod avhender aksjer, slik at aksjeinnehavet ikke lenger representerer tre tideler av stemmeantallet for samtlige aksjer i selskapet.

5.7.4 Dansk rett

Lov om kapitalmarkeder §§ 45 og 46 inneholder etter det utvalget forstår ingen direkte adgang til nedsalg. Finanstilsynet kan imidlertid frita fra plikten til å gi alle aksjeeierne i målselskapet en mulighet til å selge deres aksjer ved særlige grunner, jf. Lov om kapitalmarkeder § 46 stk. 2. Videre kan Finanstilsynet i særlige tilfeller dispensere fra blant annet plikten til å offentliggjøre en meddelelse om at tilbudsplikt er inntrådt og plikt til å offentliggjøre tilbudsdokument, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 29, jf. § 3.

5.7.5 Utvalgets vurdering

Utvalget foreslår i utgangspunktet å videreføre gjeldende rett til nedsalg etter at tilbudsplikt er utløst. Utvalget viser til at nedsalgsretten har fungert i det norske markedet siden 1997, og anses for å ha stor praktisk betydning for markedet og aktuelle tilbydere. Utvalget foreslår imidlertid enkelte endringer og justeringer.

Det kan forekomme situasjoner der den som gjennom erverv har blitt eier av aksjer som utløser pliktig tilbud ikke selv avdekker dette før fristen på fire uker for å gjennomføre nedsalg er

utløpt. I en slik situasjon vil erververen ikke ha rett til å velge mellom å fremsette pliktig tilbud eller å gjennomføre nedsalg, slik at det eneste alternativet for erververen er å fremsette et pliktig tilbud. Utvalget er av den oppfatning at nedsalgsretten likevel bør være i behold i slike særlige situasjoner forutsatt at erververen ikke har visst eller burde ha visst om ervervet som utløste tilbudsplikt. Det vises til at en passering av en tilbudspliktgrense som markedet ikke har visst om neppe vil kunne være forstyrrende for markedet. Videre antar utvalget at slike situasjoner ikke vil forekomme ofte. For å kontrollere om det er en realitet i fristoversittelsen og av hensyn til å forebygge eventuelle forsøk på omgåelser av plikten til å fremsette tilbud, mener utvalget det bør gjennomføres en kontroll fra tilbudsmyndighetens side med om tilbyderen reelt sett ikke har eller burde ha hatt kjennskap til ervervet som utløste tilbudsplikt. Utvalget foreslår derfor at tilbudsmyndigheten etter søknad kan innvilge dispensasjon fra 4-ukersfristen slik at erververen som har kommet i pliktig tilbudssituasjon som beskrevet ovenfor fortsatt har adgangen til å velge mellom å fremsette tilbud og gjennomføre nedsalg i en tidsbegrenset periode. Tilbudsmyndighetens beslutning vil utgjøre et enkeltvedtak som kan påklages etter de alminnelige regler som gjelder for slike klager. Det vises til lovforslaget § 6-12 første ledd annet punktum.

Spørsmålet om en offentliggjort melding som angir at det skal fremsettes tilbud kan endres til melding om nedsalg, har vært gjenstand for diskusjon. Spørsmålet ble drøftet av verdipapirlovutvalget i NOU 1996: 2 pkt. 9.3.12.2, hvor utvalget ga uttrykk for at melding om nedsalg bør kunne endres til melding om tilbud, men at tilbyder ikke skal kunne trekke seg etter at det er gitt melding om at tilbud vil bli fremsatt. Utvalget uttalte blant annet følgende:

«Utvalget er oppmerksom på at det i praksis kan oppstå særlige tilfeller, der både rimelighetshensyn overfor tilbyder og hensynet til minoritetsaksjonærene, kan tilsi at det gis anledning til nedsalg selv om det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes. Utvalget antar at slike særlige tilfeller vil finne sin løsning gjennom børsens praksis.»

I den videre lovbehandlingen ble utvalgets kommentar om unntak i særlige tilfeller ikke nærmere kommentert eller drøftet.

Lagmannsretten la i dom inntatt i LB-2007-27119 (SeaDrill Limited mot Oslo Børs ASA) til

grunn at det ikke foreligger noen mulighet for å endre melding om at det skal fremsettes tilbud til melding om nedsalg. Lagmannsretten uttalte blant annet:

«Betydningen av at departementet ikke uttrykkelig nevnte utvalgets synspunkt om mulig diskresjonær adgang for børsen til å åpne for nedsalg etter forutgående melding om tilbud, kan volde en viss tvil. Det kan hevdes at departementet burde ha tatt avstand fra utvalgets tanke dersom man var uenig i at børsen skulle ha en slik kompetanse. På den annen side har man ingen holdepunkter for å anta at departementet mente å slutte seg til et synspunkt om å gi børsen adgang til å treffe avgjørelse basert på rimelighet. I denne situasjonen finner lagmannsretten at man må falle tilbake på lovteksten, som ikke åpner for noen slik mulighet.»

I utgangspunktet mener utvalget at det ikke bør gis adgang til å endre en fremsatt melding om tilbud til en melding om nedsalg. Det vises til at en melding om tilbud kan anses for å gi de øvrige aksjeeierne en berettiget forventning om at de vil få solgt sine aksjer, og at markedet og aksjekursen vil innrette seg etter meldingen, jf. tilsvarende i NOU 1996: 2 pkt. 9.3.12. Samtidig legger utvalget vekt på at det kan forekomme særlige situasjoner der hensynet til den som har kommet i tilbudsplikt veier tyngre enn nevnte hensyn til aksjeeierne og markedet som sådan. I slike situasjoner kan en manglende mulighet til å endre meldingen slik at nedsalgsalternativet er i behold være åpenbart urimelig. På denne bakgrunn foreslår utvalget å innføre en begrenset og skjønnsmessig adgang for tilbudsmyndigheten til å i særlige tilfeller tillate at melding om fremsattelse av tilbud kan endres til melding om salg slik at den tilbudspliktige likevel har nedsalgsretten i behold i tilfeller der et slikt resultat ellers ville fremstå som åpenbart urimelig. Videre mener utvalget at unntaksadgangen bør begrenses slik at den kun gjelder under forutsetning av at nedsalget kan gjennomføres innen fire uker etter at tilbudsplikten tiltrådte, dvs. innen fristen for å fremme tilbudet. Det vises til at situasjonen bør avklares så raskt som mulig av hensyn til de øvrige aksjeeierne og markedet. Tilbudsmyndighetens beslutning vil utgjøre et enkeltvedtak som kan påklages etter de alminnelige regler som gjelder for slike klager. Det vises til lovforslaget § 6-9 femte ledd.

I tilfeller der den tilbudspliktige beslutter nedsalg og offentliggjør dette gjennom melding, er det etter utvalgets oppfatning ikke behov for å

gi informasjon om nedsalget til ansatte. Derimot vil det være et klart behov for å informere ansatte i de (unntaks-)tilfeller der en melding om nedsalg endres til en melding om tilbud. Utvalget foreslår derfor en justering slik at det klart fremgår at plikten til å informere ansatte gjelder for de tilfeller der tilbyder skal fremsette et tilbud. Det vises til lovforslaget § 6-9 andre ledd.

Utvalget foreslår i utgangspunktet å videreføre gjeldende begrensinger med hensyn til utøvelse av rettigheter for en aksjeeier som ikke overholder sin tilbudsplikt i gjeldende vphl. § 6-8 femte ledd, for så vidt gjelder den tilbudspliktiges del av aksjene som overstiger den aktuelle tilbudspliktgrensen, i perioden frem til tilbud fremsettes eller nedsalg gjennomføres. Begrunnelsen for bestemmelsen er i korte trekk at en aksjeeier ikke bør ha adgang til å benytte stemmeretten knyttet til aksjer som overstiger tilbudspliktgrensen til å foreta disposisjoner over selskapet som kan være i strid med de øvrige aksjeeiernes interesse, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996–97) pkt. 9.2.16. Etter utvalgets syn bør imidlertid vedkommende ha alle aksjonærrettigheter i behold, dersom et flertall av de samtlige øvrige aksjonærene i selskapet kan samtykke til at aksjonærrettighetene likevel kan utøves. Det vises til lovforslaget § 6-9 sjette ledd.

Nedsalgsretten innebærer at den som har kommet i tilbudsplikt kan velge å selge den delen av aksjeholdningen som overstiger tilbudspliktgrensen. Utvalget mener at det bør presiseres i lovteksten at like regler gjelder for bortfall av tilbudsplikt gjennom salg for så vidt gjelder tilbudspliktgrensene på 1/3, 40% og 50%. Salget må redusere vedkommendes aksjeinnehav slik at det totale aksjeinnehavet ikke passerer den aktuelle tilbudspliktgrensen. Utvalget foreslår derfor å presisere at salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i reglene om tilbudsplikt og om gjentatt tilbudsplikt, jf. lovforslaget § 6-11 andre ledd første punktum. Når det gjelder etterfølgende erverv, foreslår utvalget å videreføre bestemmelsen om at salget kan begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet, jf. lovforslaget § 6-11 andre ledd andre punktum.

5.8 Dispensasjon fra frist for å fremsette pliktig tilbud

5.8.1 Gjeldende rett

Når tilbudsplikt er utløst, skal tilbyder fremsette tilbud uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 6-10

første ledd. Nærmere krav og regler knyttet til tilbudets innhold fremgår av bestemmelsene i vphl. §§ 6-10 flg., herunder at tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av tilbudsmyndigheten.

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt kan ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne, jf. vphl. § 6-20. Tilbudsmyndigheten kan etter vphl. § 6-22 iverksette tvangssalg dersom det ikke er fremmet tilbud og fristen for nedsalg er overskredet. Tilbudsmyndigheten kan også fremtvinge et tilbud ved bruk av dagmulkt, jf. vphl. § 21-1.

5.8.2 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 5 nr. 1 annet punktum at overtakelsestilbud skal fremsettes «så snart som mulig». For å være effektive bør reglene for overtakelsestilbud være fleksible og også kunne gjelde for nye situasjoner når de oppstår, og bør derfor gi mulighet for unntak og fritak, jf. direktivets fortale pkt. 6.

5.8.3 Svensk rett

Dersom tilbudsplikt utløses, skal det fremsettes et tilbud innen fire uker, jf. Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden kapittel 3 (Budplikt) § 2. Dersom det foreligger særlige grunner, kan Finansinspektionen etter søknad innvilge unntak fra bestemmelsene om budplikt, jf. Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden kapittel 7 (Tillsyn m.m.) § 5.

5.8.4 Dansk rett

Ved pliktige tilbud skal tilbyder snarest («hurtigst») mulig etter at tilbudsplikten er inntrådt offentliggjøre en meddelelse om dette, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 3 stk. 1, jf. § 20. Videre skal tilbydere snarest mulig og senest fire uker etter at tilbudsplikten er inntrådt, offentliggjøre et tilbudsdokument som oppfyller kravene i § 10, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 3 stk. 2. Finanstilsynet kan i særlige tilfeller dispensere fra bestemmelsen, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 29, jf. § 3.

5.8.5 Utvalgets vurdering

Utvalget har vurdert om det er behov for å innføre tilsvarende dispensasjonsadgang fra tidsfristen for

å fremsette pliktig tilbud som for frivillige tilbud, jf. pkt. 4.4. Det følger ingen særskilte regler om dette i direktivet. Det er mange andre land som har adgang til å gi dispensasjon fra tilbudspliktreglene basert på konkrete vurderinger. Etter det utvalget er kjent med, forekommer situasjoner der tilbyder har særlige utfordringer med å fremsette et pliktig tilbud innenfor fire uker fra tidspunktet da tilbudsplikten ble utløst. Dette kan for eksempel gjelde tilfeller der tilbyder har tilknytning til flere land og det pliktige tilbudet skal oppfylle utenlandske regler og godkjennes av utenlandske myndigheter. Utvalget mener det i særlige tilfeller vil være hensiktsmessig at tilbyder kan søke tilbudsmyndigheten om dispensasjon fra fristen til å fremsette pliktig tilbud innen fire uker fra tilbudsplikten ble utløst. Utvalget foreslår derfor å innføre en adgang for tilbudsmyndigheten til å gi dispensasjon fra fireukersfristen i særlige tilfeller, jf. lovforslaget § 6-12 første ledd siste punktum. Det forutsettes at tilbudsmyndigheten gjør en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. I vurderingen må det blant annet ses hen til hvorvidt formålet bak reglene gjør seg gjeldende og om fristen fremstår urimelig tyngende i overtakelsesprosessen. Tilbudsmyndighetens beslutning vil utgjøre et enkeltvedtak som kan påklages etter de alminnelige regler som gjelder for slike klager.

5.9 Tilbudsdokumentet

5.9.1 Gjeldende rett

Vphl. § 6-13 inneholder minstekravene til et tilbudsdokument. Bestemmelsen får tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud, jf. § 6-19 første ledd. Det følger av første ledd at den som har tilbudsplikt, skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet. I andre ledd opplistes en rekke forhold som det skal gis informasjon om i tilbudsdokumentet. Dette omfatter blant annet opplysninger om tilbyder, hvilke aksjer tilbudet gjelder, nærstående, tilbudspris, akseptfrist, finansiering av tilbudet og formålet med kontrollovertakelsen. Tilbudsdokumentet skal undertegnes av tilbyder, jf. tredje ledd.

5.9.2 EØS-rett

Det fremgår av direktivet art. 6 nr. 2 at tilbyder skal utarbeide og i god tid offentliggjøre et tilbudsdokument som inneholder de nødvendige opplysningene slik at innehaverne av målselska-

pets verdipapirer kan treffe en velbegrunnet beslutning om tilbudet. Før tilbudsdokumentet offentliggjøres, skal tilbyderen oversende det til tilsynsmyndigheten. Når det offentliggjøres, skal administrasjons- eller ledelsesorganet i målselskapet og tilbyderen oversende det til representantene for sine respektive arbeidstakere eller, dersom det ikke finnes slike representanter, til arbeidstakerne direkte.

5.9.3 Svensk rett

Det følger av lov om offentlige oppkjøpstilbud (2006:451) kapittel 2, § 3, at tilbyder innen fire uker fra tilbudet skal utarbeide et tilbudsdokument og søke Finansinspektionen om godkjenning av dokumentet. Om det foreligger særlig grunn, kan Finansinspektionen forlenge fristen. Reglene gjentas i Takeover-reglene pkt. II.6. Særlig grunn kan for eksempel foreligge i tilfeller der vederlaget skal bestå av nyutstedte aksjer eller et tilbud involverer utenlandske markeder, jf. kommentarer til Takeover-reglene pkt. II.6.

5.9.4 Dansk rett

Det følger av lov om kapitalmarkeder mv. § 48 første ledd at en tilbudsgiver skal utarbeide og offentliggjøre et tilbudsdokument som skal godkjennes av Finanstilsynet. Tilbudsdokumentet skal inneholde opplysninger som er nødvendige for at aksjeeierne kan ta stilling til tilbudet på et velinformert grunnlag, jf. andre ledd. Det er gitt nærmere regler om tilbudsdokumentets innhold i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 10. Tilbudsdokumentet skal godkjennes av Finanstilsynet før offentliggjøring kan skje, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 11.

5.9.5 Utvalgets vurdering

Etter utvalgets oppfatning foreligger det ikke behov for endringer i ordningen for kontroll av tilbud og tilbudsdokument. Utvalget foreslår derfor å videreføre gjeldende regler.

For så vidt gjelder tilbudsdokumentet, viser utvalget til at det har utviklet seg en praksis for at tilbyder utarbeider et skriftlig dokument på norsk eller engelsk. Etter utvalgets oppfatning er det ingen grunn til å innføre noen ytterligere formkrav til dokumentet.

Utvalget foreslår også å videreføre gjeldende krav til tilbudsdokumentets innhold. Etter det utvalget forstår, legger tilbudsmyndigheten i praksis mest vekt på oppfyllelse av hovedregelen i

vphl. § 6-13 første ledd om at tilbudsdokument skal gjengi tilbudet og gi riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet. Videre fokuserer tilbudsmyndigheten på at eventuelle betingelser for tilbudet skal være tydelig formulert og korrekt forklart slik at aksjeeierne har tilstrekkelig grunnlag for å vurdere tilbudet. Det forventes også at de konkrete kravene opplistet i vphl. § 6-13 andre ledd omtales i dokumentet.

Med bakgrunn i det utvalget vektlegger med hensyn til forholdet mellom bruk av lov og for-

skrift, mener utvalget at kravene til tilbudsdokumentets innhold bør plasseres i forskrift. I forlengelsen av dette foreslås en hjemmel til å i forskrift gi nærmere regler om pliktig tilbud, tilbudsperiode, aksept av tilbud, godkjenning og offentliggjøring av tilbud og tilbudsdokument. Forskriftshjemmelen foreslås inntatt i lovforslaget § 6-12 ledd. Bestemmelser knyttet til fremsettelse og gjennomføring av tilbudet og tilbudsdokumentet foreslås inntatt i forskriftsforslaget del II.

Kapittel 6

Enkelte fellesbestemmelser

6.1 Generelle informasjonskrav

6.1.1 Gjeldende rett

I vphl. § 6-8 første ledd er det gitt regler om at tilbyder skal gi melding til tilbudsmyndigheten og selskapet straks avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt er inngått og om at tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre slik melding. For frivillige tilbud fremgår det av vphl. § 6-19 at den som har fattet en beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud straks skal gi melding til tilbudsmyndigheten og selskapet, og at tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre slik melding. Utover dette er det ingen særlige regler eller krav etter gjeldende rett til hvilken informasjon som skal gis i melding om at det vil bli fremsatt frivillig eller pliktig tilbud, eller i hvilken grad tilbyder kan fravike uttalelser som er offentliggjort i børsmeldinger mv. Forbudene mot markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder i vphl. §§ 3-8 og 3-9 oppstiller imidlertid begrensninger for hvilken informasjon som kan gis i forbindelse med oppkjøpstilbud.

6.1.2 EØS-rett

Det følger av direktivets prinsipper nedfelt i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav d) at EØS-statene gjennom nasjonale regler om overtakelsestilbud skal sørge for at det ikke skapes kunstige markeder for verdipapirene i målselskapet, tilbyder eller annet selskap som berøres av tilbudet, på en slik måte at kursen stiger eller faller kunstig og markedenes normale funksjonsmåte forstyrres. Det følger videre av prinsippet i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav e) at målselskapets normale drift ikke må forstyrres lenger enn nødvendig som følge av et overtakelsestilbud. Prinsippene i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav d) og e) gjelder både frivillige og pliktige tilbud, jf. direktivet art. 2 nr. 1 bokstav a).

Det følger av direktivet art. 8 at EØS-statene skal påse at et tilbud offentliggjøres på en slik måte at det sikres åpenhet i markedet og integritet med hensyn til verdipapirene i målselskapet,

tilbyder eller annet selskap som er berørt av tilbudet, og forhindre offentliggjøring eller utbredelse av uriktige eller villedende opplysninger.

6.1.3 Svensk rett

Takeover-reglene inneholder enkelte generelle regler om hvordan tilbyder skal gi informasjon til markedet i forbindelse med fremsettelsen av et frivillig eller pliktig tilbud. Blant annet skal informasjon som offentliggjøres i anledning et planlagt eller fremsatt tilbud være korrekt, relevant og tydelig, og den skal ikke være villedende, jf. Takeover-reglene pkt. I.4.

6.1.4 Dansk rett

Tilbyder skal snarest («hurtigst») mulig etter at tilbudsplikt er inntrådt eller etter at tilbyder har besluttet å offentliggjøre et frivillig tilbud, offentliggjøre en melding om dette, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud §§ 3 og 4, se omtale i pkt. 4.4.4 og pkt. 5.8.4. Utover de spesifikke kravene knyttet til tilbudsprosessen, er det etter det utvalget forstår ingen generelle regler om informasjonsgivning etter dansk rett.

6.1.5 Utvalgets vurdering

Gjeldende rett inneholder ingen generelle krav til informasjon eller tilbyders uttalelser i forbindelse med pliktige og frivillige tilbud. Utvalget har vurdert om det er behov for nye krav til kommunikasjon og offentliggjøring av informasjon i forbindelse med overtakelsestilbud. Offentliggjøringen av et overtakelsestilbud vil normalt påvirke kursen for aksjene i målselskapet, og potensielt også kursen for aksjene i tilbyder og eventuelt andre selskaper berørt av tilbudet. Et overtakelsestilbud er videre av stor betydning for og stiller krav til målselskapets styre og ledelse, og det kan også potensielt påvirke målselskapets virksomhet. Etter utvalgets syn er det viktig at informasjon som gis til markedet om et frivillig eller pliktig til-

bud er korrekt og tilstrekkelig utfyllende, slik at markedet kan foreta en riktig prising av verdipapirer utstedt av målselskapet, tilbyder og eventuelt andre berørte aktører, og slik at de relevante aktørene kan innrette seg etter informasjonen.

Generelt vil offentliggjøring av vage intensjoner om å fremsette tilbud eller tilsvarende ikke være forenlig med disse hensynene. Det er mulig at aksjeeiere på et privatrettslig grunnlag vil kunne ha potensielle rettigheter overfor den som gjennom kommunikasjon til markedet har skapt en berettiget forventning om at et tilbud vil bli fremsatt, og som ikke innfrir den forventningen som er skapt. En melding om fremsettelse av et tilbud skal imidlertid ikke bare ivareta hensynet til de eksisterende aksjeeierne i målselskapet på tidspunktet for offentliggjøringen, men også hensynet til markedet generelt. Videre vil en eventuell privatrettslig prosess ikke kunne ivareta hensynet til markedets integritet som sådan.

Regler om markedsmanipulasjon i vphl. § 3-8 forbyr blant annet spredning av falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter. Reglene om markedsmanipulasjon er imidlertid i praksis forbeholdt tilfeller der noen uaktsomt eller med forsett manipulerer kursen på et finansielt instrument. Bestemmelsen dekker dermed ikke full ut behovet for transparent og utvetydig kommunikasjon rundt tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud og vilkårene for dette tilbudet, og den binder heller ikke tilbyder til å opptre i samsvar med det som har blitt kommunisert.

Regelen om god forretningsskikk i vphl. § 3-9 andre ledd gjelder ved henvendelser til allmennheten som inneholder tilbud om kjøp mv. og er i så måte tilpasset en tilbudssituasjon. Bestemmelsen kan imidlertid ikke håndheves av tilbudsmyndigheten. Heller ikke denne bestemmelsen har i praksis vist seg anvendelig for å sikre åpenhet og integritet i markedet i forbindelse med fremsettelse av overtakelsestilbud eller til å binde tilbyder til å opptre i samsvar med det som blir kommunisert.

Direktivet gir gjennom prinsippene i art. 3 uttrykk for at markedet i forbindelse med fremsettelsen av et overtakelsestilbud ikke utilbørlig må påvirkes på en måte som bidrar til at kursen på de berørte verdipapirer stiger eller faller på et kunstig vis og at markedenes normale funksjonsmåte forstyrres. Videre er det et grunnleggende prinsipp i direktivet at målselskapets normale drift ikke må forstyrres unødig som følge av et overtakelsestilbud. Etter direktivet art. 8 skal EØS-statene gjennom lovgivning sørge for at et tilbud offentliggjøres på en slik måte, at det sikres åpenhet i markedet og integritet med hensyn til verdi-

papirene i målselskapet, tilbyder, eller annet selskap som er berørt av tilbudet.

Utvalget er av den oppfatning at det er behov for å innføre regler som sikrer tilstrekkelig, riktig og relevant informasjonsgivning til markedet og målselskapet i forbindelse med frivillig eller pliktig tilbud, både de som er planlagt og de som er fremsatt. Tilsvarende gjelder for de beslutninger tilbyder eventuelt fatter om tilbudet og dets materielle innhold etter at et tilbud er meldt og offentliggjort. Regelen bør tilpasses frivillige og pliktige tilbud, og bør kunne håndheves av tilbudsmyndigheten.

I lys av dette foreslår utvalget å innføre en generell regel som stiller krav til at informasjon som offentligjøres om et planlagt eller fremsatt tilbud skal være korrekt, klar og ikke villedende. Bestemmelsen foreslås plassert innledningsvis i loven, jf. lovforslaget § 6-4. Kravet vil gjelde både frivillige og pliktige tilbud. Anvendelsesområdet for regelen er ment å være bredt, og det forutsettes at kravet gjelder for hele forberedelsesfasen og tilbudsprosessen.

Forslaget er ikke ment å hindre tilbyderen å opptre i samsvar med forbehold eller reservasjoner som er tydelig kommunisert. For frivillige tilbud er forslaget heller ikke tenkt å innebære en begrensning i adgangen til å sette vilkår for tilbudet. Regelen vil blant annet ha den konsekvens at tilbyder i meldingen om et betinget frivillig tilbud må være tydelig når det gjelder i hvilke tilfeller tilbyder kan avstå fra å fremsette et tilbud i samsvar med meldingen og videre at tilbyder er forpliktet til å handle i samsvar med det som er kommunisert i meldingen.

Tilbudsmyndigheten vil føre tilsyn med etterlevelsen av bestemmelsen, jf. pkt. 8.5 og pkt. 10.5.

6.2 Likebehandling

6.2.1 Gjeldende rett

Vphl. § 6-10 niende ledd oppstiller et likebehandlingsprinsipp. Det følger av bestemmelsen at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud. Dette innebærer at alle aksjeeiere i målselskapet som utgangspunkt må behandles likt når det gjelder de vesentlige forhold ved tilbudet, slik som pris, oppgjørsform, akseptperiode og oppgjørsfrist.

Bestemmelsen om likebehandling ble inntatt i vphl. 1997 § 4-10 niende ledd etter forslag fra Oslo Børs og etter inspirasjon fra børsforskriften 1994 § 7-2, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996–97) pkt. 9.2.1. Det er forutsatt i forarbeidene at ikke enhver forskjells-

behandling anses for å være i strid med bestemmelsen, jfr. Ot.prp. nr. 29 (1996–97) pkt. 9.2.1, der departementet blant annet uttalte:

«Departementet slutter seg til Oslo Børs forslag om en særskilt bestemmelse som gir tilbyder en generell likebehandlingsplikt i forbindelse med at det blir satt fram tilbud. I likhet med børsen anser departementet det vanskelig å fastsette noe kriterium i loven som kan sikre at ikke enhver uvesentlig forskjellsbehandling anses i strid med bestemmelsen. Børsforskriften § 7-2 inneholder allerede en generell likebehandlingsplikt ved frivillige tilbud. Børsen har ikke påpekt problemer knyttet til avgrensningen eller håndhevelsen av denne bestemmelsen. Departementet legger derfor til grunn at et generelt krav til likebehandling av aksjonærene ikke kan antas å medføre praktiske problemer.»

Likebehandlingsprinsippet kommer til uttrykk også i andre regler, for eksempel i vphl. § 5-14, som fastsetter den rettslige standarden om at utstedere av noterte verdipapirer er forpliktet til å likebehandle innehaverne. Det følger av vphl. § 5-14 første ledd at utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter, og at utsteder ikke må utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse. Vphl. § 5-14 gjennomfører bestemmelser om likebehandling i rapporteringsdirektivet art. 17 nr. 1 og 18 nr. 1. Det er inntatt tilsvarende likebehandlingsregler som i vphl. § 5-14 i Oslo Børs' regelverk, eksempelvis i Løpende forpliktelser pkt. 2.1. Også aksjelovene har bestemmelser som inneholder innslag av det aksjerettslige likhetsprinsippet, herunder misbruksnormene i aksjelovene § 4-1, jf. § 5-21 og §§ 6-28 flg.

6.2.2 EØS-rett

Det følger av prinsippet i direktivet art. 3 nr. 1 bokstav a) at ved gjennomføringen av direktivet skal EØS-statene påse at alle innehavere av verdipapirer som tilhører samme klasse i et målselskap må behandles likt. Dersom en person overtar kontrollen over et selskap, må dessuten de øvrige verdipapir innehaverne vernes. Direktivets likebehandlingsprinsipp ble av Verdipapir-markedslovutvalget ansett som gjennomført med daværende vphl. 1997 § 4-10 siste ledd, som ble

videreført som vphl. § 6-10 niende ledd, jf. NOU 2005: 17 pkt. 3.2.

6.2.3 Svensk rett

Ifølge Takeover-reglene pkt. II.10 skal tilbyder tilby alle eiere av aksjer med like vilkår et identisk vederlag per aksje. Dersom det foreligger særlige grunner for noen aksjeeiere, kan disse tilbys vederlag i annen form, men av samme verdi. Et eksempel på særlig grunn er ifølge kommentarene til bestemmelsen at enkelte aksjeeiere av juridiske eller tilsvarende årsaker kan være forhindret fra å motta vederlaget i den formen tilbyder planlegger å tilby. Takeover-reglene pkt. II.11 inneholder bestemmelser om behandling av eiere av aksjer med ikke like vilkår.

6.2.4 Dansk rett

Det er gitt regler om likebehandling i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud §§ 5 til 7. Tilbyder skal behandle alle aksjeeiere innenfor samme aksjeklasse likt, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 5. Tilbyder skal forhøye sitt tilbud til de øvrige aksjeeierne, dersom tilbyder etter at tilbudsdokumentet er godkjent, og før tilbudets avslutning, inngår avtaler med aksjeeiere eller andre om kjøp av aksjer i målselskapet, dersom avtalene er inngått på mer fordelaktige vilkår enn det som er tilbudt aksjeeierne i henhold til tilbudsdokumentet, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 6. Dersom tilbyder forbedrer tilbudet ved et tillegg til tilbudsdokumentet iht. § 24 stk. 1, skal aksjeeiere som allerede har akseptert det opprinnelige tilbudet gis de samme forbedrede vilkår som tillegget inneholder. Tilbyder er videre underlagt prinsippet om likebehandling i en periode på seks måneder etter meddelelse om tilbudets avslutning, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 7 stk. 1. Kompensasjonen skal være et kontant vederlag i samme valuta som tilbudet ble gjennomført i, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 7 stk. 2. Kompensasjonens størrelse fastsettes ut fra forskjellen mellom motytelsen i tilbudet og den motytelse som tilbyder etterfølgende har ervervet aksjer til.

6.2.5 Utvalgets vurdering

Likebehandling av aksjeeierne i målselskapet er et av de grunnleggende hensynene bak tilbudsreglene. Gjennom tilbudsprisen skal de aksjeeiere som ikke har solgt sine aksjer sikres lik mulighet til å ta del i den oppkjøpspremie som tilbyder har

betalt til de aksjeeiere som har solgt sine aksjer, for å skaffe seg kontroll. Utvalget slutter seg i utgangspunktet til gjeldende prinsipper for likebehandling ved tilbud, men foreslår noen utvidelser og endringer.

Som nevnt er det i forarbeidene uttalt at ikke enhver forskjellsbehandling anses for å være i strid med bestemmelsen. Utvalget er enig i at det kan forekomme forhold som kan begrunne forskjellsbehandling av aksjeeiere i forbindelse med tilbud. Utvalget mener forskjellsbehandling bør kunne aksepteres dersom det foreligger tilstrekkelig saklig grunn. Det bør imidlertid stilles strenge krav til hvilke saklige grunner dette kan være, for å sørge for at det opprettholdes et akseptabelt nivå på likebehandlingen og at hensynene som ligger til grunn for likebehandlingsprinsippet ikke uthules eller forringes. Hvilke forhold dette vil være, må nødvendigvis bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfelle. Videre tilsier saklighetskriteriet at forskjellsbehandlingen må være forholdsmessig, blant annet veies opp mot ulemper for dem som blir berørt.

Etter utvalgets oppfatning bør det ikke innføres en ordning der tilbudsmyndigheten skal forhåndsgodkjenne hvilke grunner som er saklige. Det vil således i utgangspunktet være opp til den enkelte tilbyder å vurdere dette. Tilbudsmyndigheten vil imidlertid kunne gi veiledning og gripe inn ved uhensiktsmessig opptreden.

Etter dagens ordlyd er likebehandlingsprinsippet for tilbud knyttet til «fremsettelse av tilbud», jf. vphl. § 6-10 niende ledd. Fra hvilket tidspunkt likebehandlingsprinsippet kommer til anvendelse har vært gjenstand for diskusjon. I praksis er bestemmelsen forstått slik at likebehandlingsplikten inntreffer først ved fremsettelse av tilbud. Det vises blant annet til Børsklagenemndens sak 1/2010 (Telecomputing ASA), der det ble uttalt at likebehandlingsprinsippet i vphl. § 6-10 niende ledd gjelder fra det tidspunkt tilbudet fremsettes.

Etter utvalgets oppfatning bør likebehandlingsplikten inntreden ikke være knyttet til fremsettelse av tilbud. Dette fremstår som en uhensiktsmessig begrensning av likebehandlingsplikten, som etter utvalgets oppfatning skal ligge til grunn for alle forhold i tilknytning til tilbudet. For å klargjøre at likebehandlingsprinsippet gjelder for alle forhold i tilknytning til det aktuelle tilbudet, uten at det er noen konkrete begrensninger i tid, forslår utvalget at uttrykket «fremsettelse av tilbud» erstattes med en mer generell ordlyd i form av «i tilknytning til tilbudet». Etter dette vil det ikke lenger være noen tvil om at tilbyder plikter å likebehandle aksje-

eierne også i perioden før tilbudet fremsettes, såfremt det gjelder forhold som har tilknytning til tilbudet. Forslaget vil blant annet innebære at tilbyder ikke kan inngå spesialavtaler som gir enkelte aksjeeiere en fordel eller en annen oppgjørsform enn hva som tilbys til de øvrige aksjeeierne, med mindre det foreligger saklig grunn til forskjellsbehandling.

Utvalget mener likebehandlingsprinsippet og adgangen til saklig forskjellsbehandling bør fremgå klart av loven. I forlengelsen av det som er sagt ovenfor om likhetsprinsippet utstrekning i tid, mener utvalget bestemmelsen må gjelde generelt for tilbudsprosessen. Det foreslås at bestemmelsen plasseres innledningsvis i loven, jf. lovforlaget § 6-3.

Dersom tilbyder i tilbudsperioden erverver aksjer på vilkår som er mer fordelaktig enn tilbudsprisen som tilbys i et frivillig eller pliktig tilbud, skal tilbyder som et minimum tilby samme fordelaktige vilkår til alle øvrige aksjeeiere i samme aksjeklasse. Tilsvarende må gjelde dersom tilbyder inngår avtaler med aksjeeiere som tilsier at de får mer fordelaktige vilkår enn tilbudsprisen.

Utvalget har vurdert om likebehandlingsprinsippet bør gis anvendelse også i en periode etter at tilbudet er gjennomført, slik at tilbyderen pålegges å kompensere akseptanter dersom tilbyder i en periode etter tilbudet erverver aksjer til høyre priser. Etter utvalgets syn har det ikke fremkommet tilstrekkelige grunner til at det bør innføres slike regler nå.

6.3 Rett til å trekke aksept ved konkurrerende tilbud

6.3.1 Gjeldende rett

Vphl. § 6-12 inneholder regler av betydning for tilbyders adgang til å fremsette nytt tilbud dersom et konkurrerende tilbud fremsettes i løpet av tilbudsperioden eller tilbyder av andre årsaker har behov for å fremme et nytt tilbud. Etter bestemmelsens første ledd har tilbyderen før tilbudsperiodens utløp adgang til å fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av tilbudsmyndigheten. Tilbyder må i så fall utarbeide et endringsdokument som gjengir endringen i tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning for vurderingen av tilbudet, som må godkjennes av tilbudsmyndigheten, jf. Børssirkulære 9/2012. Begrensninger i målselskapets handlingsfrihet i vphl. § 6-17 vil gjelde tilsvarende for det nye tilbudet.

Dersom tilbyder fremsetter nytt tilbud har selskapets aksjeeiere rett til å velge mellom tilbudene, jf. vphl. § 6-12 første ledd annet punktum. Dette innebærer at en aksjeeier som allerede har akseptert det første budet blir fri fra sin aksept forutsatt at vedkommende aksepterer det andre budet fra samme tilbyder. Akseptanten har ikke tilsvarende adgang til å trekke seg fra inngitt aksept dersom det fremmes et konkurrerende tilbud. Det er derfor ikke uvanlig praksis at aksjeeiere venter til siste dag i tilbudsperioden med å akseptere. Videre er det i praksis ikke uvanlig at forhåndsaksepter utformes slik at aksjeeieren ikke er bundet av sin forhåndsaksept dersom det fremsettes et konkurrerende tilbud. Dersom det fremsettes nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp, jf. vphl. § 6-12 andre ledd.

Bestemmelsene i vphl. § 6-12 får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det, jf. vphl. § 6-19 første ledd. Anvendelsen av vphl. § 6-12 i frivillige tilbud ble innført i siste lovrevisjon. Begrunnelsen var at behovet for fristforlengelse ved nytt tilbud eksisterer også ved frivillige tilbud, jf. NOU 2005: 17 pkt. 9.4.3.

Verdipapirhandeloven inneholder ingen rett for aksjeeieren til å trekke en inngitt aksept dersom det fremsettes et konkurrerende tilbud i tilbudsperioden. Loven inneholder heller ingen regler som gir tilbyder rett til å tilbakekalle sitt tilbud dersom det fremsettes konkurrerende tilbud.

6.3.2 EØS-rett

Det fremgår av direktivet art. 13, jf. fortalen pkt. 22, at EØS-statene skal fastsette regler for framgangsmåten ved tilbud, med hensyn minst til (a) utløp av tilbud, (b) endring av tilbud, (c) konkurrerende tilbud, (d) offentliggjøring av utfallet av tilbud og (e) tilbudenes ujenkallelighet og de tillatte betingelsene. Art. 13 gjelder både frivillige og pliktige tilbud. Utover at direktivet angir at det «minst» skal fastsettes regler om «konkurrerende tilbud», inneholder direktivet ingen nærmere krav til innholdet i slike regler, jf. tilsvarende i NOU 2005: 17 pkt. 12.1.

6.3.3 Svensk rett

I utgangspunktet er tilbydere bundet av sitt tilbud, og tilbydere har ikke rett til å tilbakekalle et fremsatt tilbud, jf. Takeover-reglene pkt. II.5 første ledd. I andre ledd gjøres to unntak fra dette

utgangspunktet. For det første kan tilbyderen trekke tilbake tilbudet dersom det for gjennomføringen av tilbudet er tatt forbehold om oppnåelsen av en viss aksept av tilbudet og det er klart at vilkåret ikke er oppfylt eller kan oppfylles. For det andre kan tilbudet trekkes dersom tilbyderen har satt et annet vilkår for tilbudets gjennomføring og det fremstår klart at dette vilkåret ikke oppfylles eller kan oppfylles og dette vilkåret er av vesentlig betydning for tilbyders erverv av målselskapet. Dersom tilbyder beslutter å tilbakekalle tilbudet i medhold av annet ledd, skal dette offentliggjøres umiddelbart.

Aksjeeiere som har akseptert et overtakelsestilbud er i utgangspunktet bundet av sin handling, jf. Takeover-reglene pkt. II.8 første ledd. Dersom tilbyder har satt vilkår som tilbyder har rett til å frafalle, kan aksjeeierne trekke sine aksepterte frem til tilbyder offentliggjør at alle vilkår er oppfylte eller inntil tidspunktet som er opplyst i tilbudet som frist for aksept er utløpt (jf. Takeover-reglene pkt. II.8 første og andre ledd). Dersom det offentliggjøres et tillegg til tilbudsdokumentet (jf. Takeover-reglene pkt. II.6 andre ledd), har aksjeeiere rett til å tilbakekalle inngitt aksept innen minst 5 arbeidsdager fra offentliggjøringen, jf. Takeover-reglene pkt. II.8 femte ledd. Tilbakekallsretten skal opplyses i tillegget.

Målselskapet kan ikke forplikte seg til noe tilbudsrelatert arrangement overfor tilbyderen, jf. Takeover-reglene pkt. II.17a første ledd.

6.3.4 Dansk rett

Det er gitt regler om konkurrerende tilbud i Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 25. Meddelelse om et konkurrerende tilbud offentliggjøres før utløpet av tilbudsperioden for det eller de allerede foreliggende tilbud, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 25 stk. 1. Videre er det presisert at bestemmelsene i bekendtgørelsen får tilsvarende anvendelse for konkurrerende tilbud.

Tilbudsperioden for det opprinnelige tilbudet forlenges automatisk til utløpet av tilbudsperioden på det konkurrerende tilbudet, med mindre tilbyder for så vidt gjelder frivillige tilbud tilbakekaller tilbudet, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 25 stk. 2. Den automatiske forlengelsen av den opprinnelige tilbudsperiode eller tilbakekallet skal offentliggjøres.

Aksjeeiere som har akseptert tilbudet fra den opprinnelige tilbyder kan i tre hverdager etter offentliggjøring av det konkurrerende tilbudsdokumentet tilbakekalle sin aksept, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 25 stk. 3. Tilbake-

kallsadgangen ved konkurrerende tilbud skal omtales i tilbudsdokumentet, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 10 stk. 6 nr. 2.

6.3.5 Utvalgets vurdering

Tilbudsreglene i vphl. kapittel 6 inneholder ingen regler som gjelder direkte for konkurrerende tilbud. Konkurrerende tilbud skal fremsettes i henhold til de alminnelige regler for tilbud. Enkelte regler i loven har likevel nær sammenheng med konkurrerende tilbud, eksempelvis reglene om fremsettelse av nytt tilbud i tilbudsperioden i vphl. § 6-12. Det kan reises spørsmål om direktivet art. 13, som forutsetter regler for framgangsmåten ved tilbud, herunder minst med hensyn til blant annet (c) konkurrerende tilbud, tilsier at det bør innføres en særskilt regulering av konkurrerende tilbud i norsk rett. I den forbindelse viser utvalget til Verdipapirmarkedslovutvalgets vurdering av gjennomføringen av direktivet art. 13, jf. NOU 2005: 17 pkt. 12.3 (som er beskrevet i denne utredningen pkt. 4.5.5). Utvalget legger til grunn at det er et handlingsrom ved den nasjonale gjennomføringen av direktivet art. 13 bokstav c). Utvalget viser i likhet med Verdipapirmarkedslovutvalget til at direktivbestemmelsen er lite konkret og at det ut i fra ordlyden ikke er klart hvilket innhold den er ment å ha. Utvalget har likevel vurdert enkelte særlige problemstillinger som kan oppstå i tilknytning til konkurrerende tilbud, jf. nedenfor.

Aksjeeiere som har akseptert et frivillig tilbud anses, med forbehold om situasjoner der tilbyder endrer sitt eget bud, bundet av sin aksept selv om en konkurrerende tilbyder i løpet av tilbudsperioden og etter at aksjeeieren har gitt sin aksept, fremsetter et tilbud. Utvalget mener det er viktig å legge til rette for at aksjeeierne har mulighet til å akseptere konkurrerende tilbud. Utvalget har derfor vurdert hvilke tiltak som er aktuelle for dette formålet. Videre har utvalget vurdert om det bør innføres tiltak for å få aksjeeiere til å inngi sin aksept på et tidligere tidspunkt enn siste dag i tilbudsperioden.

Utvalget foreslår å innføre en rett for aksjeeierne til å tilbakekalle sine aksepter i en periode på tre handelsdager (hverdager) etter at et konkurrerende tilbud er fremsatt og offentliggjort, forutsatt at dette skjer i løpet av tilbudsperioden for det opprinnelige (første) tilbudet. Forslaget om tilbakekallsrett er et stykke på vei utformet etter mønster av retten til å tilbakekalle aksepter (tegninger) i prospektpliktige tilbud, jf. vphl. § 7-21, men blant annet med den forskjell at det her foreslås en noe lengre tidsperiode for retten til å

trekke aksepten. Fristen på tre handelsdager regnes fra tidspunktet tilbudsdokumentet for det konkurrerende tilbudet blir offentliggjort. Tilbakekallsretten i tre handelsdager vil bare gjelde dersom konkurrerende tilbud fremsettes i tilbudsperioden til det opprinnelige tilbudet. Retten til å trekke aksepten vil gjelde selv om tilbudsperioden for det opprinnelige tilbudet skulle utløpe i løpet av perioden på tre dager for tilbakekall. Dersom et konkurrerende tilbud fremsettes mindre enn tre dager før tilbudsperioden utløper, må tilbyder offentliggjøre resultatet som foreligger, straks etter at tilbudsperioden er utløpt, altså før tilbakekallsfristen er utløpt, og samtidig gi en beskrivelse av den foreliggende retten til tilbakekall slik at markedet har grunnlag for å forstå den konkrete situasjonen og risikoen for at akseptgraden blir redusert. Etter at tilbakekallsretten er utløpt, må tilbyder på nytt offentliggjøre det endelige resultatet av tilbudet.

Bestemmelsen om rett til å trekke inngitt aksept ved konkurrerende tilbud foreslås inntatt i forskrift, jf. forskriftsforslaget § 6-8.

6.4 Endring av tilbud

6.4.1 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 6-12 at tilbyderen kan fremsette nytt tilbud før tilbudsperiodens utløp dersom tilbudet blir godkjent av tilbudsmyndigheten. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene. Fremsettes nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp.

Tilbudsmyndigheten skal godkjenne tilbud og tilbudsdokument utarbeidet i forbindelse med frivillige og pliktige tilbud, jf. vphl. § 6-14, samt for øvrig påse at reglene i vphl. kapittel 6 overholdes av tilbyder og målselskap gjennom prosessen.

Det er ikke fastsatt særlige regler i verdipapirhandeloven om endringer av tilbud. Oslo Børs har etablert en fast praksis for at børsen i egenkap av å være tilbudsmyndighet skal godkjenne endringer og dokumentet som tilkjenner endringen, jf. Børssirkulære 9/012. Det fremgår av sirkulæret at eventuelle endringer må ha grunnlag i vilkårene for det opprinnelige tilbudet som ble fremsatt, for eksempel ved at det er tatt forbehold om å forlenge tilbudsperioden en eller flere ganger inntil lovens yttergrenser på seks og ti uker. Videre må endringer av tilbudet fremmes innenfor tilbudsperioden. Det skal utarbeides et endringsdokument som gjengir endringen i tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om

forhold av betydning for vurderingen av tilbudet. Når det gjelder slike opplysninger, må tilbyder vurdere om det foreligger nye opplysninger i forhold til situasjonen som forelå da det opprinnelige tilbudet ble fremmet. Tillegg til tilbudsdokument kan offentliggjøres gjennom informasjonssystemet til Oslo Børs. Oslo Børs har videre varslet at det vil påløpe gebyr ved godkjenning av endringer i tilbud og tillegg til tilbudsdokumenter.

6.4.2 EØS-rett

I direktivets fortale pkt. 22 fremgår det at EØS-statene bør fastsette regler blant annet for tilbydere rett til å endre tilbudet. Det følger av direktivet art. 13 at EØS-statene skal fastsette regler for framgangsmåten ved tilbud, minst med hensyn til blant annet endring av tilbud, jf. art. 13 bokstav b). Art. 13 gjelder både frivillige og pliktige tilbud.

6.4.3 Svensk rett

Takeover-reglene pkt. II.9 inneholder regler om revidering av et fremsatt tilbud. Tilbyderen kan endre vilkårene i et fremsatt tilbud dersom tilbudet ved endringen blir mer gunstig for aksjeeierne og det etter endringen gjenstår minst to uker av akseptfristen. Dette er ikke til hinder for at tilbyderen justerer verdien av vederlaget i lys av utbetalt utbytte eller annen verdioverføring fra tilbyder i tilbudsperioden dersom det er opplyst om en slik reservasjon i tilbudet. Ifølge Takeover-reglene pkt. II.7 kan akseptfristen forlenges dersom tilbyder har forbeholdt seg retten til å gjøre det.

6.4.4 Dansk rett

Det er gitt regler om endring av tilbud i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 24. Tilbyder kan innen fristen oppstilt i § 31 stk. 3 (som angir frister knyttet til at tilbyder senest 18 timer etter utløpet av tilbudsperioden offentliggjør en melding om hvorvidt tilbudet forlenges eller avsluttes) endre vilkår i tilbudet hvis det er tale om forbedring, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 24 stk. 1. Ved forbedringer skal tilbyder utarbeide et tillegg til tilbudsdokumentet som skal godkjennes av Finanstilsynet og offentliggjøres, jf. § 20.

Ved frivillige tilbud kan tilbyder frafalle eller redusere fastsatte betingelser ved et tillegg til tilbudsdokumentet, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 24 stk. 2. Tilbudet skal godkjennes av Finanstilsynet og offentliggjøres, jf. § 20. Dersom det skjer endringer i henhold til stk. 1 og

2 innen de to siste ukene i tilbudsperioden, forlenges tilbudsperioden slik at den utløper 14 dager etter offentliggjørelsen av tillegget, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 24 stk. 3 første punktum. Den samlede tilbudsperioden må ikke overstige henholdsvis 10 uker, jf. § 9 stk. 1, eller 9 måneder, jf. § 9 stk. 3. Forlengelsen til 9 måneder omhandler forlengelse av tilbudsperioden ut over 10 uker med hensyn til myndighetsgodkjenning, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 24 stk. 3 andre punktum.

Det følger av Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 11 at dersom det innenfor tilbudsperioden skal skje vesentlige endringer i opplysningene som er gitt i tilbudsdokumentet, som ikke kan anses som forbedringer iht. § 24 stk. 1, og endringene er nødvendige for at aksjeeierne kan danne seg en velbegrunnet vurdering av tilbudet, skal tilbyder hurtigst mulig offentliggjøre en meddelelse om dette.

6.4.5 Utvalgets vurdering

I utgangspunktet vil en tilbyder være bundet av de vilkår som er angitt i et fremsatt tilbud. Tilbyder kan av flere grunner ha behov for å endre vilkårene for tilbudet i løpet av tilbudsperioden. De mest aktuelle endringene er å forlenge tilbudsperioden eller å øke tilbudsprisen.

Som nevnt ovenfor har Oslo Børs i egenskap av å være tilbudsmyndighet etablert en praksis for godkjenning av endringer og endringsdokument ved endringer av vilkår i fremsatte tilbud. Etter det utvalget er kjent med fungerer denne praksisen godt. Etter utvalgets oppfatning er det hensiktsmessig at denne praksisen forankres i lovverket. Utvalget foreslår derfor en hjemmel for at tilbudsmyndigheten kan treffe vedtak om endring av et tilbud. Utvalget presiserer at det kun er endringer som gjør tilbudet mer gunstig for aksjeeierne som kan aksepteres. Vurderingen av hvorvidt endringene er mer gunstige, må skje konkret og for hvert enkelt vilkår. Videre mener utvalget at tilbyder må ha tatt konkret forbehold om hvilke endringer som kan bli aktuelle. Det vil være opp til tilbudsmyndigheten å vurdere hva som er en tillatt endring i det enkelte tilfellet og om det er tatt nødvendig forbehold om endringen. I og med at det foreslås en kodifisering av praksis, vil etablert praksis være av betydning for praktiseringen og forståelsen av den foreslåtte bestemmelsen.

Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre vedtak om endring. Vedtaket vil utgjøre et enkeltvedtak som vil kunne påklages etter de alminnelige regler som gjelder for slike klager. Tilbyder må

også offentliggjøre endringen av tilbudet. Det forutsettes at offentliggjøring skjer på samme måte som melding om tilbud. Bestemmelsen foreslås inntatt i forskrift, jf. forskriftsforslaget § 6-9.

Utvalget foreslår å oppheve bestemmelsen i gjeldende vphl. § 6-12 om nytt tilbud. Etter det utvalget er kjent med er bestemmelsens innhold uklar og bestemmelsen har sjelden eller aldri blitt benyttet i praksis.

6.5 Avtaler mellom tilbyder og målselskap

6.5.1 Gjeldende rett

I tilbudsdokumentet skal det særskilt angis hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen og styrende organer i målselskapet før fremsettelsen av tilbudet, jf. vphl. § 6-13 andre ledd nr. 10. Kravet har nær sammenheng med styrets uttalelse om tilbudet etter vphl. § 6-16, som bygger på at målselskapet skal opptre uavhengig av tilbyderen. Dersom kontakten mellom tilbyderen og selskapet har vært så tett at tilbudet anses fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør tilbudsmyndigheten hvem som skal avgi uttalelsen på vegne av målselskapet, jf. vphl. § 6-16 fjerde ledd. Vphl. § 6-17 setter begrensninger for hvilke tiltak målselskapet kan gjennomføre etter at selskapet er underrettet om at et tilbud skal fremsettes og frem til tilbudsperioden er utløpt og resultatet av tilbudet er klart. Reglene gjelder også for frivillige tilbud, jf. vphl. § 6-19 første ledd. Utover dette inneholder verdipapirhandelloven ingen særlige regler med hensyn til målselskapets adgang til å forplikte seg overfor tilbyder i avtaler, mv.

6.5.2 EØS-rett

Direktivet art. 9 nr. 2 og nr. 3 oppstiller begrensninger i styrets handlefrihet fra det tidspunkt målselskapet mottar melding om tilbudet, og frem til resultatet av tilbudet er offentliggjort eller tilbudet bortfaller. Begrensningene gjelder både ved pliktige og frivillige tilbud. Utover dette inneholder direktivet ingen særlige regler med hensyn til målselskapets adgang til å forplikte seg overfor tilbyder i avtaler, mv.

6.5.3 Utvalgets vurdering

Etter det utvalget erfarer, er det blitt mer vanlig at tilbyderen før et tilbud fremsettes krever at målselskapet skal påta seg visse forpliktelser overfor

tilbyderen. Dette forekommer typisk gjennom avtaler mellom tilbyder og styret på vegne av målselskapet som omhandler for eksempel betingelser for forhåndsaksepter, anbefaling fra styret i målselskapet, taushetsplikt, eksklusivitet, rett til å motsvare et konkurrerende tilbud og/eller rett for tilbyder til økonomisk kompensasjon dersom styret trekker sin anbefaling («break fee»). Slike betingelser kan bidra til å vanskeliggjøre eller hindre tilbud fra andre tilbydere, og kan således være problematisk med hensyn til målselskapets ansvar for å opptre i aksjeeiernes interesse og aksjeeiernes egne rettigheter i en oppkjøpssituasjon. Etter det utvalget erfarer, er slike avtaler mest vanlig ved frivillige tilbud, men forekommer også ved pliktige tilbud. Ut fra hensynet til å beskytte målselskapets interesser og aksjeeiere, har utvalget vurdert om det er behov for nærmere regulering av avtaler mellom tilbyder og målselskap.

Det er gitt enkelte anbefalinger knyttet til begrensninger for målselskapets inngåelse av avtaler om økonomisk kompensasjon dersom tilbudet ikke gjennomføres («break fee») i Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse («NUES») pkt. 14 om selskapsovertakelse. I punktet fremgår det blant annet at avtaler med tilbyder om å begrense selskapets mulighet til å fremskaffe andre tilbud på selskapets aksjer og avtaler om kompensasjon til tilbyder hvis tilbudet ikke gjennomføres bare bør inngås når det åpenbart kan begrunnes i selskapets og aksjeeiernes felles interesse. Det samme gjelder avtaler om kompensasjon til tilbyder hvis tilbudet ikke gjennomføres. Videre fremgår det at eventuell kompensasjon bør være begrenset til de kostnadene tilbyder har ved fremsettelsen av budet. Utover at styret skal gi en samlet årlig redegjørelse for etterlevelsen av NUES på bakgrunn av et «følg eller forklar»-prinsipp, er det ingen rettslige konsekvenser av manglende oppfyllelse av anbefalingene.

Etter utvalgets erfaring er det så langt ikke avdekket utfordringer med gjeldende praksis knyttet til transaksjonsavtaler eller tilsvarende bindinger mellom tilbyder og målselskapet som er av slik art og omfang at det tilsier et behov for å regulere dette. Utvalget er imidlertid opptatt av at behovet for regulering kan endre seg ettersom markedet og markedspraksis stadig endres. Utvalget foreslår derfor at det innføres forskriftshjemmel som gir grunnlag for å regulere avtaler mellom tilbyder og målselskapet i forskrift. Forskriftshjemmelen foreslås inntatt i lovforslaget § 6-18.

Kapittel 7

Tvungen overføring mv.

7.1 Gjeldende rett

Fra 2008 ble det med bakgrunn i direktivet art. 15 og 16 innført særlige regler om tvungen overføring og innløsningsrett i vphl. § 6-22, jf. NOU 2005: 17 pkt. 13 og Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 30. Før lovendringen var tilbyderer etter å ha gjennomført frivillig tilbud som førte til eierskap på mer enn 90 % av aksjene og stemmene i målselskapet, og derfor hadde rett til tvungen overføring av de resterende aksjene, likevel pålagt å fremme et pliktig tilbud, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.17. Det var tidligere lagt til grunn at tvungen overføring først kunne gjennomføres etter at tilbudsperioden for det pliktige tilbudet var løpt ut. Oslo Børs la imidlertid i praksis til grunn at tvungen overføring ville kunne besluttes og gjennomføres umiddelbart etter fremsettelse av et pliktig tilbud, jf. Vedtak og uttalelser 2000 s. 90–95 og NOU 2005: 17 pkt. 13.2.

Samtidig med lovendringen i 2008 ble det tilføyd et nytt syvende ledd i asal. § 4-25, der det fremgår at det gjelder særlige regler i vphl. § 6-22 ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillige tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 6. Det er antatt at vphl. § 6-22 for sitt område er en særregel i forhold til allmennaksjeloven, og setter på enkelte punkter til side reglene der, jf. Aarbakke m. fl.: Aksjeloven og allmennaksjeloven Lovkommentar (2017) s. 1070.

De selskapsrettslige regler om tvungen overføring av aksjer i datterselskaper mv. fremgår i asal. § 4-25. Etter bestemmelsen kan en aksjeeier som eier ni tideler eller mer av aksjene i et allmennaksjeselskap og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen overta de øvrige aksjene, jf. første og sjette ledd. Retten til å kreve tvungen overføring av aksjer gjelder generelt, ikke bare i tilknytning til tilbud til samtlige aksjeeiere. Løsningssummen fastsettes, i mangel av minnelig overenskomst eller aksept av tilbud etter asal. § 4-25 tredje ledd, ved skjønn som normalt vil være på hovedaksjeeierens kostnad. I henhold til rettspraksis, jf. blant

annet Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods ASA), legges aksjenes virkelige verdi til grunn ved beregning av innløsningssummen. Når hovedaksjeeier har truffet beslutning om å overta aksjene, overføres aksjene i selskapet til hovedaksjeeierens VPS-konto. Samtidig skal hovedaksjeeieren innbetale det samlede tilbudsbeløpet på særskilt konto i en bank, jf. asal. § 4-25 femte ledd. Også hver av de øvrige aksjeeierne har under nevnte vilkår rett til å kreve at aksjeeier som eier ni tideler eller mer av aksjene i et allmennaksjeselskap og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen overtar aksjene, jf. asal. § 4-25 første ledd annet punktum, jf. sjette ledd.

Det følger av vphl. § 6-22 første ledd at dersom tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud har ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, kan tilbyder beslutte overføring av de øvrige aksjer i henhold til asal. § 4-25. Gjenstående aksjeeiere har tilsvarende rett til å kreve at tilbyder overtar aksjene. Det er således kumulative vilkår om ni tideler av stemmene og den stemmeberettigede aksjekapitalen, hvilket er noe forskjellig fra vilkårene for tvungen overføring i asal. § 4-25 der det som nevnt er krav om at vedkommende eier ni tideler eller mer av aksjene og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Dette vil ha betydning dersom det i målselskapet er aksjer uten stemmerett eller der det er ulik stemmevekt mellom de stemmeberettigede aksjene i målselskapet.

I vphl. § 6-22 andre ledd er det angitt en premissjon om innløsningssummens størrelse i form av at tilbudsprisen skal legges til grunn dersom tvungen overføring finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen, med mindre særlige grunner tilsier en annen pris, jf. vphl. § 6-22 andre ledd. Når det gjelder hvilke særlige grunner som kan tilsi en annen pris er det i forarbeidene uttalt blant annet følgende, jf. NOU 2005: 17 pkt. 13.3, som departementet sluttet seg til i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 30.5:

«Utvalget understreker at det er tale om en presumsjonsregel i den forstand at den gjelder med mindre særlige grunner tilsier noe annet. Eksempel på forhold som kan tilsi at tilbudsprisen fravikes, kan være at det har skjedd vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført til tvungen innløsning ble erklært. Det kan også forekomme at overtakelsestilbudet ikke vil kunne anses som en reell «take-over»-situasjon f.eks. fordi de fleste aksjeeiere som aksepterte tilbudet var nærstående av tilbyder, eller fordi overtakelsestilbudet ikke utgjorde kontrollskifte fordi tilbudsgrensen var passert tidligere på en måte som ikke utløste tilbudspålegg ved passering av tilbudspåleggsgrensen, men først ved etterfølgende erverv, jf vphl. § 4-6. Dersom presumsjonen avbevises, vil verdsettelsesprinsippene følge alminnelige regler. Utvalget antar imidlertid at presumsjonsregelen vil gi noe klarere forutberegnelighet for aksjeeierne og således redusere behovet for omstendelige skjønnsprosedyrer. Utvalget bemerker at presumsjonsregelen kan påberopes både av tvangsinnløser og av aksjeeierne. Presumsjonsregelen vil også kunne få betydning for saksomkostningsspørsmålet. Utgangspunktet etter asal § 4-25 (2) er at tvangsinnløser dekker saksomkostningene ved skjønnet. Dersom særlige grunner taler for det, kan det imidlertid bestemmes at utgiftene helt eller delvis skal dekkes av den annen part. Utvalget legger til grunn at det forhold at man har nektet å akseptere tvangsinnløsning til en kurs tilsvarende tilbudsprisen, etter omstendighetene vil kunne være en slik særlig grunn som medfører at de tvangsinnløste aksjeeiere helt eller delvis må dekke saksomkostningene ved skjønnet.»

Dersom det foreligger særlige grunner slik at presumsjonen ikke benyttes, skal verdsettelsen følge normale regler som er utviklet gjennom praksis i tilknytning til aksjelovene. Utover prispresumsjonen vil etablerte prinsipper for beregning av det aktuelle selskapets verdi ligge til grunn for verdivurderingen.

Det følger av vphl. § 6-22 tredje ledd at en tilbyder på visse vilkår kan gjennomføre tvungen overføring uten at det først må fremsettes et pliktig tilbud. Dette kan skje dersom følgende vilkår er oppfylt: (1) tvungen overføring iverksettes senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført, (2) løsningssummen tilsvarende minst det laveste beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud, og (3) det stilles tilsvarende

garanti som ved fremsettelse av pliktig tilbud etter § 6-10 syvende ledd. Allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd gjelder ikke i den utstrekning det er stilt slik garanti. Oslo Børs har i egenskap av å være tilbudsmyndighet etablert en praksis med å kontrollere om vilkårene i tredje ledd er oppfylte. Tilbyder må i den forbindelse besvare enkelte kontrollspørsmål knyttet til pris og transaksjoner, samt oversende utkast til garantidokument for kontroll. Før tilbudsmyndigheten kan godkjenne at vilkårene er oppfylt, må tilbyder ha oversendt dokumentasjon på at tilbyder eier mer enn 90 % av aksjene i målselskapet (dvs. utskrift fra VPS), bekreftet kopi av styrevedtaket om tvungen overføring samt underskrevet garanti fra banken. Tilbyder må videre bekrefte at iverksettingstidspunktet for tvungen overføring er senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført.

Fra tilbudsmyndighetens side er det presisert at vphl. § 6-22 ikke i seg selv gir hjemmel eller grunnlag for tvungen overføring for selskaper etablert utenfor Norge. Adgangen til tvungen overføring i forhold til slike selskaper vil bero på nasjonal rett (selskapsstatuttet) for det aktuelle målselskapet.

7.2 EØS-rett

Det er gitt regler om tvungen overføring og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere i direktivet art. 15 og 16. Direktivets regler gjelder etter at et tilbud er fremsatt til samtlige aksjeeiere i målselskapet og dette tilbudet omfatter alle deres aksjer i selskapet, jf. art. 15 nr. 1 og art. 16 nr. 1. Det følger av direktivets fortale pkt. 24 at EØS-statene kan videreføre nasjonale bestemmelser om tvungen overføring og innløsningsrett i andre sammenhenger.

Direktivet art. 15 nr. 2 første ledd krever at det innføres regler om at en tilbyder skal kunne kreve innløsning av alle gjenværende aksjeeiere til en rettferdig pris («fair price») i minst en av følgende to situasjoner; (a) når tilbyder eier aksjer som utgjør minst 90 prosent av aksjekapitalen med stemmerett og 90 prosent av stemmerettighetene til målselskapet og (b) når tilbyder etter at tilbudet er akseptert har ervervet eller ved avtale har forpliktet seg til å erverve aksjer som utgjør minst 90 prosent av målselskapets aksjekapital med stemmerett og 90 prosent av stemmerettene som omfattes av tilbudet. For alternativ (a) kan EØS-statene sette en høyere terskel, som likevel ikke kan være høyere enn 95 prosent av aksjekapitalen

med stemmerett og 95 prosent av stemmerettighetene til målselskapet. Dersom målselskapet har mer enn én aksjeklasse, kan EØS-statene fastsette at tilbyderen kun kan utøve tvungen overføring for den aksjeklasse der tilbyderen har nådd terskelgrensen, jf. art. 15 nr. 3 andre ledd.

Videre skal det finnes regler som gjør det mulig å beregne når tersklene er nådd, jf. direktivet art. 15 nr. 3 første ledd. Retten til tvungen overføring må benyttes innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen som fremgår av direktivet art. 7, jf. direktivet art. 15 nr. 4.

Det skal tilbys en rettfærdig pris («fair price»), jf. direktivet art. 15 nr. 5 første ledd. Vederlaget skal ha samme form som vederlaget i det forutgående tilbudet eller bestå av kontanter, jf. direktivet art. 15 nr. 5 første ledd. Det kan bestemmes at kontanter skal tilbys som et alternativ.

Etter et frivillig tilbud anses vederlaget i tilbudet som rettfærdig dersom tilbyderen ved aksept av tilbudet har ervervet aksjer som utgjør minst 90 prosent av den stemmeberettigede kapital som var omfattet av tilbudet, jf. direktivet art. 15 nr. 5 annet og tredje ledd.

I direktivet art. 16 er det gitt bestemmelser om at gjenværende aksjeeiere etter pliktig eller frivillig tilbud til alle aksjeeiere i målselskapet har tilsvarende rett til å kreve innløsning av sine aksjer.

7.3 Utvalgets vurdering

7.3.1 Informasjon om beslutning om tvungen overføring

Utvalget mener det er svært viktig at markedet får informasjon om beslutninger om tvungen overføring og sentrale vilkår for overføringen straks etter at slik beslutning er truffet. Det vises til at beslutningen medfører at aksjene i selskapet overtas av hovedeieren ved tvang mot et vederlag for aksjene («løsningssum»). Utvalget foreslår å innføre krav om at en aksjeeier som beslutter tvungen overføring plikter å offentliggjøre sin beslutning om og sentrale vilkår for tvungen overføring straks. Kravet om å offentliggjøre slik beslutning vil gjelde for alle selskaper som omfattes av virkeområdet til kapittel 6, uavhengig av det rettslige grunnlaget for tvungen overføring. Det vil si at plikten omfatter beslutninger om tvungen overføring på grunnlag av verdipapirhandelloven og allmennaksjeloven for norske selskaper og annen nasjonal rett for så vidt gjelder selskaper som ikke er etablert i Norge. Det forutsettes at beslutningen offentliggjøres på en måte som gjør at informasjonen så langt som mulig spres bredt i marke-

det og når ut til alle gjenværende aksjeeiere, for eksempel gjennom børsmelding. Bestemmelsen foreslås inntatt i loven, jf. lovforslaget § 6-21.

7.3.2 Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbud

Utvalget foreslår i utgangspunktet at prinsippene og bestemmelsene om tvungen overføring i vphl. § 6-22 videreføres. I lys av erfaringer med disse reglene, foreslås imidlertid enkelte tillegg og endringer. Vphl. § 6-22 oppstiller både noen særregler for vilkår for tvungen overføring, samt unntak fra plikten til å fremme pliktig tilbud på visse vilkår.

Utvalget er kjent med at det har vært reist spørsmål om anvendelsesområdet for reglene i gjeldende vphl. § 6-22 overfor utenlandske selskaper som er notert på regulert marked i Norge. Utvalget viser til at anvendelsesområdet for reglene om tvungen overføring reguleres av asal. § 4-25. Dette samsvarer med praksisen Oslo Børs, i egenskap av å være tilbudsmyndighet, har etablert. For å klargjøre anvendelsesområdet mener utvalget det er hensiktsmessig å presisere i loven at bestemmelsen om tvungen overføring av aksjer i forbindelse med frivillige og pliktige tilbud bare gjelder selskaper etablert i Norge, jf. lovforslaget § 6-22 første ledd. Det begrensede virkeområdet vil imidlertid ikke gjelde for eventuelle unntak fra tilbudsplikt etter tvungen overføring, jf. nedenfor.

I direktivet er det lagt opp til at tvungen overføring skal kunne skje når tilbyderen innehar aksjer som utgjør *minst* 90 % av kapitalen med stemmeretter og 90 % av stemmerettene i målselskapet, jf. direktivet art. 15 nr. 2 bokstav a). Utvalget foreslår at inntreden av retten til tvungen overføring justeres slik at det blir samsvar mellom verdipapirhandelloven og aksjeretten på dette punktet. Det foreslås derfor å presisere i lovbestemmelsen at tilbyder kan beslutte tvungen overføring iht. allmennaksjeloven § 4-25 dersom tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud har ervervet *ni tideler eller mer* av de stemmeberettigede aksjene i *selskapet* og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Det vises til lovforslaget § 6-22 andre ledd første punktum.

7.3.3 Unntak fra plikten til å fremsette pliktig tilbud ved tvungen overføring

Som beskrevet ovenfor, er det ifølge vphl. § 6-22 tredje ledd tre vilkår som må være oppfylt for at tvungen overføring kan skje uten at det fremmes

pliktig tilbud. Disse vilkårene oppstiller således et særskilt unntak fra plikten til å fremsette pliktig tilbud. I slike situasjoner gjelder i prinsippet de samme hensynene som ligger til grunn for reglene om pliktig tilbud, herunder hensynene til beskyttelse av minoritetseiere og likebehandling. Dette taler etter utvalgets syn for at det bør være en viss kontroll med at disse vilkårene er oppfylte. Etter det utvalget forstår, har Oslo Børs etablert en fast praksis for å kontrollere om vilkårene for å benytte prosedyren i vphl. § 6-22 er oppfylte. I den forbindelse kontrolleres det blant annet om løsningssummen tilsvarende minst det beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud. Etter utvalgets syn bør kravet om kontroll fremgå av loven, og utvalget foreslår en ny bestemmelse om dette, jf. lovforslaget § 6-23 andre ledd.

Ifølge prosedyren angitt i allmennaksjeloven § 4-25 tredje ledd, kan tilbyder velge å sende et skriftlig tilbud (evt. kunngjøring) til aksjeeierne. Utover at aksjeeierne må gjøres oppmerksomme på fristen på minst 2 måneder og følgene av å oversitte denne, og da som et vilkår for at reglene om aksept ved passivitet skal få anvendelse, oppstiller ikke allmennaksjeloven andre krav til meldingens innhold. Etter utvalgets syn er det viktig at de gjenværende minoritetseierne blir informert om tvungen overføring, herunder tilbudet om løsningssummen og andre forhold av betydning for deres vurdering. Det vises til at tvungen overføring vil tre i stedet for et pliktig tilbud. Utvalget foreslår derfor å innføre et krav om at tilbyderen skal utarbeide et skriftlig dokument som skal fremsettes til gjenværende aksjeeiere. Dokumentet bør minst gjengi løsningssummen og opplysninger om forhold av betydning ved vurdering av tilbudet. Det må vurderes konkret hvilke opplysninger dette vil omfatte, men det antas at det

minst bør inneholde opplysninger om frist og fremgangsmåte for aksept, oppgjør og garanti. Det foreslås videre at dokumentet skal kontrolleres av tilbudsmyndigheten før det fremsettes. Etter at dokumentet er kontrollert, skal det gjøres kjent gjennom en direkte henvendelse til aksjeeierne så snart som mulig. Etter det utvalget er kjent med er det allerede etablert en praksis for at tilbyder sender et skriftlig tilbud til gjenværende aksjeeiere, slik at dette ikke anses å være spesielt byrdefullt for tilbyder.

På denne bakgrunn foreslår utvalget å innføre krav om at tilbyder skal fremsette et dokument som inneholder tilbud om løsningssum og opplysninger om forhold av betydning for aksjeeiers vurdering av tilbudet. Videre foreslås at dokumentet på forhånd skal kontrolleres av tilbudsmyndigheten. Bestemmelsen foreslås inntatt som et fjerde vilkår for at tvungen overføring kan finne sted uten at det fremmes pliktig tilbud, jf. lovforslaget § 6-23 første ledd nr. 4.

For så vidt gjelder tilbudsmyndighetens tilsyns- og kontrolloppgaver i forbindelse med tvungen overføring, oppstår et spørsmål om tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr for utøvelse av kontroll- og tilsynsoppgaver i denne forbindelse. Tilbudsmyndighetens oppgaver vil i første rekke omfatte kontroll av oppfyllelsen av de materielle vilkår for tvungen overføring, herunder kontroll av tilbudspris og garantistillelse. Dette tilsier at omfanget av tilsyns- og kontrollarbeid relatert til tvungen overføring langt på vei vil tilsvare kontrollen ved pliktige tilbud. Utvalget mener derfor det bør innføres en adgang for tilbudsmyndigheten til å kreve gebyr fra tilbyder for kostnader i tilknytning til disse oppgavene, jf. nærmere omtale i pkt. 8.5.

Kapittel 8

Tilsyn mv.

8.1 Gjeldende rett

Med tilbudsmyndigheten etter vphl. kapittel 6 menes det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert, jf. vphl. § 6-4 første ledd første punktum. Departementet kan i forskrift bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse, skal utøves av Finanstilsynet, jf. vphl. § 6-4 første ledd annet punktum. Hjemmelen er hittil ikke benyttet. I dag fungerer Oslo Børs som tilbudsmyndighet for tilbud på aksjer i selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

Dersom et overtakelsestilbud har tilknytning til flere stater, kan tilbudsmyndigheten være delt mellom flere jurisdiksjoner, jf. vphl. § 6-23 og verdipapirforskriften kapittel 6 III.

Tilbudsmyndigheten er i vphl. kapittel 6 pålagt en rekke oppgaver og tillagt kompetanse til å avgjøre en rekke spørsmål i tilknytning til tilbudsreglene. Dette omfatter blant annet å pålegge tilbudsplikt ved enkelte unntatte erverv, jf. § 6-2 andre ledd, gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. § 6-2 tredje ledd, avgjøre spørsmål om konsolidering, jf. vphl. § 6-5 andre ledd, treffe vedtak dersom tilbudsplikt bestrides, jf. vphl. § 6-8 tredje ledd, gi forskrift om garantier, jf. vphl. § 6-10 syvende ledd, godkjenne tilbud og tilbudsdokument, jf. vphl. § 6-14 og gjennomføre tvangssalg av aksjer, jf. vphl. § 6-21. Videre kan tilbudsmyndigheten ilegge dagmulkt ved forsømmelser av pliktene i kapittel 6, jf. vphl. § 21-1.

Ifølge vphl. § 6-4 andre ledd skal tilbudsmyndigheten samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål som omfattes av kapittel 6.

Tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter i forbindelse med godkjenning av tilbud og tilbudsdokument som nevnt i § 6-14, jf. vphl. § 6-15. Bestemmelsen gjelder også ved frivillige tilbud, jf. vphl. § 6-19 første ledd. Videre kan tilbudsmyndigheten kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved behandling

av søknad om nedskrivning av garantibeløp, jf. verdipapirforskriften § 6-10.

Tillitsvalgte og ansatte i en markedsoperatør plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold med mindre annet følger av denne eller annen lov, jf. vphl. § 11-13. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse. Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet. Taushetsplikten er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene. Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annet regulert marked, verdipapirregister, sentral motpart, utenlandske tilsynsmyndigheter, andre offentlige myndigheter og internasjonale eller overnasjonale institusjoner, jf. vphl. § 11-13 fjerde ledd. Videre kommer reglene i finanstilsynsloven til anvendelse for forhold Finanstilsynet gjøres kjent med gjennom sin kontrollvirksomhet, jf. finanstilsynsloven § 7.

8.2 EØS-rett

Direktivet art. 4 nr. 1 stiller krav til at EØS-statene utpeker en eller flere nasjonale tilsynsmyndigheter som skal føre tilsyn med tilbud med hensyn til de regler som vedtas eller innføres i henhold til direktivet. Tilsynsmyndigheten kan være offentlig myndighet, organisasjon eller privat organ som er anerkjent etter nasjonal lov eller av offentlige myndigheter som er gitt uttrykkelig fullmakt til dette i henhold til nasjonal lov. EØS-statene skal sikre at tilbudsmyndighetens utøvelse av virksomhet skal være uavhengig og upartisk. EØS-statene er videre forpliktet til å informere Kommisjonen (EFTAs overvåkningsorgan for EØS/EFTA-statene) om hvem som er tilsynsmyndighet.

I direktivet art. 4 nr. 2 fremgår bestemmelser om hvilket lands myndighet som skal føre tilsyn dersom målskapet har tilknytning til flere EØS-stater, og hvilke lands regler som kommer til anvendelse for grensekryssende tilfeller. Utgangspunktet er at tilbudsmyndigheten i EØS-staten der selskapet har forretningskontor (engelsk: «registered office») skal føre tilsyn med tilbudet dersom selskapet er notert på et regulert marked i denne EØS-staten, jf. direktivet art. 4 nr. 2 a). For så vidt gjelder tilbud med tilknytning til flere EØS-stater vises det til beskrivelse i pkt. 10.1.2.

Direktivet oppstiller krav til taushetsplikt for alle personer som er eller har vært ansatt hos deres tilbudsmyndigheter, jf. direktivet art. 4 nr. 3. Ingen opplysninger som omfattes av taushetsplikt, kan bringes videre til noen person eller myndighet, unntatt i henhold til bestemmelser fastsatt i lov.

Direktivet stiller videre krav til samarbeid og utveksling av opplysninger mellom tilsynsmyndigheter som fører tilsyn med overtakelsestilbud og kapitalmarkedet, herunder prospekt, markedsmissbruk, opptak til notering og markeder i finansielle instrumenter, samt bestemmelser om taushetsplikt ved samarbeid og utveksling og hva samarbeidet skal omfatte, jf. direktivet art. 4 nr. 4.

Ifølge direktivet art. 4 nr. 5 skal tilbudsmyndigheter ha alle fullmakter som er nødvendige for å utføre sine oppgaver, herunder plikt til å påse at partene i et tilbud overholder de regler som er vedtatt eller innført i henhold til dette direktiv. Det oppstilles også begrensninger for så vidt gjelder adgangen til å gi unntak, se omtale i pkt. 2.3.

8.3 Svensk rett

Den svenske Finansinspektionen håndhever bestemmelsene i Lag (2006:451) om offentlige oppkjøpserbjudan på aktiemarknaden, jf. Lag (2006:451) om offentlige oppkjøpserbjudan kapittel 7 (Tillsyn m.m.). Finansinspektionens rett til å få informasjon som kreves for å utføre tilsyn, plikt til å samarbeide med utenlandske myndigheter og rett til å kreve gebyr mv, fremgår i Lag (1991:980) kapittel 6. Aktiemarknadsnämnden har en sentral rolle i fortolkningen og standardiseringen angående Takeover-reglene. Aktiemarknadsnämnden kan blant annet kan avgi tolkningsuttalelser og innvilge unntak fra børsenes Takeover-regler dersom det foreligger særlige grunner, se også omtale i pkt. 2.3.

8.4 Dansk rett

Det er gitt regler om tilsyn og lovvalg i Bekendtgørelse om overtakelsestilbud §§ 27 og 28. Det danske Finanstilsynet har tilsynsansvaret for reglene om overtakelsestilbud, jf. lov om kapitalmarkeder § 49 nr. 7 og Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 27. Dette omfatter i utgangspunktet ansvar for å føre tilsyn med selskaper notert på regulert marked i Danmark, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud § 27 stk. 1. Videre er det gitt regler om Finanstilsynets tilsyn med tilbud for tilfeller der målselskapets aksjer er notert på regulerte markeder i andre EØS-stater, jf. Bekendtgørelse om overtakelsestilbud §§ 27 stk. 2 og 3. Se nærmere omtale i pkt. 9.1.4.

8.5 Utvalgets vurdering

8.5.1 Tilbudsmyndighet

Etter gjeldende rett er tilbudsmyndigheten det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert, hvilket i praksis i dag vil si Oslo Børs ASA (Oslo Børs). Det er lagt opp til at departementet kan bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse skal utøves av Finanstilsynet. Denne adgangen er foreløpig ikke benyttet.

Spørsmålet om hvem som skal utføre oppgaven som tilbudsmyndighet ble drøftet i de foregående lovrevisjoner og senest av verdipapirmarkedslovutvalget i NOU 2005: 17 pkt. 14.1, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 31.1. Det er per i dag to regulerte markeder for aksjer i Norge, som begge administreres av Oslo Børs. Oslo Børs har opparbeidet lang praksis og erfaring i å utøve oppgaven som tilbudsmyndighet, og etter det utvalget erfarer, fungerer dagens ordning med tilbudsmyndighet godt. Etter endringene i verdipapirhandelloven fra 1. januar 2019 er det formelt skilt mellom det regulerte markedet og operatøren av det regulerte markedet, fordi funksjonene kan ligge hos to ulike rettssubjekter. Med utgangspunkt i denne systematikken er det naturlig at kompetansen som tilsynsmyndighet formelt ligger hos operatøren av det regulerte markedet. Oslo Børs innehar per i dag begge funksjoner. På denne bakgrunn foreslår utvalget som et utgangspunkt å videreføre ordningen med at Oslo Børs er tilbudsmyndighet.

Slik loven er utformet i dag, er det åpnet for at det kan eksistere flere tilbudsmyndigheter. Utvalget er i tvil om det er hensiktsmessig at det eventuelt skulle være flere ulike tilbudsmyndigheter

som praktiserer dette regelverket. Det fremstår i utgangspunktet lite hensiktsmessig at Oslo Børs skulle være tilbudsmyndighet for selskaper notert på andre regulerte marked enn de som administreres av Oslo Børs. Samtidig er det med grunnlag i direktivforpliktelsene behov for å utpeke tilbudsmyndighet for norske selskaper som er notert på regulert marked i en eller flere andre EØS-stater enn Norge. Etter utvalgets syn er det naturlig at Oslo Børs også utfører denne oppgaven.

For å legge til rette for at tilbudsmyndigheten kan legges til et annet organ enn operatøren for det regulerte markedet, og for at det kan utpekes flere tilbudsmyndigheter, foreslår utvalget at kompetansen til å utpeke tilbudsmyndighet legges til departementet, slik at departementet bestemmer hvem som skal være tilbudsmyndigheten i forskrift. Det vises til lovforslaget § 6-24 og forskriftsforslaget § 6-31.

8.5.2 Tilsyn

Som nevnt forutsettes det i direktivet art. 4 nr. 1, jf. fortalen punkt 5, at det utpekes en enhet som skal føre tilsyn med tilbud med hensyn til de regler som vedtas eller innføres i henhold til direktivet. Spørsmålet ble drøftet av Verdipapirmarkedslovutvalget, som la til grunn at norsk rett er i overensstemmelse med direktivet på dette punkt, jf. NOU 2005: 17 pkt. 14.1.3.3.

Slik gjeldende rett er utformet, er tilbudsmyndigheten gitt et særskilt ansvar for å gi vedtak eller gripe inn i særskilt angitte spørsmål. Utvalget har drøftet om det er behov for å gi tilbudsmyndigheten ansvar for å føre tilsyn med alle reglene i kapittel 6, herunder tilsyn med norske selskaper som er notert på regulert marked i annen EØS-stat og ikke i Norge.

Utvalget mener det er viktig at det føres tilsyn med etterlevelsen av reglene i vphl. kapittel 6. Det vises til at tilsyn vil være et sentralt virkemiddel for å ivareta hensynene som ligger til grunn for reglene om overtakelsestilbud, herunder for å sørge for at det gjennomføres ryddige og ordnede prosesser for oppkjøp av noterte selskaper.

Etter utvalgets syn bør ansvaret for å utføre tilsyn med tilbudsreglene påhvile tilbudsmyndigheten. Slik det er organisert i dag, med det regulerte markedet som tilbudsmyndighet, mener utvalget tilbudsmyndigheten vil inneha nødvendig kompetanse og være egnet til denne oppgaven. Videre mener utvalget at omfanget av tilsynsansvaret i utgangspunktet skal omfatte alle bestemmelser gitt i eller i medhold av kapittel 6.

Utvalget mener også at tilsynsansvaret skal omfatte regler som angår norske selskaper som kun er notert i en annen EØS-stat (og ikke på regulert marked i Norge).

Når det gjelder omfanget av tilsynet, er det etter utvalgets syn viktig at det utføres tilsyn i et slikt omfang at det kan avdekkes regelbrudd. Videre forutsettes det at tilbudsmyndigheten planlegger og organiserer tilsynsarbeidet slik at tilsynet kan gjennomføres på egnet og effektiv måte. For øvrig bør tilbudsmyndigheten i utgangspunktet stå fritt til å velge omfang og fremgangsmåte for tilsynet. Det foreslås at plikten til å føre tilsyn inntas i en ny bestemmelse i kapittel 6 om tilsyn, jf. lovforslaget § 6-25 første ledd.

Utvalget peker videre på at det kan oppstå behov for å innføre eventuelle begrensninger med hensyn til tilsynsansvaret og for å gi nærmere avklaringer om tilsynsarbeidet. Det foreslås derfor en forskriftshjemmel, hvoretter det kan gis nærmere regler om tilsyn, jf. lovforslaget § 6-25 andre ledd.

8.5.3 Gebyr

Tilbudsmyndigheten er i gjeldende regelverk pålagt flere oppgaver enn de oppgaver som loven åpner for å belegge med gebyr. Dette gjelder for eksempel pålegg om tilbudsplikt ved visse typer erverv (vphl. § 6-2 andre ledd), unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med (vphl. § 6-2 tredje ledd), pålegg om tilbudsplikt for visse institusjoner (vphl. § 6-3 første ledd), samarbeid og utveksling av informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter (vphl. § 6-4 andre ledd), vedtak om identifikasjon (vphl. § 6-5), beslutning om uavhengig uttalelse (vphl. § 6-16 fjerde ledd), tvangssalg av aksjer (vphl. § 6-21), godkjenning av vilkår for å gjennomføre tvungen overføring uten forutgående tilbud (vphl. § 6-22) og unntak fra tilbudsplikt (vphl. § 6-23), samt utredning og uttalelser om lovforståelse, veiledning, internasjonalt samarbeid og erfaringsutveksling, kostnader ved klager og søksmål mv. Videre vises det til forslag om å pålegge tilbudsmyndigheten enkelte nye oppgaver, herunder at tilbudsmyndigheten skal føre tilsyn med alle bestemmelser gitt i eller i medhold av vphl. kapittel 6, jf. pkt. 8.5.2. Etter det utvalget har fått opplyst, innkrevde tilbudsmyndigheten i perioden 2013–2017 gebyrer som samlet sett utgjorde NOK 16,1 millioner. Gebyrbeløpet varierer fra år til år, med eksempelvis NOK 1 million i 2016 og NOK 6,2 million i 2012.

Utvalget mener tilbudsmyndighetens virksomhet fortsatt skal være selvfinansiert. Utvalget foreslår i utgangspunktet å videreføre dagens ordning med innkreving av gebyr som finansieringsgrunnlag for tilbudsmyndighetens virksomhet. I forlengelsen av at det foreslås enkelte nye oppgaver for tilbudsmyndigheten, foreslår utvalget også å innføre en adgang til å kreve gebyr for enkelte av disse oppgavene. Ut fra en vurdering av de forskjellige oppgavene tilbudsmyndigheten pålegges, vil også andre enn tilbydere kunne ilegges gebyr. Videre vil det være en rekke oppgaver som det forventes at tilbudsmyndigheten utfører, uten at disse kan knyttes direkte til en gebyrbelagt tjeneste. Det forutsettes at tilbudsmyndigheten innkrever noe høyere gebyrer for de mest sentrale oppgavene, for eksempel kontroll av tilbud og tilbudsdokument, enn hva utgiftene knyttet til disse kontrolloppgavene utgjør, slik at dette også vil dekke noe av utgiftene knyttet til øvrige oppgaver. Gjennom en slik ordning kan det også tas høyde for at det vil være uforutsigbart hvor mange gebyrbelagte oppgaver tilbudsmyndigheten vil motta pr år. Det presiseres samtidig at ordningen ikke er ment å generere overskudd.

På denne bakgrunn foreslår utvalget at tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr ved kontroll og godkjenning av tilbud og tilbudsdokument, endring av tilbud og vilkår for tvungen overføring, og behandling av søknad om unntak fra tilbudsplikt, søknad om unntak fra reglenes virkeområde og søknad om nedskrivning av garantibeløp. Utvalget mener det er mest hensiktsmessig og i tråd med systematikken for øvrig at adgangen for tilbudsmyndigheten til å kreve gebyr til dekning av utgifter forankres i loven, og at departementet kan fastsette nærmere regler om når gebyr kan kreves, beregning og innkreving av gebyr i forskrift. Det vises til lovforslaget § 6-26 og forskriftsforslaget § 6-32.

8.5.4 Taushetsplikt

For så vidt gjelder bestemmelser om taushetsplikt for personer involvert i tilsyn med regler om frivillige og pliktige tilbud, viser utvalget til at tillitsvalgte, ansatte og revisor ved Oslo Børs er ilagt taushetsplikt gjennom vphl. § 11-13, jf. omtale i NOU 2017: 1 pkt. 8.

Kapittel 9

Virkeområde mv.

9.1 Virkeområde

9.1.1 Gjeldende rett

Bestemmelsene i kapittel 6 gjelder både norske og utenlandske selskaper. Det fremgår av vphl. § 6-1 at reglene om tilbudsplikt gjelder overfor norske selskaper hvis aksjer er notert på norsk regulert marked. I vphl. § 6-23 er det gitt regler om virkeområdet for kapittel 6 for overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater. Ifølge første ledd nr. 1 gjelder bestemmelsene i kapittel 6 tilsvarende i forhold til selskap med forretningskontor i annen stat, hvis aksjer eller andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men på norsk regulert marked. Videre gjelder bestemmelsene i kapittel 6 tilsvarende for selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på regulert marked i annen EØS-stat, jf. første ledd nr. 2.

Med hjemmel i vphl. § 6-23 andre ledd, er det gitt nærmere bestemmelser om anvendelsesområdet for reglene i vphl. kapittel 6 og tilbudsmyndigheten i verdipapirforskriften § 6-13. Videre er det i verdipapirforskriften § 6-14 gitt bestemmelser om lovvalg ved tilbud med tilknytning til flere EØS-stater. I korte trekk gjelder etableringsstatens regler om selskapsrettslige og arbeidsrettslige spørsmål og noteringsstatens regler vedrørende tilbudet og tilbudsprosessen.

Oslo Børs har utarbeidet en oversikt over hvilke bestemmelser i vphl. kapittel 6 som etter Oslo Børs' vurdering kommer til anvendelse i forbindelse med tilbud på selskaper med tilknytning til flere EØS-stater enn Norge. Oversikten er tilgjengelig på børsens nettsider. Oppdelingen innebærer en operasjonalisering av skillet oppstilt i verdipapirforskriften § 6-14, jf. direktivet art. 4 nr. 2 bokstav e).

Tilbudsmyndigheten kan ved enkeltvedtak helt eller delvis gjøre unntak fra bestemmelsene i kapittel 6 ved tilbud om erverv av aksjer i selskap

med forretningskontor i Norge, dersom selskaps aksjer er notert på regulert marked både i Norge og stat utenfor EØS, jf. vphl. § 6-23 tredje ledd første punktum. Tilsvarende gjelder for selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS, hvis aksjer er notert på regulert marked i Norge, jf. vphl. § 6-23 tredje ledd andre punktum.

9.1.2 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 1 nr. 1 sammenholdt med art. 4 at direktivet gjelder overtakelsestilbud rettet mot selskaper som har forretningskontor i og er notert på et regulert marked i en EØS-stat. Direktivet omfatter både tilfeller der selskapets forretningskontor og det regulerte markedet befinner seg i samme EØS-stat, og tilfeller der selskapets forretningskontor og det regulerte markedet befinner seg i ulike EØS-stater.

Det fremheves i fortalen pkt. 5 at hver EØS-stat bør utpeke en eller flere myndigheter til å føre tilsyn med de sider ved tilbud som er omfattet av direktivet, og for å sikre at partene i overtakelsestilbud overholder de regler som er fastsatt i henhold til direktivet. Videre fremheves det at myndighetene bør samarbeide med hverandre.

Direktivet art. 4 nr. 1 stiller krav til at EØS-statene utpeker en eller flere tilsynsmyndigheter som skal føre tilsyn med tilbud som omfattes av de regler som vedtas eller innføres i henhold til direktivet, jf. nærmere omtale i pkt. 8.2.

I direktivet art. 4 nr. 2 gis regler om direktivets anvendelse for selskap med tilknytning til flere EØS-stater, og hvilken tilbudsmyndighet som skal ha ansvaret for slike overtakelsestilbud, samt regler om lovvalg i disse tilfellene.

Dersom selskapet ikke er notert i forretningskontorstaten, føres tilsyn med tilbudet av tilbudsmyndigheten i noteringsstaten, jf. direktivet art. 4 nr. 2 b). Videre følger det av bokstav b) at dersom selskapet er notert på regulerte markeder i mer enn en EØS-stat, fører tilbudsmyndigheten i den staten der selskapet først ble notert tilsyn med tilbudet.

Dersom selskapet blir notert på regulerte markeder i mer enn en EØS-stat samtidig, bestemmer selskapet hvilken av disse EØS-statenes tilbudsmyndigheter som skal føre tilsyn med tilbudet gjennom å gi beskjed om valget til disse regulerte markedene og deres tilbudsmyndigheter på første handelsdag, jf. direktivet art. 4 nr. 2 c). Videre følger det av bokstav c) at dersom selskapet allerede er notert på regulerte markeder i mer enn en EØS-stat på datoen fastsatt i direktivet art. 21 nr. 1 (20. mai 2006) og noteringene skjedde samtidig, skal tilbudsmyndigheten i disse EØS-statene innen fire uker fra nevnte dato bli enige om hvilken av dem som skal føre tilsyn med tilbudet. Dersom dette ikke skjer, skal selskapet på første handelsdag etter fristen på fire uker bestemme hvilken av disse tilbudsmyndighetene som skal føre tilsyn. EØS-statene skal påse at avgjørelsen nevnt i bokstav c) offentliggjøres, jf. direktivet art. 2 nr. 2 d).

For de tilfeller der ansvaret for å føre tilsyn er delt, oppstiller direktivet i art. 4 nr. 2 e) hvilke lands regler som gjelder. Det oppstilles et skille mellom børs- og verdipapirrettslige regler og selskaps- og arbeidsrettslige regler. Spørsmål knyttet til vederlag for tilbud, herunder tilbudspris, prosedyrer for tilbudet, herunder opplysninger om melding om tilbud, tilbudsdokumentets innhold og kunngjøringen av tilbudet, behandles etter reglene i noteringsstaten. Spørsmål knyttet til informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder hvilken prosentandel av stemmene som gir kontroll og eventuelle unntak fra tilbudsplikt, samt vilkårene for at selskapets ledelse kan treffe forsvarstiltak, avgjøres etter reglene i forretningskontorstaten.

9.1.3 Svensk rett

Ifølge Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden kapittel 2 (Skyldigheter för budgivaren) § 1 andre ledd, gjelder reglene for offentlige oppkjøpstilbud som gjelder (nr. 1) aksjer i et svensk aksjeselskap hvis aksjer er opptatt til handel på regulert marked i Sverige, (nr. 2) aksjer i et utenlandsk selskap hvis aksjer er opptatt til handel på bare et regulert marked i Sverige, (nr. 3) aksjer i et utenlandsk aksjeselskap hvis aksjer ikke er notert i den staten der selskapet er hjemmehørende (svensk: «har sin hemvist») men som er opptatt til handel på et regulert marked i Sverige og er opptatt til handel også på et annet regulert marked i EØS, dersom aksjene først ble opptatt til handel på det regulerte markedet i Sverige eller (nr. 4) aksjer i et utenlandsk

aksjeselskap hvis aksjer ikke er notert i den staten der selskapet er hjemmehørende, men som er opptatt til handel på et regulert marked i Sverige og som første gangen de ble opptatt til handel, ble opptatt til handel samtidig også på et eller flere andre regulerte marked i EØS, dersom selskapet har meldt at Finansinspektionen skal være tilsynsmyndighet.

9.1.4 Dansk rett

Ifølge Lov om kapitalmarkeder § 1 stk. 6, gjelder reglene i kapittel 8 om overtakelsestilbud for (nr. 1) personer som har ervervet kontroll i et selskap som har en eller flere aksjeklasser opptatt til handel på et regulert marked, (nr. 2) personer som fremsetter et frivillig overtakelsestilbud med henblikk på oppnåelse av kontroll i et selskap som har en eller flere aksjeklasser opptatt til handel på et regulert marked og (nr. 3) det selskap som det oppnås eller ønskes oppnådd kontroll i, jf. nr. 1 og nr. 2.

Det er gitt nærmere regler om tilsyn og lovvalg, herunder hvilke tilfeller som behandles etter danske regler ved grensekryssende tilbud, i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud §§ 27 og 28. Utgangspunktet er at Finanstilsynet fører tilsyn med tilbud der selskapet har sitt forretningskontor i Danmark eller i et land utenfor EU, som EU ikke har inngått en avtale med på det finansielle området, hvis målselskapets aksjer er tatt opp til notering på et regulert marked i Danmark, men mindre annet følger av bestemmelsens stk. 2 og 3. Finanstilsynet fører tilsyn med tilbudet hvis målselskapets aksjer er tatt opp til notering på et regulert marked i Danmark, og hvis målselskapets aksjer ikke er notert på regulert marked i landet der målselskapet har sitt forretningskontor, jf. Bekendtgørelsen om overtagelsestilbud § 27 stk. 2. Hvis aksjene i målselskapet både er notert på regulert marked i Danmark og på et regulert marked i et annet land i EU eller land som EU har inngått en avtale med på finansområdet, fører Finanstilsynet tilsyn hvis aksjene først ble notert på regulert marked i Danmark. Hvis selskapets aksjer tas opp til notering samtidig for første gang på regulerte markeder i Danmark og i ett eller flere land i EU eller land som EU har inngått en finansiell avtale med, skal målselskapet avgjøre hvilken av disse lands myndighet som har kompetanse til å føre tilsyn med tilbudet og underrette de øvrige regulerte markedene, Finanstilsynet og tilsynsmyndighetene i de andre landene den første dagen da aksjene kan handles på det relevante markedet,

jf. Bekendtgørelsen om overtagelsestilbud § 27 stk. 3. Målselskapet skal offentliggjøre selskaps beslutning om tilsynsmyndighet så snart som mulig, jf. Bekendtgørelsen om overtagelsestilbud § 27 stk. 4.

Når det gjelder hvilke lands regler som gjelder, følger det av Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 28 stk. 1 at dersom Finanstilsynet skal føre tilsyn, behandles overtakelsestilbud som utgangspunkt etter de danske regler. For tilfeller som nevnt i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 27 stk. 2 og 3, hvor Finanstilsynet er den kompetente myndighet, behandles spørsmål vedrørende vederlag som tilbys i forbindelse med tilbud, inkludert pris og spørsmål knyttet til prosedyren for tilbudet, herunder særlig informasjon om tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud, innholdet i tilbudsdokumentet og offentliggjøring av tilbudet, i samsvar med danske regler, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 28 stk. 2. Uavhengig av bestemmelsene i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 27 stk. 2 og 3, behandles spørsmål vedrørende underretning av ansatte i målselskapet, kontroll og eventuelle unntak fra plikten til å fremsette tilbud av tilsynsmyndigheten i det EU-landet eller det land som EU har inngått avtale med på det finansielle området i det land hvor målselskapet har sitt hjemsted og i henhold til dette lands regler, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 28 stk. 2.

9.1.5 Utvalgets vurdering

Utvalget foreslår i hovedsak å videreføre gjeldende regler vedrørende virkeområde for reglene om frivillige og pliktige tilbud. Utvalget foreslår enkelte justeringer av språklig og pedagogisk art, uten at utvalget har ment å endre reglenes materielle innhold.

Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse som angir virkeområdet innledningsvis i kapittel 6. Ved denne endringen vil det fremgå tydeligere at reglene i kapittel 6 som hovedregel også gjelder for noterte selskaper som er etablert i annen EØS-stat eller i stat utenfor EØS. Å angi virkeområdet innledningsvis i kapitlet er i tråd med systematikken i øvrige deler av verdipapirhandelloven. Videre mener utvalget det er hensiktsmessig at de overordnede bestemmelser om virkeområdet fremgår i loven, og at mer detaljerte regler om virkeområdet fremgår i forskrift. Utvalget foreslår også å inkludere reglene knyttet til lovvalg i bestemmelsen om virkeområde.

Når det gjelder aksjer i selskaper etablert i stat utenfor EØS som er notert på regulert marked i

Norge, kommer kapittel 6 til anvendelse dersom selskapet ikke er notert på regulert marked i den staten selskapet er etablert i. I og med at uttrykket regulert marked er definert i verdipapirhandelloven i henhold til EØS-forpliktelser, foreslås det at uttrykket «regulert markedsplass» benyttes for så vidt gjelder selskap etablert i stat utenfor EØS. Det forutsettes imidlertid at den aktuelle markedsplassen er regulert, underlagt tilsyn og har opptaksvilkår som er tilfredsstillende sett i forhold til et regulert marked.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn en ny bestemmelse som angir prinsippene for virkeområdet for reglene i loven, og som gir hjemmel til å fastsette nærmere justeringer og unntak i forskrift, jf. lovforslaget § 6-1. Videre foreslår utvalget at fullstendige bestemmelser om virkeområdet og hvilket lands regler som kommer til anvendelse fastsettes i forskrift, jf. forskriftsforslaget § 6-1 og § 6-2.

9.2 Tilbudsregler for andre markedsplasser

9.2.1 Gjeldende rett

Gjeldende rett inneholder ingen særlige regler om oppkjøp av selskaper som er opptatt til handel eller notering på andre markedsplasser enn regulert marked.

9.2.2 EØS-rett

Direktivet gjelder overtakelsestilbud rettet mot selskaper som har forretningskontor i og er notert på et regulert marked i en EØS-stat, jf. direktivet art. 1 nr.1, jf. art. 4. Det er ingen EØS-forpliktelser som tilsier at det skal innføres regler om oppkjøp av selskaper notert på andre markedsplasser enn regulert marked.

9.2.3 Svensk rett

I Sverige er det gitt Takeover-regler for handelsplattformene Nasdaq First North, Nordic MTF og AktieTorget. Reglene er i alle vesentlige forhold identiske med reglene som gjelder for selskaper som er notert på regulert marked.

9.2.4 Dansk rett

Reglene om overtakelsestilbud gjelder ikke for selskaper som har aksjer opptatt til handel på en multilateral handelsfasilitet («MHF»), jf. Lov om kapitalmarkeder § 1 sjetted ledd.

9.2.5 Utvalgets vurdering

Utvalget har drøftet om det bør innføres regler om oppkjøp av selskaper opptatt til handel på andre markedsplasser enn regulert marked, etter mønster av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6. Utvalget antar dette vil være mest nærliggende for selskaper opptatt til handel på MHF. Det er i dag kun en MHF for aksjer i det norske markedet, Merkur Market, som er etablert av Oslo Børs. Utvalget er kjent med at enkelte av selskapene opptatt til handel på Merkur Market har vedtektsfestet regler om tilbudsplikt, hvilket kan tale for at det er et visst behov for å utvide virkeområdet for tilbudsreglene. Utvalget viser til at det pågår arbeid i EU med å utrede regulering for MHF-er som vil registrere seg som vekstmarked, og at det forventes en nærmere avklaring av den rettslige situasjonen for MHF-er. Etter utvalgets syn er det per nå ikke påvist et tilstrekkelig behov for å innføre regler om tilbudsplikt mv. for andre markedsplasser enn regulert marked. Dersom dette skulle bli mer aktuelt, mener utvalget at det bør gjennomføres en nærmere utredning av behovet og hvilke regler som eventuelt bør innføres.

9.3 Fusjon og fusjonslignende arrangementer mv.

9.3.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett kommer reglene om tilbudsplikt til anvendelse dersom de fusjonerte selskapene etter fusjon passerer en tilbudspliktgrense i et tredje selskap som følge av fusjonen.

I vphl. § 6-2 første ledd nr. 3 er det inntatt et unntak fra utgangspunktet om at erverv av aksjer vil utløse tilbudsplikt for erverv som skjer i form av *vederlag* ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Unntaket innebærer at en aksjeeier i overdragende selskap ikke får tilbudsplikt selv om vedkommende etter å ha mottatt vederlagsaksjer i overtakende selskap passerer en tilbudspliktgrense. Ifølge forarbeidene er unntaket i hovedsak begrunnet med at aksjeeierne er tilstrekkelig ivaretatt gjennom selskapsrettslige prosedyrer, og at det ikke vil foreligge noen kontrollpremie som bør fordeles på de øvrige aksjeeierne, jf. NOU 1996: 2 pkt. 8.4.5.3. I praksis har Oslo Børs lagt til grunn at unntaket i vphl. § 6-2 første ledd nr. 3 også kommer til anvendelse ved trekantfusjon, dvs. der vederlag ytes av et morselskap av det overtakende selskapet til det overdragende selska-

pet, jf. eksempelvis Vedtak og uttalelser 2001 pkt. 6.1.4.

Tilbudsmyndigheten kan i *særlige tilfeller* pålegge tilbudsplikt ved erverv som skjer i form av vederlag ved fisjon eller fusjon, jf. vphl. § 6-2 andre ledd. Adgangen til å pålegge tilbudsplikt for så vidt gjelder vederlag ved fisjon eller fusjon ble foreslått av departementet til oppfølging av forslag fra Oslo Børs i høringsrunden, der Oslo Børs viste til at «det også ved slike erverv kan tenkes konstruksjoner som bare er begrunnet i å unngå tilbudsplikt», jf. Ot.prp. nr. 29 (1996–97) pkt. 9.2.4. Departementet uttalte at pålegg om tilbudsplikt i praksis vil være mest aktuelt i forbindelse med erverv i form av arv, gave eller skifte. For så vidt gjelder erverv i form av arv, gave og skifte, ble det i forarbeidene uttalt at pålegg om tilbudsplikt var forbeholdt de klare omgåelsestilfeller, jf. NOU 1996: 2 pkt. 8.4.5.2. I praksis synes børsen å ha antatt at tilsvarende gjelder ved erverv i form av vederlag ved fusjon, jf. blant annet Vedtak og Uttalelser 2010 pkt. 8.2.4 og Oslo Børs' uttalelser i brev 28. september 2018.

Der en tilbudspliktgrense er passert som følge av et erverv som er unntatt fra å utløse tilbudsplikt, herunder som følge av vederlagsaksjer mottatt ved fusjon, vil det inntre tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 andre ledd.

Oslo Børs har utgitt en anbefaling om at noterte selskaper bør gi informasjon om regelverk som er relevant for investorer på sine nettsider. For så vidt gjelder regler om selskapsovertakelse, anbefales at utstedere gir en kort beskrivelse av de regler om overtakelsestilbud som gjelder for selskapet, herunder hvilket lands regler om overtakelsestilbud som gjelder og hvilken tilbudsmyndighet som fører tilsyn (ved delt lovvalg og tilsyn bør fremstillingen inneholde en oppsummering av den saklige grensedragningen), terskler for inntreden av tilbudsplikt, regler om minste pris, når et mulig bud må offentliggjøres og eventuelle bestemmelser i vedtektene som kan være relevante ved overtakelsestilbud. Videre anbefales det at det gis en kort beskrivelse av hvilke regler om tvungen overføring av aksjer som gjelder for selskapet, herunder regler om vederlag som må betales, når tvungen overføring kan iverksettes samt mulighet og eventuelle frister for aksjeeiere til å reise innsigelser.

9.3.2 EØS-rett

Det er ingen særlige bestemmelser om fusjon eller fusjonslignende arrangementer i direktivet.

9.3.3 Svensk rett

Et utvalg av tilbudsreglene er gitt anvendelse for fusjoner og fusjonsliknende prosesser, jf. Takeover-reglene pkt. V. Disse reglene ble innført i 2014 til oppfølging av en transaksjon høsten 2013, der et bermudisk selskap, Alliance OilX, som var notert på NASDAQ OMX Stockholms hovedmarked, ble overtatt av et selskap kontrollert av Alliance Group gjennom en utenlandsk fusjonsprosedyre uten at verken svenske selskapsrettslige fusjonsregler eller regler om overtakelsestilbud kom til anvendelse. De øvrige aksjeeierne i Alliance OilX mottok et kontantvederlag per aksje. Når målselskapet blir overtatt av eller absorbert inn i overtakende selskap eller et annet selskap i samme gruppe som overtakende selskap gjennom fusjon eller fusjonsliknende prosess, jf. Takeover-reglene pkt. V.1, skal reglene om overtakelsestilbud som utgangspunkt gjelde tilsvarende som om overtaker hadde vært en tilbyder som fremsatte et overtakelsestilbud. I Takeover-reglene pkt. V.3 nevnes hvilke bestemmelser som likevel ikke kommer til anvendelse, herunder regler om anvendelsesområde (I.1), akseptfrist (II.7), aksjeeiernes bundethet ved aksept (II.8), tilbyders plikt til å offentliggjøre utfallet av tilbudet (II.22) og akseptfrist (III.2). De formene for fusjon eller fusjonsliknende prosesser som omfattes etter Takeover-reglene pkt. V.1 kan bare offentliggjøres dersom det overtakende selskapet har forpliktet seg overfor børsen til å (i) følge reglene i avsnitt V og (ii) etterleve sanksjoner ilagt av børsen ved overtredelser, jf. Takeover-reglene pkt. V.2.

Ifølge Nasdaqs Regelverk för emittenter (datert 3. januar 2018) pkt. 3.2 plikter utsteder hjemmehørende utenfor EØS å publisere en generell beskrivelse av hovedforskjellene i minoritetsaksjeeieres rettigheter i landet der selskapet er hjemmehørende og Sverige på sin hjemmeside. Beskrivelsen skal oppdateres løpende når det er nødvendig. Ifølge kommentarene til bestemmelsen kan en slik beskrivelse eksempelvis gi informasjon om rettighetene og pliktene til minoritetsaksjeeierne i forhold til generalforsamlingen, utnevning og fjerning av styremedlemmer, fortrinnsretter ved emisjoner, tvungen overføring av aksjer, forutsetninger for særskilt granskning, offentlige overtakelser samt fusjoner og andre lignende transaksjoner.

9.3.4 Dansk rett

Det er ingen særlige regler om fusjon og fusjonsliknende arrangementer i de danske tilbudsreglene.

9.3.5 Utvalgets vurdering

9.3.5.1 *Vederlagsaksjer i fusjon – tilbudsplikt i særlige tilfeller*

Utvalget har drøftet om det foreligger et behov for å utrede og innføre regler om tilbudsplikt ved fusjoner eller fusjonsliknende arrangementer etter mønster av de svenske reglene. Det kan ikke utelukkes at fusjon og fusjonsliknende arrangementer etter utenlandske regler kan medføre kontrollskifte i selskap notert på norsk regulert marked på en slik måte at de øvrige aksjeeierne ikke får tilsvarende beskyttelse som gjennom norske fusjonsregler eller regler om overtakelsestilbud. Etter det utvalget forstår, er det flere eksempler på at en slik problemstilling har skapt utfordringer for minoritetsaksjeeiere i selskaper notert på norsk regulert marked. For så vidt gjelder unntaket fra tilbudsplikt ved erverv i form av vederlagsaksjer i fusjon, viser utvalget til at tilbudsmyndigheten har hjemmel til å pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller». Det er lagt til grunn at den skjønsmessige adgangen for tilbudsmyndigheten til å pålegge tilbudsplikt skal fange opp aktuelle omgåelsestilfeller. Bestemmelsen har hittil aldri vært benyttet. Utvalget er ikke kjent med om dette skyldes at det aldri har forekommet aktuelle omgåelsestilfeller, eller om det skyldes utøvelsen av skjønnet. Utvalget foreslår ingen endringer i bestemmelsen. Utvalget peker imidlertid på at adgangen til å pålegge tilbudsplikt ved omgørelser skal bidra til å ivareta de grunnleggende hensyn bak tilbudsreglene, herunder beskyttelse av minoritetsaksjeeierne, uavhengig av den konkrete prosessen rundt overtakelsen. Særlige tilfeller som kan begrunne pålegg om tilbudsplikt er eksempelvis omgørelser av tilbudsreglene gjennom fusjoner og fusjonsliknende arrangementer eller andre strukturer som er valgt nettopp for å omgå tilbudsplikt.

9.3.5.2 *Særlig informasjonsplikt for selskap etablert utenfor EØS*

Basert på erfaringer som børsen har gjort seg i egenskap av å være tilbudsmyndighet, mener utvalget det er påvist et behov for å bedre tilgangen til informasjon om minoritetsaksjeeiernes rettigheter når det gjelder noterte selskaper som er hjemmehørende utenfor EØS. Utvalget foreslår etter mønster av de svenske børsreglene og børsens anbefaling, jf. ovenfor, å innføre en ny informasjonsplikt som pålegger slike selskaper å gi en generell beskrivelse av de sentrale forskjeller mellom minoritetsaksjeeiernes rettigheter i landet

der selskapet er etablert og Norge, på selskapets nettside. Slike forskjeller kan følge av nasjonal lovgivning, selskapets vedtekter eller annet. Beskrivelsen kan eksempelvis inneholde informasjon om rettighetene og pliktene til minoritetsaksjeeierne i forhold til generalforsamlingen, utnevne og fjerning av styremedlemmer, fortrinnsretter ved emisjoner, tvungen overføring av aksjer,

forutsetninger for særskilt granskning, regler om frivillige og pliktige tilbud (overtakelser) samt fusjoner og andre lignende transaksjoner. Beskrivelsen bør oppdateres løpende. Det foreslås også at tilbudsmyndigheten kan pålegge selskapet å gi ytterligere informasjon. Bestemmelsen foreslås inntatt i forskrift, jf. forskriftsforslaget § 6-33, jf. også lovforslaget § 6-1 andre ledd.

Kapittel 10

Tiltak og sanksjoner

10.1 Gjeldende rett

Etter vphl. § 21-1 første ledd kan tilbudsmyndigheten ilegge foretak eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 6, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet. Tilbudsmyndigheten fastsetter mulktens størrelse, og mulkten tilfaller statskassen, jf. andre ledd. Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg, jf. tredje ledd. Av relevant praksis vises til Børsklagenemndens sak 3/2010 i forbindelse med klage fra Seadrill Limited over Oslo Børs' vedtak om dagmulkt for forsømmelse av plikten til å fremsette tilbud på utestående aksjer i Eastern Drilling. Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne, jf. vphl. § 6-20.

Dersom det ikke fremmes pliktig tilbud og fristen for ned salg er overskredet, kan tilbudsmyndigheten selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer, jf. § 6-21 første ledd. Tvangsfullbyrdsloven § 10-6, jf. § 8-16, kommer ikke til anvendelse. Tilbudsmyndigheten skal varsle den tilbudspliktige om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salg foretas, jf. § 6-21 andre ledd.

Tilbudsmyndigheten kan etter vphl. § 19-4 kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål som omfattes av kapittel 6. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikten gjelder § 21-1 om daglig mulkt mv.

10.2 EØS-rett

Ifølge art. 4 nr. 5 skal tilsynsmyndighetene ha alle fullmakter som er nødvendige for å utføre sine oppgaver, herunder plikt til å påse at partene i et tilbud overholder de regler som er vedtatt eller innført i henhold til direktivet.

Det er gitt bestemmelser om sanksjoner i direktivet art. 17. EØS-statene skal fastsette sanksjoner som skal ilegges ved overtredelse av nasjonale tiltak vedtatt i henhold til direktivet, samt treffe alle nødvendige tiltak for å påse at de iverksettes. Sanksjonene skal være effektive, stå i rimelig forhold til overtredelsen og ha preventiv virkning. Ifølge direktivets fortale pkt. 27 bør EØS-statene sørge for at det foreligger sanksjonsmuligheter for enhver overtredelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet. Direktivet oppstiller imidlertid ingen konkrete krav med hensyn til hvilke former for sanksjoner som bør innføres. EØS-statene skal underrette EU-kommisjonen om implementerte sanksjoner.

10.3 Svensk rett

Som nevnt i pkt. 2.4, har Aktiemarknadsnämnden en sentral rolle i det svenske tilbudsregimet. Aktiemarknadsnämnden skal gjennom uttalelser, rådgivning og informasjon fremme god skikk i aksjemarkedet. Aktiemarknadsnämnden kan avgi tolkningsuttalelser om hvordan Takeover-reglene skal tolkes og anvendes, og hvordan de ulike partene skal opptre i konkrete tilfeller. Aktiemarknadsnämnden har også en generell adgang til å innvilge unntak fra børsenes Takeover-regler dersom det foreligger særlige grunner.

Børsens disiplinære utvalg kan beslutte at en særskilt avgift skal ilegges tilbyderer dersom tilbyderer overser eller bryter Takeover-reglene eller Aktiemarknadsnämndens tolkning eller anvendelse av reglene, jf. Takeover-reglene kapittel VI. Avgiften skal være minst 50 000 SEK og ikke mer enn 100 MSEK. For så vidt gjelder mål-selskap som overtrer Takeover-reglene gjelder sanksjonsreglene i punkt 5 og 6 i Nasdaq Stockholms emittentregelverk og reglene i punkt 5 og 6 i NGMs regler for selskaper som er opptatt til handel på NGM Equity. Dersom overtredelsen er mindre alvorlig eller unnskyldelig, kan disiplinærkomitéen beslutte å ikke ilegge sanksjoner.

10.4 Dansk rett

Det danske Finanstilsynet har ansvar for å føre tilsyn med overholdelsen av kapittel 8 om overtakelsestilbud, jf. Lov om kapitalmarkeder § 21. Ifølge Lov om kapitalmarkeder § 247 kan overtredelse av enkelte av bestemmelsene i kapittel 8 om overtakelsestilbud straffes i form av bøter.

Overtredelse av en rekke av bestemmelsene i Bekendtgørelse om overtagelsestilbud straffes med bøter, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 30 stk. 1. Blant annet gjelder dette overtredelse av regler om pliktig tilbud, likebehandling, plikt til å sikre vederlag, tilbudsperiode, tilbudsdokument, tilbudspris, vederlag, om avtaler om bonus eller tilsvarende ytelser, offentliggjøring, målselskapets plikt til å informere aksjeeierne, endring av tilbud og offentliggjøring av forlengelse av tilbudsperiode. Juridiske personer kan pålegges straffansvar etter reglene i den danske straffeloven kapittel 5, jf. Bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 30 stk. 2.

10.5 Utvalgets vurdering

10.5.1 Generelt

Direktivet legger opp til at nasjonale myndigheter har stort handlingsrom ved fastsettelse av de konkrete sanksjonene, under forutsetning av at sanksjonene er effektive, forholdsmessige og preventive. Verdipapirmarkedslovutvalget la til grunn at en generell adgang til å ilegge dagmulkt fremstod som den mest hensiktsmessige sanksjonsformen for så vidt gjelder overtredelser av reglene om frivillige og pliktige tilbud, jf. NOU 2005: 17 pkt. 14.2.3.

Dette utvalget har vurdert om det er mer hensiktsmessig å innføre andre former for tiltak og sanksjoner ved overtredelser av reglene om overtakelsestilbud. I vurderingen har utvalget tatt i betraktning forskjellene mellom administrative tiltak og administrative sanksjoner, da administrative sanksjoner vil kunne være straff etter EMK. Utvalget viser i den forbindelse til sin utredning i NOU 2017: 14 pkt. 11.4.3, der utvalget blant annet uttalte følgende om dette:

«Videre vil de særlige saksbehandlingsreglene i saker om administrative sanksjoner i forvaltningsloven kapittel IX, som ble vedtatt av Stortinget 18. mai 2016 på grunnlag av Prop. 62 L (2015–2016), komme til anvendelse. I disse reglene er det i § 43 annet ledd tatt inn en definisjon av begrepet administrativ sanksjon. Det heter:

«Med administrativ sanksjon menes en negativ reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan, som retter seg mot en begått overtredelse av lov, forskrift eller individuell avgjørelse, og som regnes som straff etter den europeiske menneskerettskonvensjon.»

Utvalget legger denne definisjonen til grunn for sitt arbeid. I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 3.2 er sanksjonsbegrepet omtalt nærmere. Her slutter Justisdepartementet seg i hovedsak til Sanksjonslovutvalgets innstilling hvor det ble fremhevet at det karakteristiske for en sanksjon er at den er tilbakeskuende og har et vesentlig pønalt element. Tiltak som er «fremadrettet» vil derimot ikke omfattes av sanksjonsdefinisjonen. På verdipapiriområdet er en rekke forvaltningstiltak innrettet med tanke på at lovbrudd skal opphøre og forhindres frem i tid, blant annet reglene om pålegg om retting og tilbakekall av tillatelser til foretak som har vist seg uskikket til å operere i markedet.»

Utvalget har vurdert om overtredelse av bestemmelsene i kapittel 6 bør belegges med straff eller sanksjoneres administrativt. De senere årene har prinsippene for kriminalisering og prinsippene for bruk av forvaltningssanksjoner vært drøftet i flere sammenhenger.

Ved lov 27. mai 2016 nr. 15 er det fastsatt nye bestemmelser i forvaltningsloven kapittel IX om administrative sanksjoner. Med administrativ sanksjon menes etter ny § 43 annet ledd en negativ reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan, som retter seg mot en begått overtredelse av lov, forskrift eller individuell avgjørelse, og som regnes som straff etter den europeiske menneskerettskonvensjonen. Utvalget legger til grunn at de nye reglene om administrative sanksjoner i forvaltningsloven vil gjelde for utvalgets forslag om overtredelsesgebyr.

Utvalget viser til sin oppsummering av den generelle rettsutviklingen for så vidt gjelder sanksjoner som er inntatt i NOU 2017: 14 pkt. 11.4.8.1, jf. også NOU 2018: 10 pkt. 13.3.4.1. Utvalget bemerker at de prinsippene som er omtalt i nevnte forarbeider er relevante for utarbeidelse av regelverket knyttet til administrative tiltak, sanksjoner og straff for hele finansområdet, herunder for overtredelser av regler om overtakelsestilbud. Utvalget legger prinsippene som fremkommer i nevnte forarbeider til grunn for sine vurderinger.

Nedenfor drøfter utvalget ulike tiltak og sanksjoner som henholdsvis bør videreføres og hvilke som bør innføres.

Utvalget viser også til at det foreslås å øke graden av tilsyn, jf. pkt. 8.5.2, der utvalget foreslår at tilbudsmyndigheten skal føre tilsyn med overholdelsen av alle bestemmelser gitt i eller i medhold av vphl. kapittel 6.

10.5.2 Tiltak og virkemidler

10.5.2.1 Dagmulkt

Utvalget foreslår i utgangspunktet å videreføre gjeldende bestemmelser om dagmulkt. I gjeldende rett er det som nevnt gitt bestemmelser om at tilbudsmyndigheten kan ilegge foretaket eller en person som forsømmer sine plikter etter kapittel 6 dagmulkt som påløper inntil forholdet er rettet, jf. vphl. § 21-1. Utvalget legger til grunn at tvangsmulkt – eller dagmulkt – ikke anses som straff etter EMK, jf. Prop. 62 L (2015–2016) pkt. 31.4.2. I likhet med Verdipapirmarkedslovutvalget, mener utvalget at dagmulkt er et forsvarlig og hensiktsmessig tiltak ved overtredelser av reglene i kapittel 6. Gjennom denne utredningen foreslår utvalget større bruk av forskrift enn hva som er tilfelle i dag. Utvalget foreslår å presisere i bestemmelsen om dagmulkt at også forsømmelse av forskrifter gitt i medhold av reglene i kapittel 6 omfattes, jf. forslag til endringer i vphl. § 21-1 første ledd.

10.5.2.2 Utøvelse av aksjeeierrettigheter og tvangssalg

Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsene om utøvelse av aksjeeierrettigheter og tvangssalg av aksjer ved forsømmelse av tilbudsplikt og nedsalg. Det vises til lovforslaget §§ 6-27 og 6-28.

10.5.2.3 Opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende bestemmelse om at enhver plikter å gi tilbudsmyndigheten de opplysninger som tilbudsmyndigheten måtte kreve i forbindelse med reglene om frivillige og pliktige tilbud. Utvalget viser til at bestemmelsen retter seg mot enhver som kan antas å ha opplysninger av betydning, hvilket også omfatter tilbydere og rådgivere på tilbyders side. Det forutsettes at opplysningsplikten omfatter de forhold som tilsynsmyndigheten mener er nødvendige for å avklare den aktuelle situasjonen, herunder fremleggelse av dokumentasjon i form av kopier av avtaler eller andre dokumenter som kan ha betydning. Det presiseres at opplysningsplikten også inkluderer plikt til fremleggelse av dokumenter.

10.5.2.4 Suspensjon av stemmerett

Ved grove brudd på bestemmelsene gitt i eller i medhold av vphl. kapittel 6, foreslår utvalget å innføre en adgang for tilbudsmyndigheten til å gi pålegg om at stemmeretter til aksjer ikke kan utøves før forholdet er brakt til opphør eller for en nærmere angitt periode. Bakgrunnen for forslaget er å kunne beskytte andre aksjeeieres interesser eller markedet, når det er behov for dette. I vurderingen av om suspensjon skal ilegges, mener utvalget at tilbudsmyndigheten skal legge vekt på overtredelsens omfang og om pålegget er nødvendig for å beskytte andre aksjeeieres interesser og/eller markedets integritet. Det vises til lovforslaget § 6-29.

Utvalgets mindretall, medlemmet Sigurdson, viser til at suspensjon av stemmerett griper sterkt inn i aksjeeieres rettigheter. Suspensjon av stemmerett som sanksjon for lovovertridelser basert på forvaltningsvedtak bør utredes nærmere før det eventuelt blir innført. Mindretallet går imot forslaget fra flertallet.

10.5.2.5 Pålegg om retting og adgang til å gi kritikk

Utvalget mener det er hensiktsmessig at tilbudsmyndigheten kan gi pålegg om retting av forhold som er i strid med lovens bestemmelser om frivillige og pliktige tilbud eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Utvalget legger til grunn at pålegg kan gis dersom tilbudsmyndigheten har grunn til å anta at noen opptrer i strid med bestemmelser i loven eller i forskrifter gitt i medhold av loven. Med «opptreden» mener utvalget så vel handlinger som unnlatelser. Pålegg kan omfatte ethvert tiltak som tilbudsmyndigheten anser nødvendig for å bringe det aktuelle forholdet til opphør, herunder endringer og retting. Pålegg kan rettes mot ethvert rettssubjekt som omfattes av reglene. Dette vil etter omstendighetene omfatte potensiell tilbyder, tilbyder og mål-selskap eller andre, etter tilbudsmyndighetens vurdering. Bestemmelsen om pålegg foreslås inn-tatt i lovforslaget § 6-30.

Utvalget legger til grunn at det ikke foreligger behov for noen særskilt hjemmel for så vidt gjelder tilbudsmyndighetens adgang til å gi kritikk. Utvalget viser til forslaget om å presisere i loven at tilbudsmyndigheten skal føre tilsyn med overholdelsen av bestemmelser gitt i eller i medhold av kapittelet om frivillige og pliktige tilbud, jf. pkt. 8.5. I kraft av dette tilsynsansvaret, mener utvalget at tilbudsmyndigheten kan kritisere brudd på

bestemmelsene overfor enhver som opptrer på en slik måte at tilbudsmyndigheten mener det er korrekt å kritisere.

10.5.3 Overtredelsesgebyr og straff

10.5.3.1 Nærmere om overtredelsesgebyr

Etter gjeldende regler er det ikke adgang til å ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av regler om frivillige og pliktige tilbud i vphl. kapittel 6 med tilhørende forskrifter. Overtredelsesgebyr anses som en administrativ sanksjon med et fremtredende pønalt element, og er primært et alternativ til strafferettslig bot.

Utvalgets generelle utgangspunkt er at det bør vurderes å innføre bestemmelser som gir tilbudsmyndigheten adgang til å ilegge overtredelsesgebyr. I vurderingen har utvalget særlig sett hen til at brudd på reglene om frivillige og pliktige tilbud vil kunne være egnet til å skape usikkerhet i markedet og således påvirke prisdannelsen på aksjene i det noterte selskapet, samtidig som brudd på reglene om frivillige og pliktige tilbud kan føre til unødig forstyrrelser for målselskapets virksomhet. Etter utvalgets oppfatning tilsier disse hensynene at det er viktig å sikre at brudd på reglene møtes med effektive sanksjoner.

Videre har utvalget foretatt en avveining av behovet for å innføre overtredelsesgebyr på den ene siden opp mot hensynet til rettssikkerhet for dem som kan bli ilagt overtredelsesgebyr på den andre siden. Når det gjelder hensynet til rettssikkerhet, viser utvalget til at overtredelsesgebyr vil kunne ilegges av tilbudsmyndigheten, og at vedtak om overtredelsesgebyr skal kunne påklages til Børsklagenemnden etter de særlige reglene som gjelder for slike klager. Vedtaket kan deretter prøves av domstolene i sivilprosessens former, og domstolene skal kunne prøve alle sider av saken, jf. forvaltningsloven § 50. Det følger av forvaltningsloven § 48 at forvaltningen har plikt til å orientere om vernet mot selvinkriminering som følger av EMK. I Prop. 62 L (2015–2016) har Justis- og beredskapsdepartementet redegjort for beviskrav ved administrative sanksjoner, se særlig proposisjonen kapittel 19. Disse reglene i forvaltningsloven vil utfylle bestemmelsen om overtredelsesgebyr og bidra til å ivareta hensynet til rettssikkerhet.

En forutsetning for å ilegge overtredelsesgebyr er imidlertid at dette ikke er å betrakte som straff i Grunnlovens forstand. Selv om det legges til grunn at overtredelsesgebyr har et visst pønalt element, er det overordnede formålet å bidra til å

sikre at overtakelsesprosesser gjennomføres på en ordnet måte, hvilket kan ha betydning både for markedet, tilbyder og aksjeeierne, samt for selskapet som er gjenstand for oppkjøpet. Etter utvalgets oppfatning tilsier disse hensynene at det er viktig å sikre at brudd på reglene møtes med sanksjoner. Adgang til å kunne ilegge overtredelsesgebyr vil innebære en mulighet for effektiv sanksjonering av brudd på reglene for oppkjøp av noterte selskaper, og således bidra til å opprettholde markedets integritet og troverdighet. Videre vises det til at reglene om overtakelsestilbud er et særlig rettsområde innen verdipapirlovgivningen som krever høy grad av spesialkompetanse hos den som skal vurdere relevante sanksjoner. Tilbudsmyndigheten har slik særskilt kompetanse både når det gjelder regelverket og undersøkelse av overtredelser av disse reglene. Det vil være ressursbesparende, både for tilbudsmyndigheten og politiet/påtalemyndigheten, om tilbudsmyndigheten kan ilegge overtredelsesgebyr, i stedet for at saken må oversendes til politiet/påtalemyndigheten.

Overtredelsesgebyr kan videre virke preventivt og bidra til å beskytte aktørene i markedet, samt øke tilliten til markedet. Straff bør forbeholdes overtredelser av sentrale bestemmelser, hvor det kan være aktuelt å vurdere fengselsstraff, mens overtredelsesgebyr ellers vil være en egnet og hensiktsmessig reaksjon ved overtredelser, som alternativ til strafferettslig bot.

Utvalget har også sett hen til om ovennevnte hensyn kan ivaretas med mindre inngripende virkemidler enn sanksjoner, ved at det foreslås å videreføre bestemmelser om daglig mulkt, innføre adgang til å ilegge stemmerettssuspensjon, og gi pålegg om retting, jf. pkt. 10.5.2, 10.5.4, og 10.5.5 ovenfor. Utvalget antar imidlertid at slike virkemidler normalt vil kunne ha liten preventiv effekt, og at det ikke vil gi de aktuelle aktørene et tilstrekkelig insentiv til å overholde regelverket.

På denne bakgrunn mener utvalget at det vil gi en fornuftig og hensiktsmessig regulering å innføre overtredelsesgebyr for brudd på enkelte av pliktene etter kapittel 6.

10.5.3.2 Hvilke overtredelser bør medføre overtredelsesgebyr

Utvalget har i tråd med Justis- og beredskapsdepartementets uttalelser i Prop. 62 L (2015–2016) gjort en konkret vurdering for hver enkelt handlingsnorm, om det ved overtredelse bør kunne ilegges overtredelsesgebyr.

Utvalget foreslår for det første å innføre overtredelsesgebyr for brudd på plikt til å gi korrekt, klar og ikke villedende informasjon i forbindelse med tilbud (jf. lovforslaget § 6-4) og forutsetninger for å fremsette melding om tilbud (jf. lovforslaget § 6-5). Videre foreslår utvalget å innføre overtredelsesgebyr for overtredelser av plikt til å gi melding om at det er inngått avtale som vil utløse tilbudsplikt (jf. lovforslaget § 6-9), plikten til å gi melding om at frivillig tilbud er besluttet (jf. lovforslaget § 6-16), plikt til å fremsette pliktig eller frivillig tilbud (jf. lovforslaget §§ 6-12 og 6-17) og plikt til å gjennomføre nedsalg innen angitt frist (jf. lovforslaget § 6-11). Utvalget foreslår også å innføre overtredelsesgebyr for tilfeller der noen fremmer tilbud til uriktig pris, jf. lovforslaget § 6-13 om minste pris ved pliktig tilbud og § 6-23 første ledd nr. 2 om minste pris ved tvungen overføring. Utvalget viser til at det å fremme tilbud til uriktig pris kan være vel så alvorlig som å ikke fremme tilbud innen den relevante fristen. Det forutsettes at det også skal kunne ilegges overtredelsesgebyr for overtredelser av plikter som fremgår i regler inntatt i forskrifter gitt i medhold av nevnte bestemmelser. Endelig foreslår utvalget at overtredelsesgebyr skal kunne ilegges personer som ikke etterkommer tilbudsmyndighetens pålegg etter lovforslaget § 6-30. Bestemmelser om overtredelsesgebyr foreslås inntatt i lovforslaget § 6-31.

10.5.3.3 Hvem skal kunne ilegges overtredelsesgebyr

Reglene om frivillige og pliktige tilbud kan innenfor bestemmelsenes øvrige vilkår rette seg mot enhver som inngår avtale om å erverve, erverver eller fremsetter tilbud om å erverve aksjer i noterte selskaper. Det vil si at reglene kan pålegge både foretak og fysiske personer plikter.

For så vidt gjelder foretak, foreslår utvalget at det presiseres at tilbudsmyndigheten kan ilegge overtredelsesgebyr dersom foretaket eller noen som har handlet på vegne av foretaket har overtrådt de aktuelle bestemmelsene. Personkretsen vil være den samme som etter straffeloven § 27 første ledd første punktum. Det foreslås ikke å fastsette krav om skyld for at et foretak skal kunne ilegges overtredelsesgebyr, jf. anbefalingen fra Justis- og beredskapsdepartementet i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 10.3.2. Når det gjelder anonyme og kumulative feil, viser utvalget til at den nye bestemmelsen i forvaltningsloven § 46 første ledd inneholder regler om at administrativ fore-

takssanksjon kan ilegges også ved anonyme og kumulative feil, dersom det er fastsatt i særlov at administrativ sanksjon kan ilegges foretak. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen vil utfylle reglene i verdipapirhandelloven, slik at det ikke er behov for tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven, jf. tilsvarende i NOU 2017: 14 pkt. 11.4.8.3.

Ettersom det foreslås at overtredelsesgebyr kan ilegges fysiske personer, skal det fastsettes skyldkrav. Utvalget legger til grunn at det bør stilles krav om forsett eller uaktsomhet.

Det vises til lovforslaget § 6-31 første og andre ledd.

10.5.3.4 Størrelsen på overtredelsesgebyr

Ifølge forvaltningsloven § 44 andre ledd skal det fastsettes en øvre ramme for utmålingen av overtredelsesgebyr i lov eller forskrift, jf. Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 13.3. Etter utvalgets syn bør den øvre rammen for overtredelsesgebyr fremgå av loven. Dette vil bidra til å skape økt forutsigbarhet, samt å tydeliggjøre størrelsen på sanksjonen som risikeres.

Når det gjelder størrelsen på de maksimale overtredelsesgebyrene, foreslår utvalget at det for juridiske personer kan fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 20 millioner kroner, eller opptil 2 prosent av den samlede årsumsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap. For et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34/EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsumsetningen, eller tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket. For fysiske personer foreslår utvalget at det kan fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 10 millioner kroner. Innenfor maksimumssatsen skal fastsettelsen skje basert på en konkret vurdering. Bestemmelsen foreslås inntatt i lovforslaget § 6-31 tredje og fjerde ledd.

I forvaltningsloven § 44 tredje ledd om utmåling av overtredelsesgebyr mot fysisk person og forvaltningsloven § 46 andre ledd om utmåling av administrativ foretakssanksjon, oppstilles momenter som kan vektlegges i avgjørelsen. Utvalget legger til grunn at momentene som angis i nevnte bestemmelser i forvaltningsloven vil komme til anvendelse ved utmålingen av overtredelsesgebyr for brudd på tilbudsreglene.

10.5.3.5 Straff

Overtredelse av lovens regler om frivillige og pliktige tilbud er i dag ikke straffesanksjonert. Utvalget har vurdert i hvilken grad det er nødvendig og hensiktsmessig å straffe overtredelser av reglene i vphl. kapittel 6, i tillegg til at det er bestemmelser om tiltak og administrative sanksjoner. Utvalget har i sin vurdering lagt til grunn uttalelser i forarbeidene til straffeloven og forvaltningsloven angir visse grunnvilkår for kriminalisering av handlinger. I Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) pkt. 7.5.1 uttaler Justisdepartementet:

«Skadefølgeprinsippet bør være utgangspunkt og grunnvilkår for kriminalisering: Atferd bør bare gjøres straffbar dersom den fører til skade eller fare for skade på interesser som bør vernes av samfunnet. I tillegg må to andre kriterier vurderes for at loven skal sette straff for en bestemt atferd: (1) Straff bør bare brukes dersom andre reaksjoner og sanksjoner ikke finnes eller åpenbart ikke vil være tilstrekkelige. (2) Straff bør bare brukes dersom nyttevirkningene er klart større enn skadevirkningene.»

Videre har utvalget tatt utgangspunkt i Justisdepartementets anbefalinger for bruk av sanksjoner, jf. Prop. 62 L (2015–2016) pkt. 7.4.4. Anbefalinger som er relevante for straff gjelder særlig:

- Det minst inngripende tilgjengelige virkemiddelet bør velges.
- Spørsmålet om en overtredelse skal sanksjoneres, bør som utgangspunkt vurderes ut fra hver enkelt handlingsnorm.
- Lovbrudd som skal sanksjoneres, bør i praksis bli søkt avdekket og håndhevet (håndhevingshensynet).
- Straff bør normalt bare brukes ved alvorlige overtredelser (kvalifikasjonskravet).

Med utgangspunkt i disse anbefalingene, har utvalget vurdert om brudd på enkelte av reglene i vphl. kapittel 6 er tilstrekkelig alvorlige til å begrunne bruk av straff, og om straff på dette området er nødvendig for å sikre at regelverket etterlevs. Straff bør bare benyttes dersom andre reaksjoner og sanksjoner ikke vil være tilstrekkelige.

Et flertall av utvalget, bestående av Truyen, Bjerkestrand, Skallerud, Solem, Grandal, Vidje-land, Stray og Nygaard, mener at det bør innføres et parallelt strafferegime slik at brudd på enkelte av reglene i vphl. kapittel 6 straffes. Flertallet

peker på at overtredelse av disse reglene har stort skadepotensiale, og at allmennpreventive hensyn taler for at det bør være mulig å straffe brudd. Flertallet legger til grunn at en straffereaksjon for overtreder vil oppleves som en strengere reaksjon enn et overtredelsesgebyr, selv om det er anledning til å gi høye gebyrer. Flertallet er også av den oppfatning at tilsynsmessig oppfølging og administrative sanksjoner ikke alltid vil være tilstrekkelig. Det er imidlertid ikke naturlig at alle bestemmelser som nå foreslås gjort til gjenstand for overtredelsesgebyr, også skal belegges med straff. Flertallet har med utgangspunkt i anbefalingene nevnt ovenfor foretatt en konkret vurdering av hvilke bestemmelser utvalget mener bør belegges med straff.

Flertallet mener at straff for overtredelse bør forbeholdes de sentrale pliktene knyttet til tilbudspunkt og pliktig tilbud. Det foreslås straff for overtredelse av bestemmelser om tilbudspunkt ved aksjeerverv, jf. lovforslaget § 6-6, og for overtredelse av reglene om fremsettelse av pliktig tilbud og tilbudsdokument, jf. lovforslaget § 6-12. Videre foreslås straff for overtredelser av bestemmelser om minste tilbudspris i pliktig tilbud, jf. lovforslaget § 6-13, og minste tilbudspris ved benyttelse av unntaket fra plikten til å fremsette pliktig tilbud ved tvungen overføring, jf. lovforslaget § 6-23 første ledd nr. 2. I forlengelsen av dette, foreslås også straff for overtredelser av forskrifter gitt til utfylling av de nevnte bestemmelsene. Etter flertallets oppfatning er det ikke tilstrekkelig grunn til at andre overtredelser av vphl. kapittel 6 skal kunne forfølges strafferettslig.

Når det gjelder hvilke strafferammene som bør fastsettes, er det tatt utgangspunkt i Justisdepartementets uttalelser i Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) pkt. 1.3, der følgende fremgår:

«Departementet går inn for at strafferammene bør fastsettes som et produkt av tre omstendigheter: hvilken interesse som er angrepet, resultatet eller virkning av handlingen og lovbrüterens utviste skyld. Krenkede interesser deles i tre hovedgrupper: Enkeltpersoners liv og selve samfunnsordenen, dernest enkeltpersoners fysiske integritet og det felles livsgrunnlag (miljøet) og til slutt enkeltpersoners psykiske integritet og økonomiske interesser. Strafferammene bør gjenspeile om lovbruddet er grovt, vanlig eller lite, og eventuelt at handlingen ikke kan få noe skadevoldende resultat, fordi den bare gjelder forberedelse (når dette er gjort straffbart). For skylden bør rammene avspeile om handlingen er fortsettlig, grovt

uaktsom eller er forøvet ved alminnelig uaktsomhet.»

Flertallet foreslår på denne bakgrunn at overtredelser bør kunne straffes med bøter eller fengsel inntil ett år. Skyldkravet foreslås å være forsett og uaktsomhet. Flertallet mener at fengselsstraff bør forbeholdes de mest alvorlige overtredelsene og at det for øvrig kun bør kunne ilegges bøtestraff. Det legges til grunn at det stedlige virkeområdet for straffebestemmelsen tilsvarende det stedlige virkeområdet for bestemmelsene i kapittel 6.

Bestemmelsen om straff foreslås inntatt i straffebestemmelsen i verdipapirhandelloven, jf. ved at den tilføyes i vphl. § 21-3 andre ledd nr. 1.

Utvalgets *mindretall*, medlemmet Sigurdson, viser til vurderingene i Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) og i Prop. 62 L (2015–2016) og Stortingets behandling av dem, når det gjelder prinsipper for sanksjonering av lovovertridelser. Mindretallet mener det ikke er tilstrekkelige grunner til å kriminalisere overtredelser av regler om overtakelsestilbud parallelt med den adgangen til å sanksjonere med overtredelsesgebyr utvalget foreslår. Mindretallet går derfor imot forslaget om straffe-sanksjonering av overtredelser av reglene om overtakelsestilbud.

10.5.3.6 Oppfyllelsesfrist, tvangsgrunnlag, forsinkelsesrente og foreldelse

Den alminnelige regelen i forvaltningsloven § 42 er at hverken klage eller søksmål fører til utsatt iverksetting av vedtak, med mindre forvaltningen

selv beslutter det. I forvaltningsloven § 44 er det inntatt en normalregel om at oppfyllelsesfristen for overtredelsesgebyr skal være fire uker fra vedtaket ble truffet. Utvalget legger til grunn at normalregelen anvendes for overtredelsesgebyr ilagt for overtredelser iht. lovforslaget § 6-31, og at eventuelle utsettelse av frister eller andre forhold må avklares etter de alminnelige regler som gjelder for dette.

Etter utvalgets syn tilsier et effektivt sanksjonssystem at ilagt overtredelsesgebyr skal kunne tvangsfullbyrdes, jf. utvalgets vurdering i NOU 2017: 14 pkt. 11.4.8.6. At ilagt overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg følger av tvangsfullbyrdesloven § 7-2 bokstav d), og det antas at det ikke er nødvendig at dette også gjentas uttrykkelig i loven for så vidt gjelder gebyr for overtredelser av tilbudsreglene.

For så vidt gjelder overtredelser av fastsatt frist for betaling av ilagt overtredelsesgebyr, foreslår utvalget å presisere i loven at det skal betales renter etter lov 17. desember 1976 nr. 100 om renter ved forsinket betaling m.m.

Overtredelsesgebyr vil være et alternativ til bot, slik at det er naturlig å se hen til reglene om foreldelse i straffeloven § 86 der foreldelsesfristen er to år for blant annet bøter, jf. utvalgets vurdering i NOU 2017: 14 pkt. 11.4.8.6. Utvalget foreslår en ny bestemmelse om foreldelse av overtredelsesgebyr ilagt etter overtredelse av tilbudsreglene. Det foreslås at regler om forsinket betaling og foreldelse samles i en ny bestemmelse, jf. lovforslaget § 6-32.

Kapittel 11

Administrative og økonomiske konsekvenser

11.1 Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen

Gjeldende regulering av overtakelser av noterte selskaper har bakgrunn i særnorske bestemmelser og gjennomføring av EØS-forpliktelser som svarer til direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud. Bestemmelsene gjelder dels for norske og utenlandske selskaper som er notert på regulert marked i Norge, og dels for norske selskaper som kun er notert på regulert marked i annen EØS-stat. Regulering av selskapsovertakelser ivaretar både verdipapirrettslige og selskapsrettslige formål, og det er en rekke ulike hensyn som søkes beskyttet gjennom dette regelverket. Formålet med regler om tilbudsplikt er i første rekke å sikre at minoritetsaksjeeierne skal få en del av premien som ofte betales for å oppnå og overta kontroll i et notert selskaper, samt hindre at minoritetsaksjeeierne i et overtatt selskap lider økonomisk tap som følge av selskapsovertakelsen, jf. NOU 1996: 2 pkt. 9.3.1. Reglene skal sikre likebehandling av investorer etter gitte kriterier og sikre tilstrekkelig informasjon for å ta en veloverveid investeringsbeslutning. I direktivet fremheves særlig aksjeeiernes og tredjeparters interesser, harmonisering blant EØS-statene, minoritetsaksjeeiernes interesser, redusert risiko for innsidehandel, ansattes interesser og tilbyders majoritetsinteresser som beskyttelsesverdige hensyn.

Utvalget har ikke funnet det nødvendig å gjøre en fullstendig gjennomgang av regelverket som sådan. Utvalget har fokusert revisjonsarbeidet rundt områder hvor det etter utvalgets oppfatning foreligger et klart markedsmessig behov for endringer, og områder hvor det er behov for justeringer som følge av tilpasninger til direktivet, samt

enkelte andre særskilte forhold. I arbeidet har utvalget lagt vekt på å kartlegge utviklingstrekk og markedspraksis for å identifisere områder der det er behov for utfyllende regulering og/eller behov for å klargjøre eller gjøre endringer i retts-tilstanden.

Utvalget foreslår i stor grad å videreføre hovedinnholdet og omfanget av gjeldende regulering i vphl. kapittel 6 og i verdipapirforskriften kapittel 6. Utvalget foreslår imidlertid enkelte endringer. Forslagene til endringer i regelverket vil i første rekke få betydning for selskaper eller personer som har til hensikt å kjøpe større eller mindre deler av et notert selskap. Forslagene vil videre få betydning for de noterte selskapene. I tillegg vil relevante myndigheter berøres.

Utvalget foreslår ikke særlige utvidelser av virkeområdet for reglene om frivillige og pliktige tilbud. De foreslåtte endringene medfører derfor sannsynligvis ikke at antall tilbud kommer til å øke i det norske markedet.

Det foreslås å pålegge tilbyder større forpliktelser på enkelte områder i forbindelse med tilbud på noterte selskaper, særlig i henhold til forberedelse i førtilbudsfasen, informasjonsgiving og prosesser ved frivillige tilbud. Bakgrunnen for forslagene er i første rekke aksjeeiernes behov for informasjon for å kunne treffe en veloverveid investeringsbeslutning og markedets behov for informasjon, samt å sørge for at det skjer minst mulig forstyrrelser i det noterte selskapets daglige drift.

Hva gjelder tilbudsmyndighetens utøvelse av sine myndighetsoppgaver, har utvalget fått oversendt en tabell som viser en oversikt over tilbudsmyndighetens aktivitet og gebyrer vedrørende kontroll av pliktig og frivillig tilbud, dispensasjoner og unntak mv. i perioden 2012–2017.

Sakstype	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Kontroll av pliktig tilbud	1	5	6	7	14	9
Kontroll av frivillig tilbud	6	2	3	7	10	4
Kontroll av tilbud som ikke blir fremsatt	0	0	0	2	3	1
Kontroll av endring av tilbud	6	6	7	8	8	1
Kontroll av tvangsinnløsning etter frivillig tilbud	2	0	2	5	3	2
Unntak fra tilbudsplikt	3	3	5	2	1	2
Dispensasjon for noterte selskaper utenfor EØS	0	0	2	1	1	0
Tilbud med delt tilbudsmyndighet innenfor EØS	1	0	1	1	3	2
Tilbud med målselskap utenfor EØS	0	0	1	1	5	2
Gebyrer (NOK mill.)	2,1	1	2,6	4,2	6,2	Ikke tilgjengelig

I egenskap av å være tilbudsmyndighet, ilegger Oslo Børs med hjemmel i vphl. kapittel 6 og verdipapirforskriften kapittel 6 gebyrer for en rekke av sine kontrollaktiviteter. Oslo Børs fastsetter geby-

rene årlig. Ifølge børsens *Avgifter gjeldende for utstedere på Oslo Børs og Oslo Axess* (fra januar 2018) pkt. 3, utgjør gebyrer knyttet til tilbuds-dokumenter følgende beløp (i NOK):

Fast gebyr	Pr. mill. markedsverdi ¹	Maksimum
207 200	71,10	355 200

¹ Avgift beregnes på grunnlag av de aksjer som omfattes av tilbudet.

Øvrige avgifter knyttet til kontroll av tilbudsdocument mv. utgjør følgende beløp (i NOK):

Type gebyr	Størrelse
Kontroll av endring av tilbud	23 700
Behandling av søknad om reduksjon av garanti	23 700
Tilbud som er gjenstand for delt lovvalg, jf. vphl. og takeoverdirektivet, og eller	59 250
Tilbud som kontrolleres av og i samarbeid med tilbudsorgan i annet land, og/eller	59 250
Tilbud med oppgjør i annet enn pengevederlag, og/eller	59 250
Tvungen overføring kombinert med pliktig tilbud	59 250

Fast avgift påløper ved innsendelse av første utkast til tilbudsdocument. Resterende avgift påløper ved godkjenning av tilbudsdocumentet.

Det forventes ikke at størrelsen på gebyrene som nevnt ovenfor endres vesentlig på bakgrunn av forslagene i utredningen. Utvalget foreslår

imidlertid at tilbudsmyndigheten kan gebyrlegge enkelte nye oppgaver i forbindelse med utøvelse av sin myndighet etter vphl. kapittel 6, jf. pkt. 8.5.3. Det kan således forventes at ytterligere oppgaver blir gebyrlagt.

11.2 Administrative og økonomiske konsekvenser av endringene

11.2.1 Generelt

Utvalgets forslag innebærer som nevnt i stor grad en videreføring av gjeldende regler, med enkelte endringer som skal styrke kontrollen med frivillige og pliktige tilbud. De viktigste endringene er:

- Ny regelstruktur
- Krav til forberedelser i førtilbudsfasen
- Lengre minste tilbudsperiode for frivillige tilbud
- Krav til informasjon i melding om tilbud
- Nye regler om fastsettelse av markedskurs
- Nye dispensasjonshjemler
- Utvidet likebehandlingsplikt
- Generelle krav til informasjon i forbindelse med tilbud
- Rett til å tilbakekalle aksept på nærmere vilkår
- Plikt til å offentliggjøre beslutning om tvungen overføring
- Krav til skriftlig tilbud og kontroll ved tvungen overføring
- Utvidet tilsyn
- Nye grunnlag for gebyrer
- Administrative tiltak og sanksjoner
- Straff

Nedenfor gjennomgås konsekvensene for de forskjellige aktørene som berøres av ovennevnte forslag om endringer i reglene om frivillige og pliktige tilbud.

11.2.2 Administrative og økonomiske konsekvenser for tilbyder

Selskaper eller personer som fremmer tilbud om oppkjøp av noterte selskaper i det norske markedet bærer i dag det meste av kostnadene ved tilbudet. Dette gjelder kostnader til rådgivere, kostnader ved finansiering av tilbudet samt kostnader til tilbudsmyndigheten.

Utvalget foreslår å innføre regler for førtilbudsfasen som vil medføre at tilbydere må gi noe mer informasjon om den planlagte oppkjøpsprosessen enn hva som følger av gjeldende rett. Gjeldende praksis er likevel at den aktuelle informasjonen allerede gis av tilbyder, eller informasjonen kan fremskaffes uten store kostnader. Det antas derfor at kostnadsøkningen knyttet til endringen er liten, og den vil hovedsakelig være tilknyttet bruk av rådgivere.

Utvalget foreslår å forlenge minste tilbudsperiode for frivillig tilbud med to uker, slik at tilbuds-

perioden blir minst 4 uker. Så godt som alle frivillige tilbud inneholder betingelser for gjennomføring, og for de fleste frivillige tilbud er oppfyllelse av betingelsene uavhengig av tilbudsperiodens lengde. En forlengelse med to uker vil derfor i liten grad påvirke hvor hurtig tilbudene gjennomføres. Det er derfor ikke grunn til å anta at dette forslaget medfører en økning i finansieringskostnadene for tilbyder.

Forslaget om at det skal utarbeides et skriftlig tilbud ved tvungen overføring etter at det er gjennomført frivillig eller pliktig tilbud, er dels i tråd med gjeldende rett og dels en lovfesting av praksis. Det foreslås å innføre en ordning hvor tilbudsmyndigheten skal kontrollere det skriftlige tilbudet. Kostnadene for tilbyder vil derfor kunne øke noe som følge av økt kontroll med tvungen overføring.

Utvalget foreslår enkelte nye grunnlag for tilbudsmyndigheten til å kunne ilegge gebyrer. Generelt sett er det lagt opp til at tilbyder skal finansiere virksomheten til tilbudsmyndigheten. Oslo Børs benytter i dag en gebyrstruktur der tilbyder ilegges gebyrer for kontrollaktiviteter i forbindelse med oppkjøpstilbud, og de største tilbudene belastes mer enn de minste tilbudene. Videre belastes de tilbudene som typisk er mer arbeidskrevende med høyere gebyr, for eksempel tilbud med delt jurisdiksjon, tilbud med mål-selskap utenfor EØS og tilbud med vederlag i annet enn penger. Forslagene om endringer av reglene vil medføre økte kostnader for tilbyder, for eksempel ved kontroll og godkjenning av tilbud og tilbudsdokument. I tillegg vil enkelte nye situasjoner medføre gebyrer, for eksempel i forbindelse med søknad om unntak fra tilbudsplikt. Forslaget om å innføre gebyr for kontrollaktiviteter tilknyttet tvungen overføring, vil trolig medføre en bedre fordeling av gebyrer mellom tilbydere.

11.2.3 Administrative og økonomiske konsekvenser for notert foretak

De noterte selskapene som er gjenstand for oppkjøpstilbud antas ikke å få et endret kostnadsbilde som følge av utvalgets forslag. Det påhviler en del forpliktelser på selskapet gjennom krav om å informere ansatte og gi uttalelse til aksjeeierne om tilbudet, men dette er ikke nye forpliktelser. Videre antas det at forslaget om å forlenge tilbudsperioden i forbindelse med frivillige tilbud heller ikke vil påvirke selskapets kostnader, da den tiden det tar å gjennomføre tilbudet påvirkes lite av om minste tilbudsperiode forlenges med to uker.

11.2.4 Administrative og økonomiske konsekvenser for investorer

En av målsetningene med forslagene om nye regler er at opplysningene som tilfaller investor skal være bedre, mer utfyllende og mer tidsriktig. I tillegg foreslås at investor gis adgang til å trekke inngitte aksepter dersom det skulle komme et konkurrerende tilbud. Utvalgets endringsforslag vil således styrke investorbeskyttelsen, til ulempe for tilbyder. Etter utvalgets syn er det vanskelig å kvantifisere eventuelle kostnader for tilbyder ved disse endringene, da kostnadene vil bero på den konkrete situasjonen og det konkrete tilbudet. Utvalget mener at den økte investorbeskyttelsen samt den nye informasjonen som tilbyder må gi til markedet, overgår de økte kostnadene som tilbyder pålegges.

11.3 Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene

11.3.1 Oslo Børs

Utvalget foreslår å videreføre ordningen med at Oslo Børs er tilbudsmyndighet. Gjennom forslagene om nye grunnlag for å kreve gebyrer, antar utvalget at tilbudsmyndigheten i større grad enn i dag vil ha anledning til å få dekket sine kostnader forbundet med virksomheten som tilbudsmyndighet. Det vil likevel være noen områder hvor arbeidsmengden for tilbudsmyndigheten øker, uten at dette reflekteres gjennom nye gebyrgrunnlag. Dette gjelder særlig utvalgets forslag om at tilbudsmyndigheten skal føre tilsyn med alle reglene i vphl. kapittel 6, og forslagene om nye administrative tiltak og overtredelsesgebyr.

Som følge av forslaget om nye krav til skriftlige tilbud ved tvungen overføring, antar utvalget at arbeidsbyrden til tilbudsmyndigheten vil øke noe, men ikke vesentlig. Det antas at merarbeid vil følge av forslaget om å lovfeste dagens praksis med kontroll av vilkår for å benytte unntak fra plikten til å fremsette pliktig tilbud. Likevel forventes det ikke at kontroll av skriftlig tilbud om tvungen overføring vil utgjøre en vesentlig del av de totale kontrollhandlinger som tilbudsmyndigheten foretar.

Utvalget antar at Oslo Børs har høyere kostnader ved å være tilbudsmyndighet enn det som kreves inn av gebyrer fra tilbydere. Ettersom det foreslås å innføre adgang til å kreve gebyr i flere situasjoner, antas det ikke at kostnadene for å utføre oppgaven som tilbudsmyndighet vil øke i vesentlig grad ved de foreslåtte endringene. Uavhengig

av hvem som er tilbudsmyndighet, vil det påløpe kostnader ved denne virksomheten som vanskelig kan henføres til det enkelte tilbud og derved utlignes gjennom gebyrer. Utvalget antar at kostnadene som ikke kan dekkes, er mindre sett i forhold til børsens totale kostnader ved drift av markedsplassene.

11.3.2 Finanstilsynet

Utvalget foreslår som nevnt å videreføre ordningen med at Oslo Børs er tilbudsmyndighet. Dette betyr at Finanstilsynets rolle i forbindelse med tilbud om oppkjøp av noterte selskaper i det norske markedet ikke endres. Finanstilsynet fører tilsyn med Oslo Børs, herunder børsens rolle som tilbudsmyndighet, og vil også fremover utføre disse tilsynsoppgavene. Det er opp til Finanstilsynet å bestemme omfang og gjennomføring av tilsyn. Det antas at kostnadene for Finanstilsynet ikke endres på bakgrunn av de endringene utvalget foreslår.

11.3.3 Administrative tiltak og sanksjoner

Utvalget foreslår enkelte nye administrative tiltak og sanksjoner, og at enkelte deler av loven kan sanksjoneres med straff. De nye tiltakene omfatter hovedsakelig adgang til å gi pålegg om stemmerettssuspensjon, pålegg om retting og en utvidet adgang til å ilegge dagmulkt. Utvalget foreslår å innføre overtredelsesgebyr ved overtredelse av en rekke bestemmelser i vphl. kapittel 6, herunder plikten til å gi klar og ikke villedende informasjon, plikten til å gjennomføre forberedelser samt plikten til å fremsette frivillig og pliktige tilbud. Videre foreslår utvalget at overtredelse av de mest sentrale bestemmelsene om tilbudsplicht og plikten til å fremsette tilbud, skal kunne straffes med fengsel eller bøter.

Utvalget antar at de ovennevnte endringene i administrative tiltak og sanksjoner ikke vil medføre vesentlige kostnader for aktørene i verdipapirmarkedet. Utvalget antar imidlertid at strengere tiltak og sanksjoner vil kunne ha en preventiv effekt og påvirke adferden til de som er underlagt reglene, og således sikre at aktøren og markedet får bedre og mer tidsriktig informasjon. Effektene av dette er vanskelig å tallfeste.

Tilbudsmyndigheten vil gjennom utvalgets forslag få tilgang til vesentlig flere virkemidler ved overtredelser av regelverket. Dette gjelder nye administrative tiltak og muligheten til å ilegge overtredelsesgebyr. I tillegg kan tilbudsmyndigheten anmelde alvorlige overtredelser eller over-

sende slike saker til Finanstilsynet. En utvidet adgang for tilbudsmyndigheten til å benytte flere former for administrative tiltak og sanksjoner, kan medføre økt belastning for tilbudsmyndigheten. I tillegg antas at den aktuelle overtrederen vil kunne bruke noe mer ressurser på å imøtegå tiltak og sanksjoner. Dette kan medføre økte kostnader for vedkommende, avhengig av overtredelsens art og alvorlighet.

11.3.4 Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter

Kontrollen med regler for frivillige og pliktige tilbud krever at tilbudsmyndigheten har utstrakt

kontakt med andre tilbudsmyndigheter. Bakgrunnen for dette er at utstedere hjemmehørende i andre EØS-stater har tilbudsregler som medfører at deler av kontrollen gjøres i hjemlandet og deler utføres av tilbudsmyndigheten i Norge. Oslo Børs har gjennom de årene hvor den har vært tilbudsmyndighet, hatt kontakt med andre tilbudsmyndigheter i konkrete saker og deltatt i et nettverk av tilbudsmyndigheter. Dette sikrer at samarbeidet fungerer godt i de tilfellene hvor det er påkrevd. Endringene som foreslås av utvalget antas ikke å medføre en stor endring av dette samarbeidet. Det antas at samarbeidet vil kunne utføres på lik linje med det som gjøres etter dagens regler.

Kapittel 12

Merknader til de enkelte bestemmelser

12.1 Merknader til lovbestemmelsene

Til § 6-1 Virkeområde mv.

Første ledd oppstiller hovedprinsippene for virkeområdet for reglene om frivillige og pliktige tilbud. Det er lagt opp til at fullstendige regler om virkeområdet fremgår i forskrift, jf. forskriftsforslaget §§ 6-1 og 6-2. Første ledd viderefører i hovedsak gjeldende vphl. §§ 6-1 og 6-23 samt gjeldende verdipapirforskrift §§ 6-13 og 6-14. Bestemmelsene om virkeområde har bakgrunn i direktivet art. 4.

Første ledd nr. 1 fastsetter at kapittel 6 gjelder for selskap og aksjer i selskap som er etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge.

Etter første ledd nr. 2 gjelder kapittel 6 for selskap og aksjer i selskap som er etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering i annen EØS-stat etter nærmere regler fastsatt av departementet. Slike nærmere bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget § 6-1.

Ifølge første ledd nr. 3 gjelder kapittel 6 for selskap og aksjer i selskap som er etablert i annen EØS-stat hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge etter nærmere regler fastsatt av departementet. Slike nærmere regler er foreslått i forskriftsforslaget § 6-2.

I første ledd nr. 4 fremgår at selskap og aksjer i selskap etablert i stat utenfor EØS hvis aksjer er notert på regulert marked i Norge omfattes av bestemmelsene kapittel 6, med mindre selskapet er notert på regulert markeds plass i etableringsstaten. Med regulert markeds plass menes en markeds plass som er regulert, underlagt tilsyn og har noteringsregler som er tilfredsstillende sett i forhold til et regulert marked.

Andre ledd er ny, og gir departementet hjemmel til å fastsette regler om virkeområde mv. for kapittel 6 i forskrift. Forskriftsbestemmelser fremgår i forskriftsforslaget §§ 6-1 og 6-2.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-23 tredje ledd.

Forslagene er omtalt i utredningen pkt. 9.1.

Til § 6-2 Nærstående

Bestemmelsen definerer hvem som skal anses som noens nærstående med henhold til reglene gitt i eller i medhold av vphl. kapittel 6. Bestemmelsen viderefører i all hovedsak gjeldende vphl. § 2-5 nr. 1–5. Bestemmelsen bygger på direktivet art. 2 nr. 2.

I nr. 5 om forpliktende samarbeid gjøres noen presiseringer. Ordlyden legges noe nærmere ordlyden i direktivet art. 2 nr. 2. Endringene har ikke materiell betydning. Det forutsettes at avklaringer som er gitt gjennom praksis tilhørende gjeldende rett videreføres. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.4.5.1.

Til § 6-3 Likebehandling

Bestemmelsen oppstiller et grunnleggende likebehandlingsprinsipp. Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 6-10 niende ledd med enkelte endringer, samt direktivet art. 3 nr. 1 bokstav a). For å klargjøre at likebehandlingsprinsippet gjelder for alle forhold i tilknytning til det aktuelle tilbudet, herunder i perioden før tilbudet fremsettes, er uttrykket «fremsettelse av tilbud» erstattet med den mer generelle ordlyden «i tilknytning til tilbudet». Forskjellsbehandling kan likevel aksepteres, dersom det foreligger saklig grunn. I vurderingen må det blant annet ses hen til at det skal opprettholdes et akseptabelt nivå av likebehandlingen og at hensynene som ligger til grunn for likebehandlingsprinsippet ikke uthules eller forringes. Videre må det aktuelle tiltaket være forholdsmessig, og veies opp mot ulempen for den enkelte. Det vises til omtale i utredningen pkt. 6.2.

Til § 6-4 Informasjon i forbindelse med tilbud

Bestemmelsen er ny, og fastslår at informasjon som offentligjøres om et planlagt eller fremsatt tilbud skal være korrekt, klar og ikke villedende. Anvendelsesområdet for bestemmelsen er bredt,

og omfatter hele forberedelsesfasen og tilbudsprosessen. Det vises til omtale i utredningen pkt. 6.1.

Til § 6-5 Forutsetninger for å fremsette melding om tilbud

Bestemmelsen er ny, og fastslår at melding om tilbud bare kan fremsettes etter forberedelser som viser at tilbyder er i stand til å gjennomføre tilbudet. Bakgrunnen for bestemmelsen er i første rekke å forebygge unødige forstyrrelser av målselskapets drift og markedet som sådan, herunder prisdannelsen. Bestemmelsen gjelder både frivillige og pliktige tilbud. Det forventes at tilbyder ut i fra en vurdering av konkrete forhold ved det aktuelle tilbudet gjør forberedelser som viser at vedkommende er i stand til å gjennomføre tilbudet, herunder finansiere tilbudet. Det vises til omtale i utredningen kapittel 3.

Til § 6-6 Tilbudsplikt ved aksjerverv

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-1 første ledd om tilbudsplikt, med en språklig justering ved at det henvises til selskap som nevnt i § 6-1 som angir virkeområdet for reglene om tilbudsplikt.

Andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-6 første ledd om gjentatt tilbudsplikt, med en språklig justering i første punktum ved at det henvises til selskap som nevnt i § 6-1 som angir virkeområdet for reglene om tilbudsplikt, og i annet punktum ved at det vises til første ledd.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-6 andre ledd om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, med oppdaterte henvisninger ved at det vises til grensene for tilbudsplikt som nevnt i første eller andre ledd.

Fjerde ledd samordner og viderefører gjeldende vphl. § 6-2 første ledd andre punktum og § 6-6 tredje ledd, med oppdaterte henvisninger.

I *femte ledd* videreføres gjeldende vphl. § 6-1 andre ledd, med en endring i nr. 1, og med oppdatert henvisning i nr. 2. Gjeldende vesentlighetsvilkår i nr. 1 fjernes, slik at som erverv regnes erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et (mellomliggende) selskap som igjen eier aksjer i et notert selskap. Tilbudsplikt vil således kunne utløses ved erverv av kontroll i det mellomliggende selskapet. Terskelen vil ligge på samme nivå som hovedregelen for tilbudsplikt. Det vises til utredningen pkt. 5.5.5.

Sjette ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-1 tredje ledd, med oppdatert henvisning.

Syvende ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-1 femte ledd, med oppdaterte henvisninger.

Åttende ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-1 fjerde ledd.

Niende ledd viderefører i hovedsak gjeldende vphl. § 6-1 sjette ledd. Det presiseres i ordlyden at bestemmelsen også gjelder ved gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv. Videre er henvisninger oppdatert.

Til § 6-7 Konsolidering mv.

Første ledd første og andre punktum viderefører gjeldende vphl. § 6-5 første ledd første og andre punktum, med enkelte mindre justeringer. Det er presisert at konsolideringsreglene gjelder for kapittel 6. Videre er henvisningen til bestemmelsen om nærstående tatt ut. Nærstående er definert i lovforslaget § 6-2.

Andre ledd er nytt, og presiserer at tilbudsplikten i tilfelle av konsolidering påhviler erververen. Tilbudsmyndigheten kan bestemme at tilbudsplikten skal påhvile en annen part (enn den relevante erververen) i den konsoliderte gruppen, dersom det er åpenbart at en annen part i den konsoliderte gruppen er den dominerende part eller den reelle erververen av kontroll i målselskapet.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-5 første ledd tredje punktum, med en justering av språklig art.

Fjerde ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-5 andre ledd, med noen språklige moderniseringer som ikke anes for å være av materiell betydning.

Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.4.

Til § 6-8 Unntak fra tilbudsplikt mv.

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-2 første ledd, med oppdaterte henvisninger.

Andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-2 andre ledd om at tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller kan pålegge tilbudsplikt ved erverv som er unntatt fra tilbudsplikt, jf. første ledd. Omgåelse av tilbudsplikt gjennom fusjoner og fusjonslignende arrangementer eller lignende kan utgjøre særlige tilfeller. Det vises til omtale i utredningen pkt. 9.3.5.1.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-2 tredje ledd, med mindre språklige justeringer, og et nytt tillegg om at tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv av aksjer som ledd i en kjede transaksjoner som ikke utgjør et kontrollskifte. Skjønnsstemaet vil fremdeles være om den aktuelle transaksjonen innebærer et kontrollskifte eller kan være et ledd i

et kontrollskifte, som bør gi mulighet for de øvrige aksjonærene til å selge sine aksjer til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremie tilbyder har betalt for å oppnå kontroll i målselskapet. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.3.5.1.

Fjerde ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-4 andre ledd, med noen språklige justeringer og oppdaterte henvisninger. Uttrykket «finansinstitusjon» foreslås endret til «finansforetak». Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.3.5.2.

Femte ledd er nytt, og gir tilbudsmyndigheten adgang til i særlige tilfeller å gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv som følge av nødvendig, eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige, finansielle vanskeligheter. Hvorvidt det foreligger tilstrekkelige alvorlige finansielle vanskeligheter må vurderes konkret. Forutsetninger for å kunne få dispensasjon er at det er forsøkt og gjennomført andre tiltak som ikke medfører et kontrollskifte, at tilbyders redningsaksjon er tilstrekkelig forberedt og at restruktureringen sikrer videre drift av selskapet. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.3.5.3.

Til § 6-9 Melding om tilbudsplikt til tilbudsmyndigheten

Første ledd første og andre punktum viderefører gjeldende vphl. § 6-8 første ledd første og andre punktum, med oppdaterte henvisninger. Tredje punktum er nytt, og gir hjemmel til å fastsette nærmere krav til meldingens innhold i forskrift. Slike nærmere bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget § 6-4. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.2.5 og 5.2.5. I fjerde punktum videreføres kravet om at tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen, men det presiseres at offentliggjøring skal skje straks, jf. omtale i utredningen pkt. 4.3.

Andre ledd viderefører i utgangspunktet gjeldende vphl. § 6-8 andre ledd, med den endring at plikten til å informere ansatte gjelder for de tilfeller der tilbyder gir melding om at det skal fremsette et tilbud, og ikke for de tilfeller der tilbyder gir melding om nedsalg. Det vises til utredningen pkt. 5.7.5.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-8 tredje ledd.

Fjerde ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-8 fjerde ledd med oppdatert henvisning.

Femte ledd er nytt, og gir tilbudsmyndigheten adgang til i særlige tilfeller å tillate at melding om fremsettelse av tilbud kan endres til melding om salg, forutsatt at salget gjennomføres innen fristen

oppstilt i lovforslaget § 6-11. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.7.5.

Sjette ledd viderefører i utgangspunktet gjeldende vphl. § 6-8 femte ledd. Det er nytt at et flertall av de øvrige aksjeeierne kan samtykke til at vedkommende likevel kan utøve andre rettigheter i selskapet i perioden fra melding om tilbud er offentliggjort og frem til tilbud er fremsatt eller salg er gjennomført, tilsvarende som i gjeldende vphl. § 6-20.

Syvende ledd er nytt, og gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere regler om bestemmelsene i lovforslaget § 6-9 i forskrift. Slike nærmere bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget § 6-4. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.7.5.

Til § 6-10 Samtykke til aksjerverv

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 6-7.

Til § 6-11 Salg av aksjer

Første ledd første punktum viderefører gjeldende vphl. § 6-9 første ledd, med oppdatert henvisning. Andre punktum er nytt. Etter bestemmelsen kan tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller innvilge dispensasjon fra fristen på fire uker. Det vises til utredningen pkt. 5.7.5.

Andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-9 andre ledd, med noen mindre justeringer av språklig art.

Til § 6-12 Pliktig tilbud, tilbudsdokument mv.

Første ledd første punktum viderefører gjeldende vphl. § 6-10 første ledd, med noen justeringer av språklig art. I bestemmelsen er «uten ugrunnet opphold» tatt ut. Tilbud skal fremsettes senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Andre punktum er nytt, og gir tilbudsmyndigheten adgang til i særlige tilfeller å gjøre unntak fra fristen i første ledd om at tilbud skal fremsettes senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Det forutsettes at tilbudsmyndigheten gjør en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. I vurderingen må det blant annet ses hen til hvorvidt formålet bak reglene gjør seg gjeldende og om fristen fremstår som urimelig tyngende i overtakelsesprosessen. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.8.5.

Andre ledd er i hovedsak en videreføring av gjeldende vphl. § 6-13 første ledd om krav til tilbudsdokument. Nytt er at kravene til hvilken informasjon som skal inntas i tilbudsdokumentet fastsettes i forskrift, jf. femte ledd. Videre er det gjort noen justeringer av språklig art. Nærmere

bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget § 6-11. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.9.5. Bestemmelsen får tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud, jf. lovforslaget § 6-17 andre ledd.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-10 andre ledd.

Fjerde ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-10 tredje ledd, med en mindre justering av språklig art.

Femte ledd innfører en ny hjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om en rekke forhold ved pliktige tilbud. Nærmere bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget del II. Det vises til utredningen pkt. 5.9.5.

Til § 6-13 Tilbudsprisen

Første ledd første punktum viderefører gjeldende vphl. § 6-10 fjerde ledd første punktum, med en justering av språklig art. Andre punktum er ny, og gir departementet hjemmel til å fastsette regler om tilbudsprisen, herunder nærmere regler om omstendigheter og kriterier som gir tilbudsmyndigheten kompetanse til å endre prisen som følger etter første punktum, i forskrift. Slike bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget §§ 6-16 til 6-19. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.6.5.

Til § 6-14 Oppgjør og garanti

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-10 sjette ledd, med noen språklige justeringer.

Andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-10 syvende ledd, med den justering at det er finansforetak som kan stille slik garanti.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-10 åttende ledd.

Fjerde ledd er ny, og gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere regler om garanti i pliktig tilbud og utfyllende forskrifter til bestemmelsen her i forskrift. Tidligere var denne kompetansen tillagt tilbudsmyndigheten. Bestemmelser om garanti mv. fremgår i forskriftsforslaget §§ 6-20 til 6-29, som i all hovedsak er en videreføring av gjeldende verdipapirforskrift kapittel 6 del I fastsatt av børstyret ved Oslo Børs ved forskrift 19. desember 2007 nr. 1813.

Til § 6-15 Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet mv.

Bestemmelsen får tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud, jf. lovforslaget § 6-17 andre ledd.

I første ledd videreføres gjeldende ordning med godkjennelse av tilbud og tilbudsdokument før

fremsettelse, jf. gjeldende vphl. § 6-14 første ledd. Det foreslås noen språklige endringer, som ikke er ment å ha materiell betydning. Bestemmelsen er gitt tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud, jf. lovforslaget § 6-17.

Andre ledd bygger på gjeldende vphl. § 6-14 tredje ledd. I første punktum er det nytt at den tilbudspliktige pålegges å offentliggjøre tilbudet *straks* etter at tilbudet er godkjent av tilbudsmyndigheten. Videre skal den tilbudspliktige gjøre tilbudet kjent for alle aksjeeiere. Andre ledd annet punktum viderefører gjeldende vphl. § 6-14 tredje ledd. I tredje punktum er det er gitt hjemmel til at det kan gis nærmere regler om offentliggjøring og utsendelse av tilbud i forskrift. Slike nærmere bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget § 6-12. Etter forskriftsforslaget § 6-12, skal tilbudet og tilbudsdokumentet sendes på betryggende måte til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted, for eksempel ved utsendelse pr elektronisk post eller ved å sende link til en nettside der dokumentasjonen er tilgjengelig, forutsatt at utsender har tilstrekkelige holdepunkter for at den aktuelle e-postadressen brukes av mottakeren. Videre følger det av forskriftsforslaget § 6-12 at selskapet skal medvirke til at utsendelsen kan finne sted, jf. tilsvarende krav i gjeldende vphl. § 6-14 tredje ledd, og at selskapet kan kreve at tilbyder dekker selskapets kostnader i forbindelse med utsendelsen.

Tredje ledd er ny og regulerer fra hvilket tidspunkt tilbudet anses fremsatt. Tilbudet anses fremsatt fra det tidspunkt tilbudsdokumentet er offentliggjort på tilbyders nettside og gjort kjent for aksjeeierne. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.4.5.3.

Fjerde ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-14 fjerde ledd.

Til § 6-16 Definisjon av frivillig tilbud og melding om frivillig tilbud

Første ledd oppstiller en definisjon av frivillige tilbud. Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 6-19 første og andre ledd, med noen språklige justeringer.

Andre ledd første punktum bygger på gjeldende vphl. § 6-19 tredje ledd første punktum, med en mindre språklig endring. Annet punktum er nytt, og gir som før melding om pliktig tilbud hjemmel til at departementet kan fastsette nærmere bestemmelser om hvilken informasjon som skal inntas i meldingen i forskrift. Slike nærmere bestemmelser er foreslått i forskriftsforslaget § 6-4. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.2.5, jf. pkt. 5.2.5. I tredje punktum videreføres kravet om

at tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen, men det presiseres at offentliggjøringen skal skje straks, jf. omtale i utredningen pkt. 4.3. Fjerde punktum viderefører gjeldende vphl. § 6-19 tredje ledd tredje punktum.

Til § 6-17 Frivillig tilbud, tilbudsdokument mv.

Første ledd er ny, men bygger på innholdet i gjeldende vphl. § 6-19 fjerde ledd. Det innføres krav om at frivillig tilbud skal fremsettes innen fire uker etter offentliggjøringen av melding om frivillig tilbud. Plikten påhviler den som har offentliggjort en melding etter § 6-16 andre ledd. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.4.5.1. I første ledd annet punktum er tilbudsmyndigheten gitt anledning til å gjøre unntak fra fristen i første punktum i særlige tilfeller. Særlige tilfeller kan for eksempel omfatte avklaring av konkurranserettslige konsekvenser av det mulige oppkjøpet eller godkjenning av tilbudet fra andre lands myndigheter. Det vises til utredningen pkt. 4.4.5.2.

Andre ledd viderefører systematikken og bestemmelsene i gjeldende vphl. § 6-19 første ledd, som gir deler av reglene om pliktig tilbud tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud. Ifølge andre ledd får bestemmelser i lovforslaget § 6-12 andre ledd (plikt til å utarbeide tilbudsdokument) og § 6-15 (godkjenning og offentliggjøring av tilbud), samt bestemmelser gitt i medhold av nevnte bestemmelser, tilsvarende anvendelse for frivillige tilbud.

Tredje ledd gir hjemmel for departementet til å gi nærmere regler om en rekke forhold knyttet til frivillige tilbud i forskrift. Gjeldende vphl. § 6-11 andre ledd anses videreført i dette leddet. Nærmere regler fremgår blant annet i forskriftsforslaget §§ 6-6 til 6-13. Det vises til utredningen pkt. 4.6.5.

Til § 6-18 Avtaler mellom tilbyder og selskapet

Bestemmelsen er ny, og gir departementet hjemmel til å fastsette regler om avtaler mellom tilbyder og selskapet i forbindelse med pliktige og frivillige tilbud i forskrift, herunder om hvilke vilkår som kan stilles av en tilbyder i slike avtaler. Det er ikke foreslått nærmere forskrifter. Det vises til utredningen pkt. 6.5.

Til § 6-19 Begrensning i selskapets handlefrihet

Første og andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-17 første og andre ledd, jf. § 6-19 første ledd, med noen mindre språklige justeringer og oppda-

terte henvisninger. Det er presisert i bestemmelsen at den gjelder både ved pliktige og frivillige tilbud.

De særlige reglene som er gitt til gjennomføring av direktivet art. 9 nr. 2 og 3 samt art. 11, overføres til forskrift. Til oppfølging av dette gis departementet i *tredje ledd* hjemmel til å fastsette nærmere bestemmelser om begrensninger i selskapets handlefrihet i forskrift, herunder om forsvartiltak og tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger. Nærmere regler fremgår i forskriftsforslaget § 6-15.

Videre er det nytt at tilbudsmyndigheten skal føre tilsyn med overholdelsen av bestemmelsen, jf. lovforslaget § 6-25.

Til § 6-20 Selskapets uttalelse

Bestemmelser om selskapets uttalelse om pliktige og frivillige tilbud som i gjeldende rett fremgår i vphl. § 6-16, jf. § 6-19 første ledd, er foreslått overført til forskrift. Til oppfølging av dette gir bestemmelsen departementet hjemmel til å i forskrift fastsette nærmere regler knyttet til selskapets uttalelse om pliktige og frivillige tilbud. Nærmere regler fremgår i forskriftsforslaget § 6-14.

Til § 6-21 Informasjon om tvungen overføring

Bestemmelsen er ny, og pålegger en aksjeeier å offentliggjøre beslutning om sentrale vilkår for tvungen overføring straks. Informasjonsplikten gjelder for beslutninger om tvungen overføring i selskaper som omfattes av virkeområdet til kapittel 6. Dette omfatter tvungen overføring både på grunnlag av lovforslaget § 6-22, § 6-23 og andre grunnlag. Det forutsettes at offentliggjøring skjer på en måte som gjør at informasjonen så langt som mulig spres bredt og når ut til alle gjenværende aksjeeiere, eksempelvis gjennom børsmelding. Det vises til omtale i utredningen pkt. 7.3.1.

Til § 6-22 Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbud

Første ledd er ny, og presiserer at bestemmelsen som fastsetter særlige vilkår for tvungen overføring kun gjelder for selskaper etablert i Norge. Begrensningen til norske selskaper gjelder ikke eventuelle unntak fra tilbudsplikt etter tvungen overføring som angitt i § 6-23.

Andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-22 første ledd, med én justering. Det presiseres i andre ledd første punktum at vilkår knyttet til ervervets størrelse gjelder erverv av ni tideler

eller mer av de stemmeberettigede aksjene i selskapet.

Tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-22 andre ledd, med oppdatert henvisning.

Det vises til omtale i utredningen pkt. 7.3.2.

Til § 6-23 Unntak fra plikten til å fremsette pliktig tilbud ved tvungen overføring

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-22 tredje ledd, med et tillegg i form av et nytt vilkår inntatt i nr. 4. Ifølge nr. 4 skal tilbyderer fremsette et skriftlig dokument som minst skal inneholde tilbud om løsningssum og opplysninger om forhold av betydning for aksjeeiernes vurdering av tilbudet. Dokumentet skal kontrolleres av tilbudsmyndigheten før det fremsettes. Det vises til omtale i utredningen pkt. 7.3.

Andre ledd er nytt, og innfører krav om at oppfyllelsen av vilkår etter første ledd skal være kontrollert av tilbudsmyndigheten før tilbudet fremsettes. Tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr for denne oppgaven, jf. utredningen pkt. 8.5.3. Det vises for øvrig til omtale i utredningen pkt. 7.3.

Til § 6-24 Tilbudsmyndigheten

Første ledd bygger på gjeldende vphl. § 6-4 første ledd, med den endring at departementet utpeker hvem som skal være tilbudsmyndighet i forskrift. I forskriftsforslaget § 6-31 utpekes Oslo Børs ASA som tilbudsmyndighet. Det vises til omtale i utredningen pkt. 8.5.1.

Andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-4 andre ledd, med en mindre språklig justering.

Til § 6-25 Tilsyn

Bestemmelsen er ny. *Første ledd* innfører en ny plikt for tilbudsmyndigheten til å føre tilsyn med overholdelse av alle bestemmelser gitt i og i medhold av vphl. kapittel 6, med mindre annet er fastsatt i forskrift.

Andre ledd er ny, og innfører en ny hjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om tilsyn i forskrift.

Det vises til omtale i utredningen pkt. 8.5.2.

Til § 6-26 Gebyr

Første ledd gir tilbudsmyndigheten adgang til å kreve gebyr til dekning av utgifter. Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 6-15 samt gjeldende verdipapirforskrift § 6-10.

Andre ledd er ny, og gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere regler i forskrift om når gebyr kan kreves, og om beregning og innkreving av gebyr. Nærmere regler fremgår i forskriftsforslaget § 6-32.

Det vises til omtale i utredningen pkt. 8.5.3.

Til § 6-27 Utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt

Bestemmelsen viderefører i hovedsak gjeldende vphl. § 6-20. Det fremgår nå at suspensjonen også gjelder dersom fristen for nedslag i lovforslaget § 6-11 er overskredet. For øvrig er henvisninger oppdatert.

Til § 6-28 Tvangssalg av aksjer

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-21 første ledd, med oppdaterte henvisninger.

Andre ledd viderefører gjeldende vphl. § 6-21 andre ledd.

Til § 6-29 Suspensjon av stemmerett

Bestemmelsen er ny. Bestemmelsen får anvendelse ved grove brudd på reglene i kapittel 6, hvor det er behov for å beskytte andre aksjeeieres interesser eller markedet. Det vises til omtale i utredningen pkt. 10.5.2.4.

Til § 6-30 Pålegg om retting

Bestemmelsen er ny. Tilbudsmyndigheten kan gi pålegg om retting dersom det er grunn til å anta at noen opptrer i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av kapittel 6. Det vises til utredningen pkt. 10.5.2.5.

Til § 6-31 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen er ny, og gir hjemmel for tilbudsmyndigheten til å ilegge overtredelsesgebyr som administrativ sanksjon. Det vises til nærmere omtale i utredningen pkt. 10.5.3.

Etter *første ledd* kan tilbudsmyndigheten ilegge foretak overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer §§ 6-4 (informasjon i forbindelse med tilbud), 6-5 (forutsetninger for å fremsette melding om tilbud), 6-6 (tilbudsplikt ved aksjeerverv), 6-9 (melding om tilbudsplikt), 6-11 (gjennomføre nedslag), 6-12 (fremsettelse av pliktig tilbud og tilbudsdokument), 6-13 (tilbudsprisen), 6-16 (melding om frivillig tilbud), 6-17 (fremsettelse av frivillig tilbud

og tilbudsdokument) og 6-23 (minste pris ved tvungen overføring) eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan også ilegges foretak som ikke etterkommer tilbudsmyndighetens vedtak om tilbudsplikt etter § 6-8 andre ledd eller tilbudsmyndighetens pålegg etter § 6-30. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

Etter *andre ledd* kan tilbudsmyndigheten ilegge fysiske personer overtredelsesgebyr dersom vedkommende forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 6-4, 6-5, 6-6, 6-9, 6-11, 6-12, 6-13, 6-16, 6-17 og 6-23 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan også ilegges personer som ikke etterkommer tilbudsmyndighetens pålegg etter § 6-30.

I *tredje og fjerde ledd* gis det regler om maksimumsgebyr ved overtredelser av reglene. Maksimalt gebyr for juridiske personer er 20 millioner kroner, mens maksimalt gebyr for fysiske personer er 10 millioner kroner. Alternativ kan overtredelsesgebyr for juridiske personer fastsettes som opptil 2 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap. For et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34/EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsomsetningen, eller tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket.

I *femte ledd* fremgår det at overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

I *sjette ledd* er det fastsatt at vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg, men slik at adgangen til å begjære tvangsfullbyrdelse først inntreer når vedtaket er endelig.

I *sjette ledd* gis departementet hjemmel til å gi nærmere regler om utmåling av overtredelsesgebyr i forskrift.

Det vises til utredningen pkt. 10.5.3.

Til § 6-32 Forsinket betaling og foreldelse av overtredelsesgebyr

Ifølge *første ledd* påløper forsinkelsesrenter ved forsinket betaling av overtredelsesgebyr.

Etter *andre ledd første punktum* er foreldelsesfristen for å ilegge overtredelsesgebyr to år etter at overtredelsen er opphørt. Ifølge annet punktum avbrytes foreldelsesfristen ved at tilbudsmyndigheten gir forhåndsvarsel eller fatter vedtak om overtredelsesgebyr.

Det vises til omtale i utredningen pkt. 10.5.3.6.

Til § 21-1 første ledd

I *første ledd* presiseres det at tvangsmulkt også kan ilegges ved forsømmelse av plikter fastsatt i forskrifter gitt til utfylling av bestemmelsene i vphl. kapittel 6. Det vises til omtale i utredningen pkt. 10.5.2.1.

Til § 21-3 andre ledd nr. 1

I andre ledd fastsettes det at overtredelse av § 6-6, § 6-12, § 6-13 og § 6-23 første ledd nr. 2 kan straffes med bøter eller fengsel i inntil ett år. Dette gjelder også overtredelse av forskrifter gitt til utfylling av nevnte bestemmelser. Samme overtredelse kan ikke både sanksjoneres med overtredelsesgebyr og straff, jf. forbudet mot dobbeltstraff. Tilbudsmyndigheten må derfor vurdere hver enkelt sak ut fra blant annet sakens grovhet og hvorvidt det er hensiktsmessig å forfølge saken i et forvaltningsrettslig spor med overtredelsesgebyr, eller å anmelde saken til politiet for oppfølging i et strafferettslig spor, jf. også forvaltningsloven § 47 om samordning av sanksjoner. Det vises til utredningen pkt. 10.5.3.5.

12.2 Merknader til forskriftsbestemmelsene

Til § 6-1 Selskap etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering i annen EØS-stat

Bestemmelsen oppstiller virkeområdet for reglene gitt i og i medhold av kapittel 6 for så vidt gjelder norske selskaper, og utfyller lovforslaget § 6-1. Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 6-23, jf. gjeldende verdipapirforskrift § 6-13 andre ledd og § 6-14.

Etter *første ledd* omfattes norske selskaper som er notert på regulert marked i annen EØS-stat, dersom selskapet også er notert på regulert marked i Norge. For disse selskapene gjelder reglene gitt i og i medhold av kapittel 6 fullt ut.

Ifølge *andre ledd* omfattes norske selskaper som er notert på regulert marked i annen EØS-stat og ikke i Norge. Bestemmelsen oppstiller også hvilke av de norske reglene som kommer til anvendelse for disse selskapene. I korte trekk vil norske regler tilknyttet selskapsrettslige og arbeidsrettslige spørsmål komme til anvendelse, mens tilbudet og tilbudsprosessen følger reglene i noteringsstaten.

I *tredje ledd* presiseres det hva som menes med noteringsstaten i andre ledd nr. 2. Noteringsstaten er den EØS-staten der aksjene først ble opp-

tatt til notering eller hvis opptak til notering skjedde samtidig, den EØS-staten som selskapet har valgt, jf. fjerde ledd.

Fjerde ledd oppstiller en plikt for selskap som skal noteres på flere regulert marked i andre EØS-stater samtidig til å utpeke hvilken av disse statene som skal være noteringsstaten, jf. tredje ledd, og underrette de regulerte markeder, tilbudsmyndigheten og tilbudsmyndigheten i de øvrige EØS-statene på første dag aksjene kan handles på det aktuelle markedet, og straks offentliggjøre denne beslutningen. Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 6-23, jf. gjeldende verdipapirforskrift § 6-13 tredje ledd nr. 2 bokstav c) og d).

Det vises til utredningen pkt. 9.1.

Til § 6-2 Selskap etablert i annen EØS-stat

Bestemmelsen oppstiller virkeområdet for reglene gitt i og i medhold av kapittel 6 for selskaper som er etablert i annen EØS-stat, og utfyller lovforslaget § 6-1.

I *første ledd* fremgår det at selskap som er etablert i annen EØS-stat og som er notert på regulert marked i etableringsstaten, ikke omfattes av vphl. kapittel 6. Det er etableringsstatens regler som gjelder for disse selskapene.

I *andre ledd* angis i hvilke situasjoner vphl. kapittel 6 gjelder for selskap etablert i annen EØS-stat som er notert på norsk regulert marked og ikke på regulert marked i etableringsstaten. Dette omfatter tilfeller der (nr. 1) selskapet kun er notert på regulert marked i Norge og (nr. 2) selskapet er notert på regulert marked i flere EØS-stater (herunder i Norge) dersom notering skjedde først i Norge. Videre omfatter det enkelte situasjoner der det aktuelle selskapet har valgt (nr. 3 og nr. 4).

I *tredje ledd* oppstilles hvilke av de norske reglene som kommer til anvendelse for selskaper som nevnt i andre ledd. I korte trekk vil norske regler knyttet til tilbudet og tilbudsprosessen gjelde, mens selskapsrettslige og arbeidsrettslige spørsmål behandles etter reglene i etableringsstaten.

Det vises til utredningen pkt. 9.1.

Til § 6-3 Verdipapirer som kan sidestilles med aksjer

Bestemmelsen viderefører innholdet i gjeldende vphl. § 6-23 første ledd nr. 1.

Til § 6-4 Krav til melding

Bestemmelsen er ny, og utfyller lovforslaget § 6-9 første ledd tredje punktum. Bestemmelsen inne-

holder nærmere krav til informasjon i melding om fremsettelse av tilbud.

Første ledd oppstiller krav til innhold i melding om at det er besluttet å fremsette et frivillig tilbud, jf. lovforslaget § 6-16. I meldingen skal det gis informasjon om forhold av betydning for markedets vurdering av tilbudet og for prisdannelsen. Første ledd oppstiller en rekke forhold som skal omtales i meldingen. Innholdskravene i første ledd bygger på kravene til innholdet i et tilbuds-dokument, jf. gjeldende vphl. § 6-13 andre ledd. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.2.5.

Andre ledd fastsetter krav til innhold i melding om at det er inngått avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt. Innholdskravene gjelder ikke dersom det i meldingen angis at det skal gjennomføres nedsalg. Meldingen skal inneholde opplysninger påkrevet i henhold til første ledd, med unntak av første ledd nr. 6 og 8, og med tillegg av kravene opplistet i andre ledd nr. 1–3. For så vidt gjelder pliktig tilbud, må tilbyder straks offentliggjøre eventuelle endringer i tilbudsprisen som følge av tilbudsmyndighetens priskontroll, jf. andre ledd nr. 3. Det vises til omtale i utredningen pkt. 5.2.5.

Ifølge *tredje ledd* skal avtaler mellom selskapet og tilbyder av betydning for markedets vurdering av tilbudet enten offentliggjøres i sin helhet sammen med meldingen, eller så skal sentrale betingelser og innholdet i slike avtaler beskrives i meldingen. Bestemmelsen er omtalt i utredningen pkt. 4.2.5.

I *fjerde ledd* fremgår det at dersom tilbyder ikke har informasjon som nevnt i første, andre og tredje ledd, skal tilbyder gi en forklaring og opplyse om når slik informasjon blir tilgjengelig. Informasjonen skal offentliggjøres straks den blir tilgjengelig. Bestemmelsen er omtalt i utredningen pkt. 4.2.5.

Femte ledd fastsetter en plikt til å gi en oppdatert melding til tilbudsmyndigheten og selskapet straks dersom det inntreffer endringer i opplysninger inntatt i meldingen i henhold til første, annet og tredje ledd før tilbudet fremsettes, og endringene antas å ha betydning for markedets vurdering av innholdet i meldingen. Tilbudsmyndigheten skal straks offentliggjøre meldingen. Bestemmelsen er omtalt i utredningen pkt. 4.2.5.

Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.2 og 5.2.

Til § 6-5 Akseptfrist for pliktige tilbud

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 6-11 første ledd.

Til § 6-6 Akseptfrist for frivillig tilbud

Første ledd viderefører delvis gjeldende vphl. § 6-19 femte ledd andre punktum, med den endring at fristen ikke kan settes kortere enn *fire* uker. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.6.5.1.

Andre ledd er ny, og gir en skjønnsmessig adgang for tilbudsmyndigheten til å gjøre unntak fra fristene i første ledd i særlige tilfeller. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.6.5.3.

Til § 6-7 Oppgjør for frivillige tilbud

Bestemmelsen er ny. Det kreves at oppgjør for frivillige tilbud skal finne sted innen rimelig tid. Det vises til omtale i utredningen pkt. 4.6.5.4.

Til § 6-8 Tilbakekall av aksept ved konkurrerende tilbud

Bestemmelsen er ny. Bestemmelsen gir en aksjeeier som har akseptert et frivillig eller pliktig tilbud rett til å trekke sin aksept innen utløpet av tre handelsdager, dersom det i løpet av tilbudsperioden til det opprinnelige tilbudet offentliggjøres et konkurrerende tilbud. Det vises til omtale i utredningen pkt. 6.3.

Til § 6-9 Endring av tilbud

Bestemmelsen er ny. Tilbyder gis rett til å innen utløpet av tilbudsperioden endre vilkår i tilbudet til gunst for aksjeeierne og forlenge tilbudsperioden dersom tilbyder har tatt forbehold om endringene i tilbudet og tilbudsdokumentet og endringene blir godkjent av tilbudsmyndigheten. Endringer må offentliggjøres på samme måte som melding om tilbud. Det vises til omtale i utredningen pkt. 6.4.

Til § 6-10 Ansvar for tilbudsdokument

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 6-13 tredje ledd.

Til § 6-11 Tilbudsdokumentets innhold

Bestemmelsen viderefører i hovedsak gjeldende vphl. § 6-13 andre ledd. Kravet i gjeldende vphl. § 6-13 andre ledd nr. 13 foreslås delt opp i to ulike krav, slik at det fremgår klarere at de juridiske og skattemessige konsekvensene av tilbudet relaterer seg til tilbudet og ikke bare tilbudets konsekvenser for de ansatte. Det er for øvrig foretatt noen språklige moderniseringer som ikke har materiell betydning, og henvisninger er oppda-

tert. Bestemmelsen gjelder pliktige og frivillige tilbud, jf. lovforslaget § 6-12, jf. § 6-17.

Til § 6-12 Offentliggjøring og utsendelse av tilbud og tilbudsdokument

Bestemmelsen er delvis ny og delvis en videreføring av gjeldende vphl. § 6-14 andre ledd. Det er nytt at tilbyder pålegges å sende tilbudsdokumentet på betryggende måte, og at selskapet kan kreve at tilbyder dekker selskapets kostnader i forbindelse med utsendelsen. Bestemmelsen er gitt til utfylling av lovforslaget § 6-12 andre ledd. Bestemmelsen gjelder pliktige og frivillige tilbud, jf. lovforslaget § 6-12, jf. § 6-17. Det vises til omtale i pkt. 4.4.5.3.

Til § 6-13 Plikt til å offentliggjøre utfallet av tilbudet

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 6-18. Bestemmelsen gjelder pliktige og frivillige tilbud, jf. lovforslaget § 6-12 andre ledd, jf. § 6-17 andre ledd.

Til § 6-14 Selskapets uttalelse om tilbudet

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 6-16, med en mindre justering ved at det fremgår i bestemmelsen at den gjelder frivillige og pliktige tilbud, jf. lovforslaget § 6-19 første ledd.

Til § 6-15 Begrensninger i selskapets handlefrihet mv.

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 6-17 tredje til sjette ledd, med oppdaterte henvisninger i tredje og fjerde ledd. Bestemmelsen gjelder for frivillige og pliktige tilbud.

Til § 6-16 Justering av tilbudspris

Bestemmelsen er ny, og utfyller lovforslaget § 6-13.

I *første ledd* fremgår det i hvilke tilfeller tilbudsmyndigheten kan endre tilbudsprisen.

Andre ledd fremstiller hvilke kriterier tilbudsmyndigheten skal benytte for justering av tilbudspris.

Ifølge *tredje ledd* er tilbudsmyndigheten ansvarlig for at det foretas en forsvarlig verdsettelse ved justering av tilbudspris der tilbudsplikt utløses i forbindelse med nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter. Tilbudsmyndigheten kan avgjøre om den selv forestår verdivurderingen eller om den vil oppnevne andre til å forestå denne.

I *fjerde ledd* gis tilbudsmyndigheten adgang til å fastsette at kostnadene ved verdivurderingen dekkes av tilbyder, jf. tredje ledd.

Det vises til utredningen pkt. 5.6.5.3.

Til § 6-17 Tilbudspris ved flere aksjeklasser

Bestemmelsen er ny, og utfyller lovforslaget § 6-13.

Ifølge *første ledd* skal tilbudsprisen fastsettes særskilt for hver aksjeklasse dersom et målselskap har flere aksjeklasser.

I *andre ledd* fremgår det at prinsippet om høyeste pris gjelder for hver aksjeklasse.

Tredje ledd angir kriterier for beregning av tilbudsprisen for tilfeller der tilbyderen ikke har ervervet aksjer i samtlige av de av målselskapets aksjeklasser som er omfattet av tilbudsplikten i de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, og der det er nødvendig å fastsette tilbudsprisen for en eller flere aksjeklasser.

Det vises til utredningen pkt. 5.6.5.4.

Til § 6-18 Tilbudspris der det ikke er betalt eller avtalt vederlag

Bestemmelsen er ny, og utfyller lovforslaget § 6-13. Dersom tilbudsplicht utløses uten at det er betalt eller avtalt vederlag i den relevante perioden, skal tilbudsmyndigheten fastsette tilbudsprisen etter kriteriene for justering av tilbudspris, dvs. normalt som tre måneders volumvektet gjennomsnittskurs og unntaksvis etter andre objektive kriterier for verdiberegning. Det vises til utredningen pkt. 5.6.5.5.

Til § 6-19 Offentliggjøring om endring av tilbudspris

Bestemmelsen er ny, og utfyller lovforslaget § 6-13. Tilbudsmyndigheten pålegges plikt til å begrunne og offentliggjøre vedtak om tilbudsprisen etter forskriftsforslaget §§ 6-16, 6-17 eller 6-18. Bestemmelsen har bakgrunn i direktivet art. 5. Offentliggjøring forutsettes å skje på en slik måte at markedsaktørene på en enkel måte kan sikre seg informasjon om tilbudsmyndighetens praksis for fastsettelse av tilbudspris, eksempelvis ved at vedtakene offentliggjøres på tilbudsmyndighetens hjemmesider. Det vises til utredningen pkt. 5.6.5.6.

Til § 6-20 Krav til garantisten

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-1.

Til § 6-21 Selvskyldnergaranti

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-2.

Til § 6-22 Garantibeløp

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-3.

Til § 6-23 Norsk rett

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-4.

Til § 6-24 Flere garantister

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-5, med en justering ved at finansinstitusjon er erstattet med finansforetak.

Til § 6-25 Frister og garantiperiode

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-6.

Til § 6-26 Godkjenning

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-7.

Til § 6-27 Publisering i tilbudsdokument

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-8.

Til § 6-28 Oversendelse av garantierklæring til tilbudsmyndigheten

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-9.

Til § 6-29 Nedskrivning av garanti

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-10, med oppdatert henvisning i femte ledd og noen mindre språklige justeringer.

Til § 6-30 Tilbudsplicht ved reelt erverv

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 6-11, med en justering ved at det avslutningsvis vises til selskap som nevnt i lovforslaget § 6-1.

Til § 6-31 Tilbudsmyndighet

Bestemmelsen er ny, og bygger på gjeldende vphl. § 6-4. Oslo Børs ASA utpekes som tilbudsmyndighet for selskap etablert i Norge og selskap notert på regulert marked i Norge. Det vises til omtale i utredningen pkt. 8.5.1.

Til § 6-32 Gebyr

Bestemmelsen er ny, og utfyller lovforslaget § 6-26. Det vises til omtale i utredningen pkt. 8.5.3.

Til § 6-33 Informasjonsplikt for selskap etablert utenfor EØS

Bestemmelsen er ny. Selskap etablert utenfor EØS pålegges å publisere en generell beskrivelse av de sentrale forskjeller mellom minoritetsaksjeiernes rettigheter i landet der selskapet er etablert og Norge, herunder forskjeller som følger av selskapets vedtekter, på sin nettside. Beskrivelsen skal oppdateres løpende. Tilbudsmyndigheten kan pålegge selskapet å gi ytterligere informasjon. Det vises til omtale i utredningen pkt. 9.3.5.2.

Kapittel 13

Forslag til lov- og forskriftsendringer

Forslag til lov om endringer i verdipapirhandeloven:

Gjeldende kapittel 6 oppheves.

Nytt kapittel 6 skal lyde:

Kapittel 6 Pliktige og frivillige tilbud ved oppkjøp

I. Innledende bestemmelser

§ 6-1 Virkeområde mv.

(1) *Kapittel 6 gjelder for selskap og aksjer i selskap som er:*

- etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge,*
- etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering i annen EØS-stat etter nærmere regler fastsatt av departementet,*
- etablert i annen EØS-stat hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge etter nærmere regler fastsatt av departementet,*
- etablert utenfor EØS hvis aksjer er notert på regulert marked i Norge med mindre selskapet er notert på regulert markedsplass i etableringsstaten.*

(2) *Departementet kan i forskrift fastsette regler om virkeområde mv. for kapittel 6.*

(3) *Tilbudsmyndigheten kan ved enkeltvedtak helt eller delvis gjøre unntak fra bestemmelsene i dette kapittel for selskap etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked både i Norge og i stat utenfor EØS. Tilsvarende gjelder for selskap etablert i stat utenfor EØS hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge.*

§ 6-2 Nærstående

I dette kapittel forstås med noens nærstående:

- ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,*
- mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,*

- selskap innen samme konsern som vedkommende,*
- selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,*
- noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med på grunnlag av en avtale, enten uttrykkelig eller stilltiende, muntlig eller skriftlig, med sikte på enten å overta kontrollen over selskapet eller å legge hindringer i veien for et tilbud.*

II. Generelle bestemmelser

§ 6-3 Likebehandling

Aksjeeiere i samme aksjeklasse skal behandles likt i tilknytning til tilbudet, med mindre det foreligger saklig grunn for forskjellsbehandling.

§ 6-4 Informasjon i forbindelse med tilbud

Informasjon som offentliggjøres om et planlagt eller fremsatt tilbud skal være korrekt, klar og ikke villedende.

§ 6-5 Forutsetninger for å fremsette melding om tilbud

Melding om tilbud kan bare fremsettes etter forberedelser som viser at tilbyder er i stand til å gjennomføre tilbudet.

III. Tilbudsplikt og pliktige tilbud

§ 6-6 Tilbudsplikt ved aksjeervert

(1) *Den som gjennom ervert blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap som nevnt i § 6-1, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.*

(2) *Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap som nevnt i § 6-1, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom ervert blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder til-*

svarende dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i *første ledd*.

(3) Aksjeeier som har passert *grensene for tilbudsplikt som nevnt i første eller andre ledd* på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.

(4) Tilbudsplikt etter *første, andre og tredje ledd* bortfaller dersom det foretas salg av aksjer i samsvar med § 6-11.

(5) Som erverv regnes også erverv av:

1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap som *eier aksjer i et selskap som nevnt i første ledd*,
2. andel i ansvarlig selskap eller kommandittselskap som eier aksjer i selskap som nevnt i første ledd, der andelshaverne bare er nærstående som nevnt i § 6-2,
3. tilsvarende andel i utenlandsk selskap som svarer til selskapsformer som nevnt i nr. 1 og 2 samt andre utenlandske foretak dersom tilbudsmyndigheten bestemmer dette.

(6) § 6-7 gjelder tilsvarende ved erverv som nevnt i *femte* ledd nr. 1 og 3.

(7) Første til *sjette* ledd gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud. Første til *sjette* ledd gjelder likevel ikke dersom følgende vilkår er oppfylt:

1. det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud,
2. tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet, og
3. det var opplyst i tilbudsdokumentet at det frivillige tilbudet fremsettes i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og at dette medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt selv om tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet.

(8) Departementet kan i forskrift fastsette regler som pålegger tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, herunder nærmere regler om hvilke rettigheter eller interesser som skal kunne utløse tilbudsplikt og nærmere regler om slik tilbudsplikt.

(9) Første, *andre* og *tredje* ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-7, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

§ 6-7 *Konsolidering mv.*

(1) *I kapittel 6 regnes likt* med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av vedkommendes nærstående. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående.

(2) *Tilbudsplikten påhviler erververen med mindre tilbudsmyndigheten bestemmer noe annet.*

(3) Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående *likt* med en erververs tidligere fremsatte tilbud.

(4) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas *konsolidering* etter første ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den *konsoliderte* gruppen.

§ 6-8 *Unntak fra tilbudsplikt mv.*

(1) Tilbudsplikt etter § 6-6 *første, andre og tredje ledd* inntreer ikke ved erverv i form av

1. arv eller gave,
2. vederlag ved skifte eller
3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

(2) Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd.

(3) Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er *konsolidert* med etter § 6-7, jf. § 6-6 *niende ledd*, ved erverv av aksjer som ikke utgjør et kontrollskifte eller ved erverv som ledd i en *kjede transaksjoner som ikke utgjør eller kan utgjøre et kontrollskifte*.

(4) Tilbudsplikt etter § 6-6 inntreer ikke når *et finansforetak* erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement. *Finansforetaket* skal straks gi melding om slikt erverv til tilbudsmyndigheten. Tilbudsmyndigheten kan pålegge finansforetaket plikt til innen en fastsatt frist å fremsette *pliktig tilbud* eller å *selge* aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

(5) *Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv som følge av nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter.*

§ 6-9 *Melding om tilbudsplikt til tilbudsmyndigheten*

(1) Når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt etter § 6-6 er inngått, skal den som har eller vil få tilbudsplikt, straks gi melding om dette til tilbudsmyndigheten og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil

foretas salg i henhold til § 6-11. *Det skal inntas informasjon i meldingen som nærmere fastsatt av departementet i forskrift.* Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen *straks*.

(2) Den tilbudspliktige og selskapet skal informere sine ansatte umiddelbart etter at melding om at det skal fremsettes tilbud er offentliggjort.

(3) Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal tilbudsmyndigheten treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

(4) Melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud, forutsatt at tilbudet fremsettes innen fristen angitt i § 6-12.

(5) *Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller tillate at melding om fremsettelse av tilbud kan endres til melding om salg, forutsatt at salget gjennomføres innen fristen angitt i § 6-11.*

(6) Inntil tilbud fremsettes eller salg er gjennomført, kan det for den del av aksjene som overstiger en tilbudspliktgrense, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, *uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne.*

(7) *Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om bestemmelsene her.*

§ 6-10 Samtykke til aksjeervert

Hvis et ervert etter selskapets vedtekter er avhengig av styrets samtykke, anses styret å ha samtykket hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervertet er mottatt av selskapet.

§ 6-11 Salg av aksjer

(1) Salg av aksjer i henhold til melding eller vedtak som nevnt i § 6-9, skal foretas innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. *Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller tillate en lengre frist.*

(2) Salget skal minst omfatte den del av aksjene som overstiger *en grense* som nevnt i § 6-6. Ved tilbudsplikt etter § 6-6 *andre og tredje ledd* kan salget begrenses til de aksjer som er ervertet ved det etterfølgende ervertet.

§ 6-12 Pliktig tilbud, tilbudsdokument mv.

(1) *Den tilbudspliktige skal fremsette pliktig tilbud* senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. *Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra fristen i første punktum.*

(2) *Den tilbudspliktige* skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betyd-

ning ved vurderingen av tilbudet, *og informasjon som fastsatt av departementet i forskrift.*

(3) Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett.

(4) *Tilbudet* kan ikke gjøres betinget.

(5) *Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om pliktige tilbud, tilbudsdokumentets innhold, tilbudsperiode og aksept av tilbud, offentliggjøring av tilbud og resultat av tilbud.*

§ 6-13 Tilbudsprisen

(1) Tilbudsprisen *tilbyder fremsetter i pliktig tilbud* skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. *Departementet kan i forskrift fastsette regler om tilbudsprisen, herunder nærmere regler om omstendigheter og kriterier som gir tilbudsmyndigheten kompetanse til å endre prisen som følger etter første punktum.*

(2) Har tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt med en tilbudspris som svarer til det høyere vederlag.

§ 6-14 Oppgjør og garanti

(1) Oppgjør i henhold til *pliktig tilbud* skal skje i penger. Et *pliktig tilbud* kan likevel gi aksjeeierne rett til å velge annet oppgjør.

(2) Oppgjøret skal garanteres av *finansforetak* med tillatelse til å stille slik garanti i Norge.

(3) Oppgjør skal finne sted snarest, og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp.

(4) *Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om garanti i pliktig tilbud og utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.*

§ 6-15 Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet mv.

(1) *Pliktig tilbud* og tilbudsdokument skal godkjennes av tilbudsmyndigheten før tilbudet fremsettes.

(2) *Straks* etter at tilbudet og tilbudsdokumentet er godkjent, skal den tilbudspliktige *offentliggjøre tilbudsdokumentet og gjøre tilbudet kjent for alle aksjeeiere. Samtidig skal den tilbudspliktige og selskapet gjøre tilbudet kjent for sine ansatte. Departementet kan gi nærmere regler om offentliggjøring og utsendelse av tilbudsdokumentet.*

(3) *Tilbudet anses fremsatt fra det tidspunkt tilbudsdokumentet er offentliggjort på tilbyders nettside eller på annen egnet nettside.*

(4) Tilbudsdokument som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, skal anses

godkjent fra det tidspunkt det foreligger melding fra EØS-staten om at tilbudsdokumentet er utarbeidet i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2004/25/EF, og godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.

IV. Frivillige tilbud

§ 6-16 Definisjon av frivillig tilbud og melding om frivillig tilbud

(1) *Med frivillig tilbud menes tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-6 første ledd inntreder hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Dette gjelder ikke tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold.*

(2) Den som har fattet en beslutning om å fremsette frivillig tilbud, skal straks gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet. *I meldingen skal det inntas informasjon som nærmere fastsatt av departementet i forskrift.* Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen straks. Tilbyder og selskapet skal informere sine ansatte umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort.

§ 6-17 Frivillig tilbud, tilbudsdokument mv.

(1) *Den som har offentliggjort melding etter § 6-16 første ledd, skal fremsette frivillig tilbud senest fire uker etter offentliggjøringen av meldingen. Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra fristen i første punktum.*

(2) §§ 6-12 andre ledd og 6-15 og bestemmelser gitt i medhold av disse får tilsvarende anvendelse for frivillig tilbud.

(3) *Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om frivillige tilbud, herunder tilbudets innhold og betingelser, tilbudsdokumentets innhold, tilbudsperiode og aksept av tilbud, offentliggjøring av tilbud og resultat av tilbud.*

V. Selskapets plikter ved pliktige og frivillige tilbud

§ 6-18 Avtaler mellom tilbyder og selskapet

Departementet kan i forskrift fastsette regler om avtaler mellom tilbyder og selskapet i forbindelse med pliktige og frivillige tilbud, herunder om hvilke vilkår som kan stilles av tilbyder i slike avtaler.

§ 6-19 Begrensning i selskapets handlefrihet

(1) Etter at selskapet er underrettet om at *pliktig eller frivillig tilbud vil bli fremsatt* og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart, kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om

1. utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,
2. fusjon av selskapet eller datterselskap,
3. salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten, eller
4. kjøp eller salg av selskapets aksjer.

(2) *Bestemmelsen gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøps-situasjoner.*

(3) *Departementet kan i forskrift fastsette nærmere bestemmelser om begrensninger i selskapets handlefrihet, herunder om forsvarstiltak og tilside-settelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger.*

§ 6-20 Selskapets uttalelse

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om selskapets uttalelse om pliktige og frivillige tilbud og ansattes anledning til å avgi uttalelse.

VI. Tvungen overføring

§ 6-21 Informasjon om tvungen overføring

En aksjeeier som beslutter tvungen overføring skal straks offentliggjøre beslutningen og sentrale vilkår for tvungen overføring.

§ 6-22 Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbud

(1) *Bestemmelsen gjelder kun selskaper etablert i Norge.*

(2) Har tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud ervervet ni tideler eller mer av de stemmeberettigede aksjene i selskapet og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, kan tilbyder beslutte overføring av de øvrige aksjer i henhold til lov om allmennaksjeselskaper § 4-25. Gjenværende aksjeeiere har rett til å kreve at tilbyder overtar aksjene.

(3) Dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen fastsatt i medhold av § 6-14, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris.

§ 6-23 Unntak fra plikten til å fremsette pliktig tilbud ved tvungen overføring

(1) Har tilbyder etter fremsettelse av frivillig tilbud eller etter tilsvarende regler i etableringsstaten ervervet eierandel som angitt i § 6-21 andre

ledd, kan tvungen overføring av aksjer finne sted uten at det først er fremsatt pliktig tilbud dersom følgende vilkår er oppfylt:

1. tvungen overføring iverksettes senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført,
2. løsningssummen *tilbyder tilbyr* tilsvarer minst det laveste beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud,
3. det stilles tilsvarende garanti som ved fremsettelse av pliktig tilbud etter § 6-14 andre ledd. Allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd gjelder ikke i den utstrekning det er stilt slik garanti, og
4. *det fremsettes et dokument som angir tilbud om løsningssum og opplysninger om forhold av betydning for aksjeeiernes vurdering av tilbudet. Dokumentet skal på forhånd være kontrollert av tilbudsmyndigheten.*

(2) *Oppfyllelsen av vilkår etter første ledd skal kontrolleres av tilbudsmyndigheten før tilbudet om løsningssum mv. fremsettes.*

VII. Tilbudsmyndighet, tilsyn, gebyr mv.

§ 6-24 Tilbudsmyndigheten

(1) *Tilbudsmyndighet etter dette kapittel bestemmes av departementet i forskrift.*

(2) *Tilbudsmyndigheten skal samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål som omfattes av dette kapitlet.*

§ 6-25 Tilsyn

(1) *Tilbudsmyndigheten fører tilsyn med overholdelse av bestemmelser gitt i og i medhold av dette kapitlet med mindre annet er fastsatt i forskrift.*

(2) *Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om tilsyn.*

§ 6-26 Gebyr

(1) *Tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr til dekning av utgifter.*

(2) *Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om når gebyr kan kreves, og om beregning og innkreving av gebyr.*

VIII. Tiltak og sanksjoner

§ 6-27 Utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 6-6 eller overskrider fristen for salg etter § 6-11, kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne.

§ 6-28 Tvangssalg av aksjer

(1) *Dersom det ikke er fremmet tilbud etter § 6-6 og fristen for salg etter § 6-11 overskrides, kan tilbudsmyndigheten selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16, kommer ikke til anvendelse.*

(2) *Tilbudsmyndigheten skal varsle den tilbudspliktige om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salg foretas.*

§ 6-29 Suspensjon av stemmerett

Ved grove brudd på bestemmelsene gitt i eller i medhold av kapittel 6 kan tilbudsmyndigheten gi pålegg om at stemmerettene til aksjene ikke kan utøves før forholdet er brakt til opphør eller for en nærmere angitt periode. Det skal legges vekt på overtredelsens omfang og på om pålegget er nødvendig for å beskytte andre aksjeeieres interesser eller markedets integritet.

§ 6-30 Pålegg om retting

Dersom tilbudsmyndigheten har grunn til å anta at noen opptrer i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av kapittel 6, kan tilbudsmyndigheten gi pålegg om retting.

§ 6-31 Overtredelsesgebyr

(1) *Tilbudsmyndigheten kan ilegge foretak overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer §§ 6-4, 6-5, 6-6, 6-9, 6-11, 6-12, 6-13, 6-16, 6-17 og 6-23 første ledd nr. 2 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan også ilegges foretak som ikke etterkommer tilbudsmyndighetens vedtak etter § 6-8 andre ledd eller pålegg etter § 6-30. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.*

(2) *Tilbudsmyndigheten kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 6-4, 6-5, 6-6, 6-9, 6-11, 6-12, 6-13, 6-16, 6-17 og 6-23 første ledd nr. 2 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene overtredelsesgebyr. Overtredelsesgebyr kan også ilegges personer som ikke etterkommer tilbudsmyndighetens vedtak etter § 6-8 andre ledd eller pålegg etter § 6-30.*

(3) *For juridiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 20 millioner kroner, eller opptil 2 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap. For et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34/EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsomsetningen, eller tilsvarende inntekt etter*

relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morselskapet.

(4) For fysiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 10 millioner kroner.

(5) Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

(6) Endelig vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg.

(7) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om utmåling av overtredelsesgebyr.

§ 6-32 Forsinket betaling og foreldelse av overtredelsesgebyr mv.

(1) Ved forsinket betaling av overtredelsesgebyr skal det betales renter etter lov 17. desember 1976 nr. 100 om renter ved forsinket betaling m.m.

(2) Adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr foreldes to år etter at overtredelsen er opphørt. Fristen avbrytes ved at tilbudsmyndigheten gir forhåndsvarsel eller fatter vedtak om overtredelsesgebyr.

I kapittel 21 gjøres følgende endringer:

§ 21-1 første ledd skal lyde:

(1) Tilbudsmyndigheten kan ilegge foretaket eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 6 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene en dagmulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

§ 21-3 andre ledd nr. 1 skal lyde:

(2) Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 3-4, § 3-5, § 3-7, § 3-11, § 6-6, § 6-12, § 6-13, § 6-23 første ledd nr. 2, § 7-2, § 7-3, § 7-7, § 7-10, § 9-1, § 9-16 første ledd nr. 8, § 9-17, § 10-3 til § 10-5, § 11-1, § 12-2 syvende ledd, § 12-4 åttende ledd, § 13-1 første ledd, § 15-2, § 15-3, § 19-2, § 19-3, eller EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 17-1 første ledd eller shortsalgforordningen artiklene 12 til 15 som gjennomført i § 3-14 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

Forslag til endringer i verdipapirforskriften kapittel 6

Kapittel 6 skal lyde:

I. Virkeområde mv.

§ 6-1 Selskap etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering i annen EØS-stat

(1) Selskap etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering i annen EØS-stat, jf. verdipapirhan-

delloven § 6-1 første ledd nr. 2, er omfattet av kapittel 6 dersom selskapets aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge.

(2) Selskap etablert i Norge hvis aksjer er opptatt til notering på ett eller flere regulerte markeder i annen EØS-stat og ikke på regulert marked i Norge, er omfattet av verdipapirhandelloven kapittel 6 etter følgende regler:

1. spørsmål av rettslig karakter knyttet til informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses, eventuelle fritak fra plikten til å fremsette et tilbud og unntak fra tilbudsplikten, behandles etter reglene gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 6, og
2. spørsmål av rettslig karakter knyttet til tilbudsprosessen, herunder spørsmål om vederlag som tilbys i forbindelse med tilbudet, tilbudspris, fremgangsmåten ved tilbudet, opplysninger om tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud, innholdet i tilbudsdokumentet og offentliggjøring av tilbudet, behandles etter reglene i noteringsstaten.

(3) Noteringsstaten i annet ledd nr. 2 er den EØS-staten der aksjene først ble opptatt til notering eller hvis opptak til notering skjedde samtidig, den EØS-staten som selskapet har valgt, jf. fjerde ledd.

(4) Selskap som skal noteres på flere regulerte markeder i andre EØS-stater samtidig, skal bestemme hvilken av disse statene som er noteringsstaten, jf. tredje ledd, og underrette de regulerte markedene, tilbudsmyndigheten og tilbudsmyndighetene i de øvrige EØS-statene på første dag aksjene kan handles på det aktuelle markedet, og straks offentliggjøre denne beslutningen.

§ 6-2 Selskap etablert i annen EØS-stat

(1) Selskap etablert i annen EØS-stat hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge, jf. verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd nr. 3, er ikke omfattet av verdipapirhandelloven kapittel 6 dersom selskapets aksjer er opptatt til notering på regulert marked i etableringsstaten.

(2) Selskap etablert i annen EØS-stat hvis aksjer er opptatt til notering på regulert marked i Norge og ikke i etableringsstaten, er omfattet av verdipapirhandelloven kapittel 6 som angitt i tredje ledd i følgende tilfeller:

1. selskapets aksjer kun er opptatt til notering på regulert marked i Norge,
2. selskapets aksjer er opptatt til notering på regulert marked i flere EØS-stater, dersom opptak til notering skjedde i Norge først,

3. selskapets aksjer ble opptatt til notering samtidig på regulert marked i Norge og på et eller flere andre regulerte marked i annen EØS-stat, dersom selskapet har rapportert at det har valgt tilsynsmyndighet i Norge,
4. selskapets aksjer var pr. 20. mai 2006 opptatt til notering på flere regulerte markeder og noteringene skjedde samtidig, dersom selskapet har rapportert at det har valgt norsk tilbudsmyndighet og relevant regulert marked på første handelsdag, med mindre de aktuelle tilbudsmyndighetene gjennom avtale før 20. juni 2006 har fastsatt at annen tilbudsmyndighet skal ha ansvaret for tilbudet.

(3) Selskap omfattet av andre ledd er omfattet av følgende regler:

1. spørsmål av rettslig karakter knyttet til tilbudsprosessen, tilbudspris, fremgangsmåten ved tilbudet, opplysninger om tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud, innholdet i tilbudsdokumentet og offentliggjøring av tilbudet, behandles etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6, og
2. spørsmål av rettslig karakter knyttet til informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses, eventuelle fritak fra plikten til å fremsette et tilbud og unntak fra tilbudsplikten, behandles etter reglene i etableringsstaten.

§ 6-3 Verdipapirer som kan sidestilles med aksjer

Med aksjer i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd nr. 3 og 4 menes også andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer.

II. Fremsettelse og gjennomføring av frivillig og pliktig tilbud

§ 6-4 Krav til melding

(1) Melding om frivillig tilbud som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-18 skal inneholde:

1. tilbyders navn og adresse, samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak
2. opplysninger om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder
3. opplysninger om aksjeinnhav til nærstående som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-7, herunder grunnlaget for konsolidering og eventuelle aksjeeieravtaler
4. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1 i det noterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-7, og innhav av

finansielle instrumenter som gir tilbyder en finansiell eksponering tilsvarende et innhav av aksjer i selskapet

5. omfang av og betingelser for aksept av tilbudet i mottatte forhåndsaksepterte fra aksjeeiere i selskapet
6. de viktigste vilkår for tilbudet, herunder vederlag, vederlagsform og differanse mellom vederlag og markedskurs
7. hvordan ervervet av aksjene skal finansieres
8. betingelser for gjennomføring av tilbudet
9. forventet dato for offentliggjøring av tilbudsdokument og en tidslinje for gjennomføringen av tilbudet og
10. andre forhold som antas å ha vesentlig betydning for markedets vurdering av meldingen om tilbudet.

(2) Melding om at det vil bli fremsatt tilbud som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-9 skal inneholde opplysninger som nevnt i første ledd, med unntak av nr. 6 og 8, og med tillegg av:

1. når tilbudsplikt ble eller vil bli utløst, og om det er knyttet eventuelle betingelser til den inngåtte avtale om erverv som kan innebære at tilbudsplikt likevel ikke vil bli utløst
2. tilbudsprisen og hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen og
3. eventuell usikkerhet om tilbudsprisen minst tilsvarende minstepris, jf. verdipapirhandelloven § 6-13.

(3) Avtaler mellom selskapet og tilbyder av betydning for markedets vurdering av tilbudet, skal offentliggjøres i sin helhet sammen med melding som nevnt i første ledd. Dersom slike avtaler ikke offentliggjøres i sin helhet, må sentrale betingelser og innholdet i slike avtaler beskrives i meldingen.

(4) Dersom tilbyder ikke har informasjon som nevnt i første, andre og tredje ledd, skal tilbyder gi en forklaring og opplyse om når slik informasjon blir tilgjengelig. Informasjonen skal offentliggjøres straks den blir tilgjengelig.

(5) Dersom det inntreffer endringer i opplysninger inntatt i meldingen i henhold til første, andre og tredje ledd før tilbudet fremsettes, og endringene antas å ha betydning for markedets vurdering av innholdet i meldingen, skal tilbyder straks gi oppdatert melding om dette til tilbudsmyndigheten og til selskapet. Tilbudsmyndigheten skal straks offentliggjøre meldingen.

§ 6-5 Akseptfrist for pliktige tilbud

Pliktig tilbud skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn fire uker og ikke lengre enn seks uker.

§ 6-6 Akseptfrist for frivillig tilbud

(1) Frivillig tilbud skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn *fire* uker og ikke lengre enn 10 uker.

(2) *Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første ledd.*

§ 6-7 Oppgjør for frivillige tilbud

Oppgjør for frivillige tilbud skal finne sted innen rimelig tid.

§ 6-8 Tilbakekall av aksept ved konkurrerende tilbud

Dersom det offentliggjøres et konkurrerende tilbud før utløpet av tilbudsperioden for det eller de foreliggende tilbud, kan de av selskapets aksjeeiere som har akseptert tilbudet fra den opprinnelige tilbyder innen utløpet av tre handelsdager etter offentliggjøringen av det konkurrerende tilbudsdokumentet tilbakekalle sin inngitte aksept.

§ 6-9 Endring av tilbud

Tilbyder kan innen utløpet av tilbudsperioden endre vilkår i tilbudet til gunst for aksjeeierne og forlenge tilbudsperioden dersom tilbyder har tatt forbehold om endringene i tilbudet og tilbudsdokumentet og endringene blir godkjent av tilbudsmyndigheten. Endringer må offentliggjøres og gjøres kjent for aksjeeierne på samme måte som tilbud.

§ 6-10 Ansvar for tilbudsdokument

Tilbudsdokument skal undertegnes av tilbyder.

§ 6-11 Tilbudsdokumentets innhold

(1) *Tilbudsdokument som nevnt i verdipapirhandelloven §§ 6-12 andre ledd, jf. § 6-17 andre ledd, skal i det minste angi:*

1. tilbyders navn og adresse, samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
2. opplysninger om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder,
3. opplysninger om nærstående som nevnt i *verdipapirhandelloven § 6-7*, herunder grunnlaget for *konsolidering* og eventuelle aksjeeieravtaler,
4. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1 i det noterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i *verdipapirhandelloven § 6-7*,
5. tilbudsprisen og hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,

6. prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer,
7. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres,
8. hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
9. særlige fordeler som etter avtale tilstår medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
10. hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,
11. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift,
12. reorganisering mv. av selskapet og det konsern som selskapet inngår i,
13. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige, økonomiske og arbeidsmessige virkninger,
14. *juridiske* og skattemessige konsekvenser av tilbudet,
15. den største og minste andel av aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve,
16. opplysninger om utbetaling av erstatning som tilbys for rettigheter som kan bli tilsidesatt som følge av vedtak som nevnt i § 6-15 andre ledd,
17. opplysninger om lovvalg og verneting vedrørende tvister som måtte oppstå i forbindelse med inngåtte avtaler mellom tilbyder og aksjeeierne.

§ 6-12 Offentliggjøring og utsendelse av tilbud og tilbudsdokument

Tilbudsdokumentet skal sendes på betryggende måte til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted. Selskapet plikter å medvirke til at utsendelsen kan finne sted. Selskapet kan kreve at tilbyder dekker selskapets kostnader i forbindelse med utsendelsen.

§ 6-13 Plikt til å offentliggjøre utfallet av tilbudet

Tilbyder skal straks offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud.

III. Selskapets plikter ved pliktige og frivillige tilbud

§ 6-14 Selskapets uttalelse om tilbudet

(1) Når det fremsettes *frivillig eller pliktig* tilbud, skal selskapets styre utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt til-

byders strategiske planer som angitt i tilbudsdocumentet vil kunne få for de ansatte og for lokaliseringen av selskapets virksomhet. Dersom styret ikke finner å kunne gi en anbefaling til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, skal det redegjøres nærmere for bakgrunnen for dette. Det skal også opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet. Dersom styret innen rimelig tid mottar en særskilt uttalelse fra de ansatte om tilbudets innvirkning på sysselsettingen, skal denne vedlegges dokumentet.

(2) Uttalelsen skal foreligge senest én uke før tilbudsperiodens utløp.

(3) Uttalelsen skal sendes tilbudsmyndigheten, og gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte.

(4) Er tilbud fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør tilbudsmyndigheten hvem som skal avgi uttalelse som nevnt i første ledd på vegne av selskapet.

§ 6-15 Begrensninger i selskapets handlefrihet mv.

(1) Selskapets generalforsamling kan gjennom vedtekt fastsette at EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 9(2) og (3), jf. artikkel 12(2), skal gjelde for selskapet.

(2) Selskapets generalforsamling kan gjennom vedtekt også fastsette at EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 11, jf. artikkel 12(2), skal gjelde. I et eventuelt vedtak etter første punktum skal selskapets generalforsamling fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av erstatning i henhold til artikkel 11(5) i samme direktiv.

(3) Selskaper som har fattet vedtak i henhold til første og andre ledd, skal melde vedtaket til tilbudsmyndigheten, samt til de kompetente myndigheter i andre medlemsstater der selskapet er opptatt til notering på et regulert marked, eller hvor det er anmodet om slik notering.

(4) Innkalling til generalforsamling for beslutning av vedtektsfestede tiltak som nevnt i første og andre ledd kan, uten hensyn til fristen for innkalling til generalforsamling etter allmennaksjeloven § 5-11 b nr. 1, sendes aksjeeierne senest to uker før møtet skal holdes. Vedtektene kan sette en lengre frist for innkalling til generalforsamling for beslutning av vedtak som nevnt i fjerde ledd.

IV. Tilbudsprisen ved pliktig tilbud

§ 6-16 Justering av tilbudspris

(1) *Tilbudsmyndigheten kan endre den tilbudspris som følger av verdipapirhandelloven § 6-13 opp eller ned, dersom:*

- a) markedskursen på aksjene i selskapet har vært på et kunstig nivå og dette har hatt betydning for tilbudsprisen*
- b) ervervet som ligger til grunn for tilbudsprisen ikke er foretatt på vanlige forretningsmessige vilkår eller*
- c) tilbudsplikt utløses i forbindelse med nødvendig eiermessig restrukturering av et selskap i alvorlige finansielle vanskeligheter.*

(2) *Tilbudsmyndigheten skal ved fastsettelse av tilbudsprisen i tilfeller som nevnt i første ledd bokstav a) og b), benytte tre måneders volumvektet gjennomsnittspris på de aksjene som er omsatt i selskapet før det tidligste tidspunktet av tilbudspliktens inntreden og offentliggjøring av melding om tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-9 første ledd. Hvis den aktuelle aksjen ikke har vært opptatt til handel på regulerte markeder eller multilaterale handelsfasiliteter i tre måneder, benyttes det antall dager som har vært siden aksjen først ble tatt opp til handel. Hvis det i beregningsperioden ikke har vært slik omsetning som nevnt i første punktum i mer enn halvparten av virkedagene eller tilbudsmyndigheten finner det overveiende sannsynlig at det kunstige nivået på markedskursen som nevnt i første ledd bokstav a) har hatt merkbar betydning for den volumvektede gjennomsnittsprisen, beregnes tilbudsprisen i samsvar med tredje ledd.*

(3) *Tilbudsmyndigheten skal ved fastsettelse av tilbudsprisen etter første ledd bokstav c) fastsette tilbudsprisen i samsvar med alminnelig anerkjente objektive kriterier for verdsettelse av aksjer.*

(4) *Tilbudsmyndigheten kan kreve at tilbyder dekker kostnadene ved verdsettelse som beskrevet i bestemmelsens tredje ledd.*

§ 6-17 Tilbudspris ved flere aksjeklasser

(1) *Har selskapet flere aksjeklasser, skal det fastsettes en tilbudspris for hver aksjeklasse.*

(2) *Tilbudsprisen skal minst være like høy som det høyeste vederlag tilbydere har betalt eller avtalt for aksjer i den aktuelle aksjeklassen i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf. verdipapirhandelloven § 6-13 første ledd første punktum. § 6-16 gjelder tilsvarende.*

(3) *Dersom tilbyderen ikke har betalt eller avtalt vederlag for aksjer i den aktuelle aksjeklassen i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, samt i tilfeller nevnt i § 6-15, skal tilbudsmyndigheten fastsette tilbudsprisen forholdsmessig til tilbudsprisen for den eller de aksjeklasser der verdipapirhandelloven § 6-13 første ledd første punktum får anvendelse. For aksjeklasser opptatt til notering på regulert marked, benyttes beregningsmåten i § 6-16 andre ledd ved beregning av forholdet mellom dem.*

§ 6-18 *Tilbudspris der det ikke er betalt eller avtalt vederlag*

Dersom tilbudsplikt utløses uten at det er betalt eller avtalt vederlag som omtalt i verdipapirhandelloven § 6-13 første ledd første punktum, fastsettes tilbudsprisen som beskrevet i § 6-16 annet ledd.

§ 6-19 *Offentliggjøring av endring av tilbudspris*

Tilbudsmyndighetens vedtak om tilbudsprisen etter §§ 6-16, 6-17 eller 6-18 skal begrunnes og offentliggjøres.

V. Krav til garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud

§ 6-20 *Krav til garantisten*

Garanti for oppgjør i forbindelse med pliktige tilbud kan bare stilles av finansforetak som er gitt adgang til å drive slik virksomhet i Norge. Garantisten kan ikke være selskap i samme konsern som tilbyder.

§ 6-21 *Selvskyldnergaranti*

(1) Garantien skal være en selvskyldnergaranti, eller en garanti som gir tilsvarende eller bedre sikkerhet for oppgjør. Garantien skal stilles til fordel for de aksjonærer som aksepterer det pliktige tilbudet og skal stilles som sikkerhet for riktig oppgjør.

(2) En aksjonær som har akseptert helt eller delvis oppgjør i annet enn kontanter, skal kunne kreve kontantoppgjør under garantien basert på det kontantalternativet tilbyder plikter å gi, dersom avtalt oppgjør ikke finner sted.

(3) Garantierklæringen kan avgis på norsk, dansk, svensk eller engelsk. Dersom engelsk benyttes, skal erklæringen likevel inneholde det norske uttrykket «selvskyldnergaranti».

§ 6-22 *Garantibeløp*

(1) Garantibeløpet skal minimum tilsvare det beløp som fremkommer ved å multiplisere det samlede antall aksjer i selskapet som omfattes av tilbudet med tilbudsprisen. Til det beløpet som da fremkommer, legges et beløp som tilsvarende forsinkelsesrente i fire uker av beløpet, jf. lov 17. desember 1976 nr. 100 om forsinket betaling m.m. Med tilbudsprisen menes i de tilfellene hvor det også gis tilbud om oppgjør i annet enn penger, det kontantalternativet tilbyder plikter å gi.

(2) Dersom selskapet vurderer å søke om nedskrivning av garantien når tilbudsperioden løper ut, skal det opplyses om dette i garantierklæringen.

§ 6-23 *Norsk rett*

Garantien skal være regulert av norsk rett, og dette skal fremgå av garantierklæringen.

§ 6-24 *Flere garantister*

Totalt garantibeløp kan deles opp på en eller flere finansforetak. Krav skal i slike tilfelle kunne fremmes overfor valgfri garantist med fristavbrytende virkning overfor alle garantister, hvilket skal fremgå av tilbudsdokument og garantierklæring. I garantierklæringen eller tilbudsdokumentet kan det likevel anmodes om at krav rettes til en bestemt av garantistene som vil forstå den praktiske koordineringen av innkomne krav.

§ 6-25 *Frister og garantiperiode*

Garantien skal være avgitt senest samtidig med fremsettelse av tilbudet og være gjeldende i tilbudsperioden, oppgjørsperioden og for en periode på fire uker fra oppgjørsfristens utløp. Krav skal kunne gjøres gjeldende under garantien i fire uker fra oppgjørsfristens utløp. I tilfeller hvor tilbudsperioden etter tilbudsdokumentet kan forlenges av tilbyder, skal det fremgå av garantierklæringen at fristen for fremsetting av krav under garantien automatisk forlenges tilsvarende.

§ 6-26 *Godkjenning*

Garantiteksten skal godkjennes av tilbudsmyndigheten og må inneholde en presis angivelse av garantisten, tilbyder, navn på selskap som har utstedt aksjene, datert tilbudsdokument, vilkårene for å gjøre krav gjeldende under garantien og de krav som eventuelt stilles til dokumentasjon, innleveringssted for krav under garantien med angivelse av post og besøksadresse, frist for anmeldelse av krav under garantien med angivelse av dato og klokkeslett. Dersom krav under garantien må fremsettes skriftlig eller det gjelder andre formkrav, må disse uttrykkelig angis.

§ 6-27 *Publisering i tilbudsdokument*

Kopi av garantierklæringen skal inntas i tilbudsdokumentet.

§ 6-28 *Oversendelse av garantierklæring til tilbudsmyndigheten*

Original garantierklæring eller en bekreftelse fra garantisten skal sendes tilbudsmyndigheten forut for utsendelsen av tilbudsdokumentet.

§ 6-29 Nedskrivning av garanti

(1) Tilbudsmyndigheten kan etter søknad akseptere reduksjon av garantien med følgende beløp:

- a) endelig betalt beløp for aksjer kjøpt under tilbudet, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter, basert på opplysninger om hvor mange aksjer som er akseptert overdratt under tilbudet
- b) endelig betalt beløp for aksjer dokumentert kjøpt utenfor tilbudet i tilbudsperioden, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter og
- c) beløp tilsvarende antall aksjer det ikke foreligger aksept for, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter, likevel slik at det gjenstår en margin for eventuelle omtvistede eller uklare aksepterte for ca. 10 prosent av dette beløp. I særlige tilfeller kan marginen settes lavere. Anmodning om nedskrivning for den del av garantien som omfatter aksjer det ikke foreligger aksept for, kan sendes tidligst to dager etter akseptperiodens utløp.

(2) Reduksjon forutsetter at tilbudsmyndigheten finner opplysningene tilfredsstillende dokumentert og at gjenstående garantibeløp vil gi tilfredsstillende sikkerhet.

(3) Av søknaden må minst følgende fremgå:

- a) antall aksepterte mottatt
- b) eventuelle aksjer kjøpt utenfor tilbudet
- c) det beløp garantien søkes nedskrevet for, beregnet i henhold til første ledd bokstav a) til c)
- d) en oppstilling som viser totalt aksepterte aksjer
- e) forsinkelsesrenter for 4 uker beregnet på totalsum utestående på garantien etter nedskrivningen og
- f) en angivelse av eventuelle avviste eller omtvistede aksepterte.

I tillegg må det fremlegges kopi av skjermbilde-utskrift fra en verdipapirsentral som viser status over antall aksjer akseptert per den dato nedskri-

ving skal være effektiv fra. Opplysningene skal bekreftes av finansforetaket som forestår oppgjøret under tilbudet.

(4) Opprinnelig garantierklæring returneres av tilbudsmyndigheten mot fremleggelse av ny erklæring basert på nedskrevet garantibeløp.

(5) Tilbudsmyndigheten kan med hjemmel i verdipapirhandelloven § 6-26 kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved behandling av søknad om nedskrivning av garantibeløp.

VI. Andre bestemmelser

§ 6-30 Tilbudsplikt ved reelt erverv

Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan tilbudsmyndigheten pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 1/3 av stemmene i selskap som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-1.

§ 6-31 Tilbudsmyndighet

Oslo Børs ASA er tilbudsmyndighet for selskap etablert i Norge og selskap notert på regulert marked i Norge.

§ 6-32 Gebyr

Tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr ved kontroll og godkjenning av tilbud og tilbudsdokument, endring av tilbud og vilkår for tvungen overføring, og behandling av søknad om unntak fra tilbudsplikt, søknad om unntak fra reglenes virkeområde og søknad om nedskrivning av garantibeløp.

§ 6-33 Informasjonsplikt for selskap etablert utenfor EØS

Selskap nevnt i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd nr. 4 skal på sin nettside publisere en generell beskrivelse av de sentrale forskjeller mellom minoritetsaksjeeiernes rettigheter i landet der selskapet er etablert og Norge, herunder forskjeller som følger av selskapets vedtekter. Beskrivelsen skal oppdateres løpende. Tilbudsmyndigheten kan pålegge selskapet å gi ytterligere informasjon.

Norges offentlige utredninger

2018

Arbeids- og sosialdepartementet:

NOU 2018: 6 Varsling – verdier og vern
NOU 2018: 8 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2018

Barne- og likestillingsdepartementet:

NOU 2018: 18 Trygge rammer for fosterhjem

Finansdepartementet:

NOU 2018: 1 Markeder for finansielle instrumenter
NOU 2018: 3 Krisehåndtering i forsikrings- og pensjonssektoren
NOU 2018: 7 Ny lov om offisiell statistikk og Statistisk sentralbyrå
NOU 2018: 9 Regnskapsførerloven
NOU 2018: 10 Nye prospektregler
NOU 2018: 12 Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland
NOU 2018: 17 Klimarisiko og norsk økonomi

Helse- og omsorgsdepartementet:

NOU 2018: 16 Det viktigste først

Justis- og beredskapsdepartementet:

NOU 2018: 14 IKT-sikkerhet i alle ledd

Kunnskapsdepartementet:

NOU 2018: 2 Fremtidige kompetansebehov I
NOU 2018: 13 Voksne i grunnskole- og videregående opplæring
NOU 2018: 15 Kvalifisert, forberedt og motivert

Landbruks- og matdepartementet:

NOU 2018: 11 Ny fjellov

Nærings- og fiskeridepartementet:

NOU 2018: 5 Kapital i omstillingens tid

Samferdselsdepartementet:

NOU 2018: 4 Sjøveien videre

Bestilling av publikasjoner

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
www.publikasjoner.dep.no
Telefon: 22 24 00 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: 07 Media AS – 01/2019